



WiseEuropa

Wiatr w żagle

Obywatelska strategia dla polskiego ryнку kapitałowego

Maciej Bitner, Maciej Bukowski, Kamil Pastor



POLITYKI PUBLICZNE I GOVERNANCE



WiseEuropa

wise-europa.eu

Instytut WiseEuropa to niezależny think-tank, specjalizujący się w makroekonomii, polityce gospodarczej, europejskiej i zagranicznej.

Misją WiseEuropa jest poprawa jakości polityki krajowej i europejskiej oraz środowiska gospodarczego, przez oparcie ich na rzetelnych analizach ekonomicznych i instytucjonalnych, niezależnych badaniach oraz ocenach oddziaływania polityki na gospodarkę. Instytut angażuje obywateli, przedsiębiorców, ekspertów oraz twórców polityk publicznych z kraju i zagranicy we wspólną refleksję na temat modernizacji Polski i Europy oraz ich roli w świecie.

WiseEuropa to najwyższe kompetencje w takich obszarach jak: sprawy europejskie i globalne w wymiarze gospodarczym i politycznym, polityka makroekonomiczna, przemysłowa, energetyczna i instytucjonalna, innowacyjność i cyfrowa gospodarka, rynek pracy i polityka społeczna. WiseEuropa to również solidny warsztat analityczny, obejmujący ilościowe i jakościowe metody badawcze: statystykę i ekonometrię, modelowanie makroekonomiczne i systemowe, badania społeczne i politologiczne, analizy instytucjonalne i socjologiczne. Wszystko wspierane przez wysokiej jakości działania komunikacyjne i relacyjne Instytutu.



WiseEuropa

Wiatr w żagle

Obywatelska strategia
dla polskiego rynku kapitałowego

Maciej Bitner, Maciej Bukowski, Kamil Pastor

Wiatr w żagle. Obywatelska strategia dla polskiego rynku kapitałowego.

Autorzy:

Maciej Bitner
Maciej Bukowski
Kamil Pastor



Fundacja Warszawski Instytut Studiów Ekonomicznych i Europejskich

Aleje Jerozolimskie 99 lok. 18
02-001 Warszawa

www.wise-europa.eu

www.facebook.com/WiseEuropa

twitter.com/wise_europa



Partnerem instytucjonalnym projektu, w ramach którego powstał niniejszy raport jest Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A.

Raport powstał dzięki wsparciu Fundacji Przyjazny Kraj.

Projekt okładki, skład, łamanie: Studio graficzne TEMPERÓWKA s.c.

Kopiowanie i rozpowszechnianie może być dokonane za podaniem źródła.

© Copyright by Fundacja Warszawski Instytut Studiów Ekonomicznych i Europejskich, Warszawa, 2016

ISBN: 978-83-64813-25-2

Egzemplarz bezpłatny

Fundacja Warszawski Instytut Studiów Ekonomicznych i Europejskich działająca pod marką WiseEuropa dołożyła należytej staranności w celu zapewnienia, żeby wszelkie informacje zawarte w niniejszej publikacji nie były błędne lub nieprawdziwe w dniu ich publikacji, jednak WiseEuropa i jej pracownicy nie ponoszą odpowiedzialności za ich prawdziwość i kompletność, jak również za wszelkie szkody powstałe w wyniku wykorzystania niniejszej publikacji lub zawartych w niej informacji.

Niniejsza publikacja została przygotowana wyłącznie w celach informacyjnych i nie stanowi rekomendacji inwestycyjnej ani oferty dotyczącej zakupu bądź sprzedaży jakiegokolwiek instrumentu finansowego w rozumieniu odpowiednich przepisów Kodeksu cywilnego, ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2005 r. nr 184, poz. 1539) lub ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2005 r. nr 183, poz. 1538). Niniejszy raport ani w całości ani w części nie stanowi także „rekomendacji” w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, lub ich emitentów (Dz.U. z 2005 r. Nr 206, poz. 1715).

Fundacja WiseEuropa w szczególności poprzez informacje zawarte w niniejszej publikacji nie świadczy doradztwa w związku z jakimikolwiek transakcjami zawieranymi przez odbiorcę raportu ani nie udziela jakichkolwiek porad inwestycyjnych lub rekomendacji co do zawarcia takich transakcji. W szczególności WiseEuropa nie ponosi odpowiedzialności za jakiegokolwiek skutki wykorzystania przez czytelników informacji zawartych w raporcie, ani za konsekwencje podjętych na ich podstawie decyzji inwestycyjnych. Odbiorca raportu, zawierając jakąkolwiek transakcję podejmuje niezależne i autonomiczne decyzje, działając na własny rachunek oraz na własne ryzyko.

Podziękowania	5
1. Executive summary	7
2. Polski rynek kapitałowy: historia, terażniejszość, przyszłość	13
2.1. Optymistyczna przeszłość	13
2.2. Kłopotliwa terażniejszość	17
2.3. Niepewna przyszłość	19
3. Doświadczenia światowe	23
3.1. Wymiary rozwoju	23
3.2. Czynniki rozwoju	30
3.3. Schemat rozwoju rynku	39
4. Własność i regulacje	43
4.1. Państwo i rynek	43
4.2. Regulacje sektorowe	44
4.3. Polityka własnościowa	48
5. Nadzór nad rynkiem	55
5.1. Perspektywa inwestora	55
5.2. Perspektywa emitentów i instytucji finansowych	60
6. Mobilizacja kapitału	63
6.1. Źródła kapitału	63
6.2. Ile zarabia kapitał?	66
6.3. Fundusze emerytalne	70
6.4. Fundusze inwestycyjne	76
7. Rekomendacje	84
7.1. Państwo i rynek	84
7.2. Mobilizacja kapitału	87
7.3. Inwestorzy i nadzór	90
8. Aneks	93
8.1. Konstrukcja indeksu WE CMI	93
Bibliografia	101

Podziękowania

Wiosną 2016 roku zainicjowaliśmy w WiseEuropa nowy program badawczy – Polityki Publiczne i Governance. W jego ramach interesujemy się szerokim spektrum zagadnień, szczególnie ważnych dla gospodarczego i cywilizacyjnego rozwoju Polski i Europy. Jednym z pierwszych tematów jakimi postanowiliśmy się zająć był problem dryfu, w jakim w ostatnich kilku latach znalazł się polski rynek kapitałowy. Po dwóch dekadach szybkiego i owocnego rozwoju napędzanego powstawaniem niezbędnej infrastruktury instytucjonalnej, kolejnymi prywatyzacjami, aktywnością Otwartych Funduszy Emerytalnych oraz przystąpieniem do Unii Europejskiej, nasz rynek utracił dynamikę i płynność. Nastąpił kryzys relacji z państwem, a Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie wraz z otaczającym ją ekosystemem została osierocona przez politykę publiczną, która w odróżnieniu do lat 1990. przestała interesować się jej rozwojem, a nawet zaczęła temu rozwojowi przeszkadzać.

Celem naszych prac był powrót do debaty nad tym, jak wprowadzić ponownie polski rynek kapitałowy na szerokie wody a jednocześnie nie przeoczyć szansy jaką jest wykuwająca się właśnie europejska Unia Rynków Kapitałowych. Naszym zdaniem, bez silnego lokalnego rynku kapitałowego, w tym giełdy papierów wartościowych, niezakłócony rozwój polskiej gospodarki będzie dużo trudniejszy. Szczególnie trudne będzie osiągnięcie jednego z coraz częściej stawianych w debacie publicznej celów, jakim jest podniesienie innowacyjności polskich przedsiębiorstw. W ciągu ostatnich kilku miesięcy udało się nam przygotować trzy publikacje z różnych perspektyw omawiające tę problematykę. Dziś przekazujemy na Państwa ręce trzecią z nich, łączącą elementy diagnozy i dokumentu strategicznego. Poza analizą stanu w jakim znajduje się polski rynek kapitałowy w roku 2016, zawiera ona szczegółowe rekomendacje, których wdrożenie powinno naszym zdaniem pozwolić warszawskiej giełdzie i jej otoczeniu ponownie nabrać wiatru w żagle i znacząco przybliżyć się do najwyższych światowych standardów.

Ponieważ jedną z głównych idei działalności WiseEuropa jest otwarta debata publiczna, w trakcie naszych prac przeprowadziliśmy kilkadziesiąt dwustronnych rozmów z kluczowymi uczestnikami rynku. Powołaliśmy również Forum Rynku Kapitałowego, z którym raz w miesiącu wymienialiśmy się naszymi ustaleniami z zaciekawieniem wysłuchując często krytycznych opinii jego uczestników. W pewnym sensie nie byłoby więc tego opracowania, gdyby nie przedstawiciele świata finansów, nauki, pracownicy administracji i eksperci, którzy zgodzili się nas wspomóc w procesie jego przygotowywania. Wszystkim tym osobom i instytucjom serdecznie dziękujemy za czas i zaangażowanie.

Szczególnie dziękujemy Krajowemu Depozytowi Papierów Wartościowych, za wszechstronne wsparcie naszej inicjatywy. Podziękowania chcemy też złożyć Giełdzie Papierów Wartościowych, za umożliwienie nam prezentacji tego raportu w tak symbolicznym dla polskiego rynku miejscu, jakim jest Sala Notowań. Dziękujemy też pozostałym partnerom naszej konferencji: ABRIS Capital Partners, Kancelarii Baker & McKenzie Krzyżowski i Wspólnicy Sp.K, Stowarzyszeniu Emitentów Giełdowych, Fundacji Rozwoju Rynku Kapitałowego oraz Izbie Gospodarczej Towarzystw Emerytalnych. Za wsparcie samego początku naszych działań dziękujemy Grupie Kęty S.A., Sanok Rubber Company S.A., CI Games S.A. oraz Spinoza Investments Sp. z o.o. S.K.A..

Wreszcie, wyjątkowe podziękowania należą się Fundacji Przyjazny Kraj, która od początku wspiera działania naszego programu badawczego, i która była pierwszą instytucją, która doceniła nasz pomysł zainteresowania się problematyką rozwoju rynków kapitałowych. Bez otwartości i zaangażowania kierujących nią osób z pewnością nie byłoby tej publikacji.

Mamy nadzieję, że lektura raportu „Wiatr w żagle. Obywatelska strategia dla rynku kapitałowego” będzie dla Państwa równie inspirująca, jak dla nas była praca nad nim. Duże zainteresowanie, z jakim spotkała się nasza inicjatywa w ciągu ostatniego półrocza pozwala nam mieć nadzieję, że dyskusja o polskim rynku kapitałowym nie tylko się rozpoczęła, ale i przyniesie dobre owoce.

Maciej Bukowski

Prezes Zarządu WiseEuropa

1. Executive summary

- Nowoczesna, innowacyjna i szybko rosnąca gospodarka potrzebuje rozwiniętego rynku kapitałowego. Taki rynek łączy wysoką jakość usług pośrednictwa inwestycyjnego z szeroką skalą działania. Dzięki szerokiemu wachlarzowi instrumentów finansowych dopasowanych do indywidualnych potrzeb różnego typu inwestorów, jest na nim miejsce dla firm reprezentujących w zasadzie całą gospodarkę. Rozwinięty rynek charakteryzuje wysoka płynność oraz odpowiedni poziom stóp zwrotu wynagradzający ponoszone ryzyko i przyciągający tak inwestorów instytucjonalnych (fundusze emerytalne, inwestycyjne, firmy ubezpieczeniowe), jak indywidualnych o bardzo różnej zamożności. Wszystkie te cechy posiadają światowi liderzy – Wielka Brytania, USA i Kanada. Nie tak spektakularny, choć godny naśladowania sukces w rozwoju lokalnego rynku kapitałowego odniósł również Szwajcaria, Hiszpania, Norwegia, Szwecja i RPA.
- Polski rynek nie należy i nigdy nie należał do rozwiniętych. Do końca 2010 roku można się jednak było spodziewać, że w horyzoncie kilkunastu lat nasza prężnie rosnąca giełda dołączy do tego grona. Pod koniec 2016 roku takie prognozy formułują już tylko najwięksi optymiści, a miejsce w gronie zachodnioeuropejskich maruderów: Włoch, Austrii czy Portugalii wydaje się szczytem możliwości. W toku minionych sześciu lat doszło bowiem do tylu niepomyślnych zdarzeń, że trzeba mówić nawet nie o zahamowaniu korzystnej dynamiki, lecz o cofnięciu się w rozwoju. Myliłby się jednak ten, kto przypisywałby taki stan rzeczy wyłącznie zewnętrznym – wobec rynku – czynnikom, takim jak sukcesywne ograniczanie strumienia środków płynących ze strony OFE, dyskusyjna aktywność Skarbu Państwa jako dominującego akcjonariusza i nie zawsze bezstronnego regulatora poszczególnych rynków, czy też kolejnym odstępom światowego kryzysu globalnego.
- Wszystkie te kwestie odegrały istotną rolę w stopniowym pogarszaniu się żywotności polskiego rynku kapitałowego, jednak nie mniej ważne okazały się być jego słabości wewnętrzne. Jak zauważył Warren Buffet, „gdy przychodzi odpływ, okazuje się, kto pływał nago”. Światowy kryzys finansowy z 2008 roku był dla polskiego rynku właśnie takim odpływem, obnażającym strukturalne i instytucjonalne niedoskonałości, do tej pory maskowane przez lata dobrej koniunktury. Szczegółowemu badaniu tych niedoskonałości oraz wypracowywaniu wychodzących im naprzeciw konstruktywnych rozwiązań poświęcone jest niniejsze opracowanie.
- Argumentujemy, że doświadczenia międzynarodowe wskazują na trzy główne czynniki sprzyjające rozwojowi rynku kapitałowego: (i) zaufanie do rynku, wynikające przede wszystkim z ogólnie sprzyjającego otoczenia regulacyjno-instytucjonalnego, (ii) skuteczną i efektywną ochronę akcjonariuszy mniejszościowych oraz (iii) stały dopływ dużego strumienia kapitału na rynek. Każdej z tych kwestii poświęciliśmy osobny rozdział, omawiający specyficzne dla niej bariery dotyczące Polski.
- Mimo prawie trzydziestu lat budowy gospodarki rynkowej i niewiele krótszego okresu działania rynku kapitałowego, inwestorzy światowi patrzą na Polskę

w podobny sposób jak na inne rynki wschodzące. Jednym z powodów tego stanu rzeczy jest **niestabilność polityki publicznej w sferach kluczowych dla rynku**. Przejawia się ona z jednej strony w zmienianiu reguł gry bez zwracania uwagi na długofalowe konsekwencje, jakie tego typu sposób działania ma dla aktywności gospodarczej prywatnych podmiotów, a z drugiej strony w przypadkach nadużywania pozycji dominującego akcjonariusza w spółkach publicznych, których Skarb Państwa jest współwłaścicielem. Brak konsekwencji zachowania się polskiego państwa wynika naszym zdaniem z braku wyraźnego drogowskazu wskazującego zamierzenia i plany rządu na kluczowym dla gospodarki polu, jakim jest rynek kapitałowy. Otwiera to drzwi do źle rozumianej pragmatyki, czyli działań, które jak w sprawie OFE, przynoszą doraźne korzyści polityczne mimo, że na dłuższą metę szkodzą potencjałowi gospodarczemu. **Takim drogowskazem może i powinna być rządowa strategia dla rynku kapitałowego**. Dwanaście lat po ogłoszeniu pamiętanej jeszcze dobrze przez rynek, choć niestety w większości niezrealizowanej, „Agendy Warsaw City 2010”, przyszedł czas na stworzenie – we współpracy z rynkiem – podobnego dokumentu, wpisanie jego fundamentalnych tez w priorytety rozwojowe Polski, a nade wszystko wdrożenie ich w życie.

- Skuteczna ochrona interesów akcjonariuszy mniejszościowych przed nadużyciami ze strony dominujących udziałowców najsilniej koreluje z rozwojem lokalnego rynku kapitałowego. Problem ten łatwo przeoczyć, jeśli sfera formalna rozmija się ze sferą realną. Tak też jest i w Polsce, gdzie wielu uczestników rynku podziela przekonanie, że prawo właściwie rozwiązuje tę kwestię. Jednak, jak dowodzą wyniki przeprowadzonej przez nas wśród analityków domów maklerskich ankiety, **problem z poszanowaniem praw akcjonariuszy mniejszościowych** jest w Polsce bardzo poważny. Aż jedna czwarta ocenionych przedsiębiorstw otrzymała najniższą notę, co oznacza, że analitycy jednomyślnie zakwalifikowali te spółki do grona firm przedkładających interesy akcjonariuszy dominujących nad interesy własne. Dodatkowo, ocena poziomu ochrony akcjonariuszy mniejszościowych okazała się mieć duże znaczenie dla osiągniętych wyników z inwestycji w badane firmy. Większość prawa dotyczącego ładu korporacyjnego uchwalana jest na poziomie UE i w każdym kraju członkowskim jego ogólny zarys jest podobny. Na poziomie praktycznym decydują jednak szczegóły – od implementacji dyrektywy, przez jej interpretację, aż do orzecznictwa sądów. W Polsce trudno wskazać choćby jeden przypadek skutecznego pozwu odszkodowawczego skierowanego przez akcjonariusza przeciwko władzom spółki z tytułu działania na jej szkodę. Wynika to przede wszystkim z braku kompetencji polskich sądów w specjalistycznej dziedzinie, jaką jest rynek kapitałowy, ale także z wysokich kosztów zainicjowania pozwu. Lekarstwem na ten drugi problem mogłyby być pozwy zbiorowe, niestety jednak w opinii polskich sądów akcjonariusze jako grupa nie spełniają koniecznych dla skorzystania z tej formuły formalnych kryteriów.
- Głównymi inwestorami na rynkach akcji na świecie są **fundusze emerytalne i inwestycyjne**. Choć w Polsce obie te grupy podmiotów są obecne, obie znalazły się na rozwojowym zakręcie. Relatywnie wysoki udział funduszy emerytalnych w kapitalizacji warszawskiej giełdy jest następstwem reformy emerytalnej z 1999 r. – w ciągu niespełna piętnastu lat polskie fundusze osiągnęły, relatywnie do rynku, rozmiar porównywalny z funduszami amerykańskimi, tworząc jego ważny fundament. Jednak po zmianach z 2013 roku, obowiązujące do dziś prawo, jeśli nie zostanie zmienione, będzie skutkowało znaczącym spadkiem znaczenia oszczędności emerytalnych w finansowaniu polskich firm, oddalając Polskę od standardów właściwych dla krajów rozwiniętych. Sytuacji nie poprawia trwający od lat impas, jeśli chodzi o upowszechnienie



dobrowolnego oszczędzania na emeryturę oraz ciągle podnoszące się głosy zmierzające do nacjonalizacji aktywów OFE, a tą drogą istotnej części najlepszych polskich firm prywatnych. Z kolei w wypadku funduszy inwestycyjnych lokujących w krajowych aktywach, problem z napływem środków ma inną genezę. Tu główną przyczyną są wysokie opłaty rzutujące na użytkowane przez klientów stopy zwrotu biorące swój początek w opłatach pobieranych przez dystrybutorów jednostek uczestnictwa, w tym banki. Nie bez znaczenia są także niewłaściwe praktyki sprzedażowe stosowane zwłaszcza w latach 2006-2007, które na trwale zniechęciły całą rzeszę klientów do giełdy i TFI po fali spadków, która dotknęła polski rynek w 2008 roku.

- Problemy, które powyżej skrótowo zarysowaliśmy, nie są niemożliwe do przewyciężenia. Wystarczy sięgnąć po najlepsze wzorce i zaadaptować je zwrócić do polskich realiów. Tabela 1. Zbiorcze rekomendacje dla polskiego rynku kapitałowego. prezentuje zbiorcze rekomendacje, których wprowadzenie w życie istotnie przybliży nasz rynek do najwyższych światowych standardów. Niestety trudno jest nie zauważyć, że wysiłki na rzecz budowy rynku kapitałowego, nawet w krajach rozwiniętych, częściej kończą się porażką niż sukcesem. Naszym zdaniem wynika to przede wszystkim z **niezrozumienia i przez to niedoceniań kosztów zaniedbywania rozwoju rynku kapitałowego przez politykę publiczną**. Fundamentalne dziś problemy ze spowolnieniem tempa wzrostu, niedostatkiem innowacyjności, uzależnieniem gospodarek od banków, narodowością kapitału czy niskimi emeryturami są znacznie mniej dolegliwe w gospodarkach wspieranych przez silny ekosystem giełdy. Rynek kapitałowy ma niebagatelne znaczenie dla tego co i jak efektywnie się produkuje – użyty w Agendzie 2010 termin „przemysł finansowy” ma głębokie dosłowne znaczenie. Inwestycje kierowane poprzez rynek kapitałowy nie obciążają przy tym rządów rachunkiem za ponoszone ryzyko z tytułu gwarancji depozytów. Giełdy z rozproszonym akcjonariatem dostarczają zaś gospodarce kapitału w najczystszej postaci, zainteresowanego tylko i wyłącznie maksymalizacją długookresowej stopy zwrotu bez oglądania się na ideologię, z którym państwo może spotykać się na przewidywalnych dla obu stron zasadach. Wreszcie, rynek kapitałowy otoczony odpowiednio efektywną infrastrukturą pośrednictwa finansowego przenosi korzyści gospodarcze w ręce szerokiego społeczeństwa, wspierając obywateli w realizacji ich długofalowych celów oszczędnościowo-inwestycyjnych, zwiększając legitymizację fundamentalnych zasad gospodarki rynkowej.
- Od dalszego działania uczestników rynku i polityków zależy, czy bieżące trudności w budowie silnego rynku kapitałowego w Polsce z perspektywy czasu będą jedynie epizodem, czy też będzie się tym mianem nazywać okres „porywu” pierwszych dwóch dekad transformacji. Utrzymująca się niepewność każe przypomnieć myśl, zwrócić uwagę przez Petera Druckera, że najlepszą metodą przewidywania przyszłości jest jej tworzenie. W tym niewątpliwie trudnym momencie, nie pozostaje nam więc nic innego, jak najskuteczniej pracować nad tym, by polski rynek kapitałowy znów złapał wiatr w żagle.

Tabela 1. Zbiorcze rekomendacje dla polskiego rynku kapitałowego.

Proponowane rozwiązanie	Uzasadnienie
Stworzenie – wspólnie z interesariuszami - Strategii Polskiego Rynku Kapitałowego, ustanowienie podmiotu bezpośrednio odpowiedzialnego za jej realizację oraz utworzenie w Sejmie Komisji do spraw Usług Finansowych.	Położenie większego nacisku na rynek kapitałowy w strategii gospodarczej kraju. Umocowanie strategii w agendzie politycznej i rzeczywista jej realizacja.
Aktywne włączenie się w europejskie prace nad Unią Rynków Kapitałowych zarówno administracji jak uczestników rynku.	Potrzeba rzeczywistego współkształtowania dyrektyw europejskich i ich dobrej implementacji w przyszłości.
Włączenie do oceny skutków regulacji ich wpływu na rynek kapitałowy.	Ulepszenie jakości uchwalanego prawa, większe jego dopasowanie do potrzeb uczestników rynku kapitałowego.
Wprowadzenie kodeksu dobrych praktyk dotyczących postępowania Skarbu Państwa względem kontrolowanych spółek.	Zmniejszenie zależności spółek od bieżących czynników politycznych, większe zaufanie do Skarbu Państwa, zmniejszenie ryzyka wykorzystywania silniejszej pozycji przez państwo w stosunkach z pozostałymi akcjonariuszami.
Rozdzielenie funkcji regulacyjnych i właścicielskich – dokończenie prywatyzacji spółek Skarbu Państwa.	Zmniejszenie roli bieżącej polityki w działalności spółek giełdowych. Zwiększenie efektywności spółek poprzez poddanie ich kontroli rynkowej oraz zwiększenia ochrony interesów akcjonariuszy mniejszościowych.
Uporządkowanie sytuacji prawnej OFE – definitywna prywatyzacja znajdujących się tam środków.	Ostateczne przekazanie obywatelom środków dla nich gromadzonych jest niezbędne do odbudowania zaufania obywateli do polskiego państwa jako gwaranta systemu emerytalnego zakończy też trwający od 2011 roku okres niepewności wokół polskiego rynku kapitałowego.
Nowe podejście do III filaru w sposób łączący poszanowanie wolności z szeroko zakrojonym działaniem zmierzającym do przekonania ludzi dlaczego i – co najważniejsze – jak mają dodatkowo oszczędzać.	Reforma III filaru jest niezbędna w celu zapewnienia obywatelom możliwości uzyskania w przyszłości wyższych emerytur, ale dla gospodarki znaczenie ma także wypełnienie na rynku kapitałowym luki jaką pozostawiły po sobie OFE.
Obniżenie opłat pobieranych przez fundusze inwestycyjne poprzez ujawnienie ich dekompozycji oraz umożliwienie bezpośredniego dotarcia podmiotów do funduszy z pominięciem kosztownych dystrybutorów.	Potrzeba długoterminowego spojrzenia funduszy inwestycyjnych na rynek, zaprzestania krótkowzrocznych praktyk związanych z osiąganiem jak najwyższych zysków w jak najkrótszym czasie. Zwiększenie stopy zwrotu dla inwestora, przyczyni się na dłuższą metę do większego zainteresowania inwestycjami na rynku kapitałowym.
Danie akcjonariuszom realnej możliwości występowania na drodze sądowej przeciwko zarządom spółek między innymi poprzez umożliwienie szerszego wykorzystania pozwów zbiorowych.	Zwiększenie dyscypliny w spółkach (w tym skarbu państwa) i uwrażliwienie ich na interesy akcjonariuszy mniejszościowych w sposób tańszy i skuteczniejszy niż poprzez działania kontrolno-nadzorcze.
Utworzenie centralnego sądu dla rynku kapitałowego.	Szybsze wydawanie merytorycznie trafniejszych wyroków przez rzetelnie przygotowanych do tej działalności sędziów i prokuratorów. Ukrócenie bezkarności spółek dopuszczających się nadużyć i oszustw.



cd. Tabela 1. Zbiorcze rekomendacje dla polskiego rynku kapitałowego.

<p>Wydzielenie osobnego podmiotu, który byłby odpowiedzialny zarówno za nadzór jak i wsparcie rozwoju rynku kapitałowego.</p>	<p>KNF skupiona jest przede wszystkim na sektorze bankowym i nie odpowiada potrzebom pozostałych instytucji rynku kapitałowego. Nowy nadzorca powinien nie tylko pilnować respektowania reguł i dbać o interes konsumentów, lecz również aktywnie wspierać rozwój rynku kapitałowego i mu służyć.</p>
<p>Utworzenie agencji ratingowej oraz huba informacyjnego dostarczających informacji o polskim rynku kapitałowym.</p>	<p>Oficjalna sprawozdawczość dotycząca rynku kapitałowego w Polsce jest bardzo szczupła. Udostępnienie publicznie większej ilości danych zmniejszyłoby koszty analiz spółek, zwiększyło pokrycie analityczne oraz dostęp do informacji. Zwiększyłoby to efektywność działania całego rynku.</p>

Źródło: Opracowanie własne.



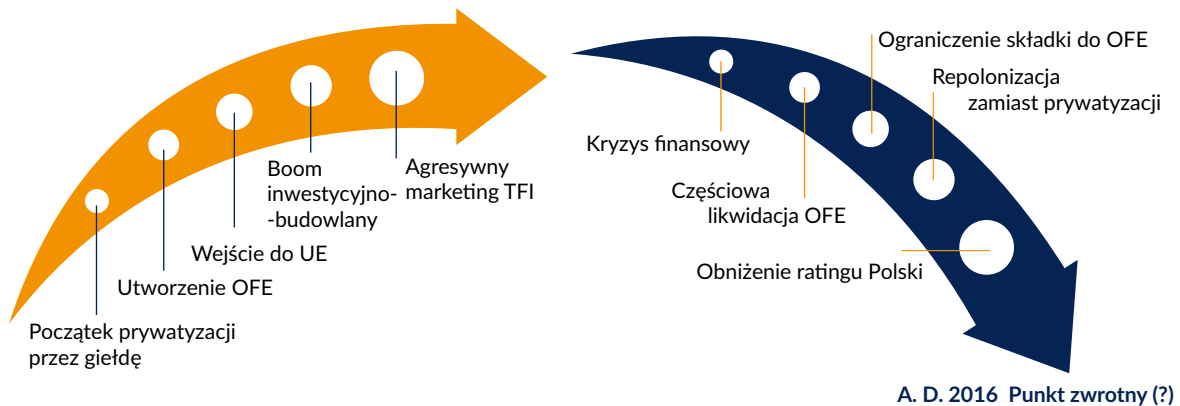
2. Polski rynek kapitałowy: historia, teraźniejszość, przyszłość

2.1. Optymistyczna przeszłość

Dotychczasową historię rozwoju rynku kapitałowego w Polsce można podzielić na dwie fazy (Schemat 1). Pierwszą – optymistyczną przeszłość – rozpoczyna symbolicznie utworzenie Giełdy Papierów Wartościowych w kwietniu 1991 roku. Tej decyzji i wszystkim poprzedzającym ją od początku transformacji przygotowaniom towarzyszyło powszechne poparcie polityczne wynikające z dwóch względów. Po pierwsze, giełda miała stanowić symbol odejścia od gospodarki centralnie planowanej i zarazem znak sukcesu tworzącego się kapitalizmu. Po drugie, decydenci od początku założyli, że odegra ona dużą rolę w procesie prywatyzacji. W przekonaniu Krzysztofa Lisa, pełnomocnika ds. przekształceń własnościowych w rządzie Tadeusza Mazowieckiego, a także pierwszych ministrów odpowiadających za ten proces w latach 1990., rynek regulowany był najlepiej predysponowany do tego, aby prywatyzację przeprowadzić w sposób nie tylko ekonomicznie racjonalny, ale i transparentny, a więc minimalizujący ryzyko pojawienia się grupy oligarchów działających na styku polityki i biznesu.

Zamysł ten zakończył się sukcesem. W pierwszym roku istnienia GPW, wszystkie notowane na niej spółki trafiły tam z rąk państwowego właściciela, a prywatyzacja poprzez giełdę, zakładająca rozproszenie własności i wprowadzenie do dawnych firm państwowych zagranicznych inwestorów branżowych, stała się regułą. Sprzyjało to nie tylko transferowi kapitału i zaawansowanego know-how do zapóźnionych technologicznie, organizacyjnie i produktowo postsocjalistycznych konglomeratów przemysłowych, ale i budowało wysokie (jak na tamten czas) standardy działania rynku lokalnego m.in. w obszarze relacji między spółką a akcjonariuszami mniejszościowymi. Mniejsze i większe prywatyzacje były więc głównym silnikiem napędzającym rozwój nie tylko GPW, ale i otaczającego ją ekosystemu: domów maklerskich, firm doradczych świadczących usługi z zakresu *corporate finance* oraz domów inwestycyjnych. Dzięki konsekwentnej prywatyzacji, ale i uchwaleniu odpowiedniego prawa, powołaniu do życia i stopniowemu udoskonalaniu niezbędnej infrastruktury technicznej oraz instytucjonalnej (GPW, KDPW, organy nadzorcze) zainteresowanie inwestorów warszawskim parkietem stale rosło.

Schemat 1. Rynek kapitałowy w Polsce – poryw lat 1991-2010 i flauta lat 2011-2016.



Źródło: Opracowanie własne.

Kolejnym ważnym etapem pierwszej fazy rozwoju polskiego rynku kapitałowego było utworzenie w 1999 roku Otwartych Funduszy Emerytalnych. Pojawiły się one w samą porę, aby zamortyzować niekorzystną koniunkturę międzynarodową, która na rynek lokalny zawitała po pęknięciu globalnej bańki dotcomów. W latach 2000-2011 OFE dostarczyły nie tylko wsparcia dla kursów już notowanych akcji, ale także przejęły rolę rynekotwórczą dzięki chętnemu włączaniu do swoich portfeli nowych przedsiębiorstw, pochodzących zarówno z prywatyzacji jak i, coraz częściej, z rąk prywatnych. W połączeniu z następnym krokiem milowym, jakim było wejście do UE, działało to zachęcająco na inwestorów krajowych i zagranicznych, którzy coraz bardziej interesowali się warszawskim parkietem. Z zagranicy wywodzili się też niektórzy emitenci, których przyciągały wysokie wyceny i sprzyjający klimat wokół giełdy. Procesy te sprzyjały rozszerzenia ekosystemu giełdy także na podmioty operujące poza rynkiem publicznym, na czele z funduszami typu private equity.

W latach 2000. rozwój polskiego rynku kapitałowego napędzały Otwarte Fundusze Emerytalne, boom poakcesyjny oraz gorączka sprzedażowa na rynku TFI.

Wejście do UE przyniosło również wielki boom inwestycyjno-budowlany związany z przyjęciem *aquis communautaire*, absorpcją przez Polskę funduszy UE, optymizmem konsumpcyjnym i wzrostem cen nieruchomości, napędzanym między innymi łatwo dostępnym kredytem. Na wielkich i małych budowach zarabiały liczne giełdowe spółki, a w atmosferze hossy znakomicie odnalazły się towarzystwa funduszy inwestycyjnych, które pod hasłem „zaczynaj wreszcie zarabiać” sprzedawały jednostki uczestnictwa klientom o bardzo zróżnicowanej wiedzy z zakresu finansów.

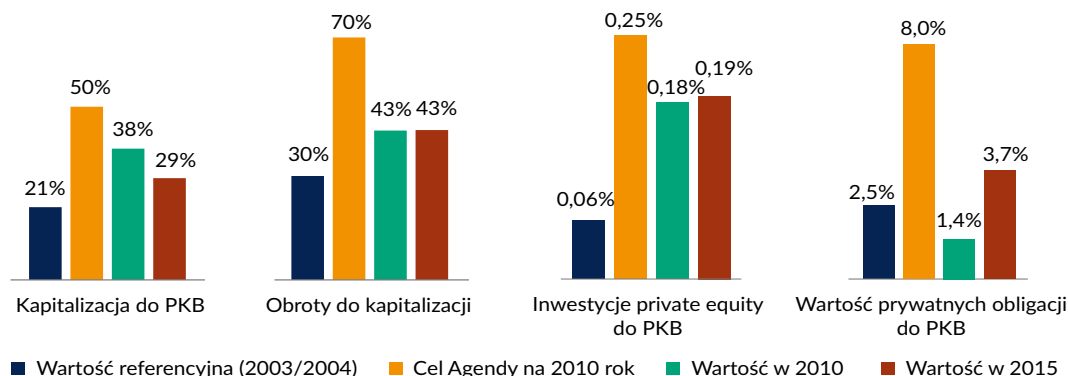


Inwestorzy indywidualni w tym czasie dostarczyli nie tylko środków finansowych, ale swoistej obywatelskiej legitymizacji rodzącego się korporacyjnego kapitalizmu przez co ich aktywność była podwójnie cenna. Jednocześnie jednak wielu z nich cechował brak doświadczenia inwestycyjnego i duża podatność na psychologię tłumu. Na szczęście na rynku istnieli już duzi gracze instytucjonalni, dysponujący znacząco większą wiedzą z zakresu rynku kapitałowego. Model ten funkcjonował z powodzeniem do 2011 roku. Pozwolił on polskiemu rynkowi kapitałowemu rozwinąć się do poziomu nienotowanego nigdzie w regionie, mimo, że jednocześnie maskował szereg niewątpliwych braków, takich jak niedostateczna ochrona inwestorów mniejszościowych (por. rozdział 5 Perspektywa inwestora), wysokie koszty funkcjonowania pośrednictwa inwestycyjnego (por. rozdział 6.4 Fundusze inwestycyjne) czy brak odpowiednio silnych dobrowolnych instytucji wspólnego inwestowania długoterminowego udostępniających szerszym rzeszom społeczeństwa korzyści płynące z giełdy i dbających o utrzymanie na niej wysokich standardów (por. rozdział 6.3 Filar, którego nie ma).

Jednak, jak zauważył Warren Buffet, „gdy przychodzi odpływ, okazuje się, kto pływał nago”. Światowy kryzys finansowy z 2008 roku był właśnie takim odpływem, obnażającym strukturalne i instytucjonalne niedoskonałości polskiego rynku kapitałowego. Jego pierwszą ofiarą padły fundusze inwestycyjne i ich klienci, którzy zanotowali bardzo dotkliwe straty. Według danych portalu Analizy.pl średni wynik funduszu akcyjnego za 2008 rok wyniósł -49,8%. Biorąc pod uwagę naturalną dyspersję stóp zwrotu pomiędzy funduszami oraz to, że niektórzy klienci kupili jednostki uczestnictwa w samym szczycie hossy 2007 roku, łatwo sobie wyobrazić osoby, które poniosły stratę wysokości trzech czwartych zainwestowanych środków. Rozgoryczenie klientów TFI było jednak dopiero początkiem nadchodzących problemów. Niskie stopy zwrotu dały o sobie znać także w OFE (-14,1% w 2008 roku), które pierwszy raz od 2001 roku znalazły się w tyle za ZUS pod względem wartości zwaloryzowanego kapitału emerytalnego. Choć wynik ten był przejściowy, wobec niskiej świadomości reguł rządzących rynkiem kapitałowym i rozgoryczenia szeregu inwestorów indywidualnych, argumentacja wspierająca kapitałowy filar powszechnego systemu emerytalnego stała się politycznie nieatrakcyjna. Równolegle luka w budżecie państwa znacząco wzrosła, co skłoniło polityków do szukania możliwości jej częściowego zapełnienia w środkach kierowanych do tej pory na emerytury kapitałowe. Obniżenie, a następnie likwidacja transferów netto do OFE okazała się w takich warunkach najatrakcyjniejszym politycznie sposobem na przejściowe złagodzenie problemów budżetowych.

Ramka 1. Agenda 2010 – co z niej zostało?

Opracowana w 2004 roku przez Ministerstwo Finansów strategia dla rynku kapitałowego, zwana „Agendą 2010” miała jeden zasadniczy cel – budowę w Polsce regionalnego centrum finansowego z silnym, jak to określono „przemysłem finansowym”. Cel zasadniczy zoperacjonalizowany został przez cztery cele główne o charakterze ilościowym oraz piąty, wyrażony jako wzmocnienie „zaufania inwestorów oraz odpowiednie zabezpieczenie ich praw i interesów” poprzez „wzmocnienie kompetencji i skuteczności nadzoru administracyjnego jak i prywatnych mechanizmów kontrolnych i dochodzeń roszczeń”¹. Jak pokazuje Wykres 1, ilościowe cele udało się zrealizować do 2010 roku mniej więcej w połowie. Potem zaś zapanowała stagnacja lub nawet regres, wyłączony obowiązek korporacyjne (rzeczywiste wartości podano tylko dla rynku Catalyst), których rozwój, choć powolny, trwa aż do dziś. Połowiczność realizacji może być adekwatnym określeniem także w odniesieniu do ostatniego celu, co staramy się pokazać szerzej w rozdziale 5.

cd. Ramka 1. Agenda 2010 – co z niej zostało?
Wykres 1. Ilościowe cele "Agendy 2010" i ich niepełna realizacja.


Źródło: GPW, Eurostat, Invest Europe.

Skoro cele Agendy nie zostały zrealizowane, wypada zapytać, czy jest to skutek niewłaściwie dobranych środków, czy też nienależytego wykonania zaplanowanych działań. Choć niewątpliwie swoją rolę odegrały niesprzyjające czynniki zewnętrzne (światowy kryzys gospodarczy, później kryzys w strefie euro), trudno uznać implementację Agendy za zadowalającą. W najmniejszym stopniu wykonane zostały działania legislacyjne i organizacyjne, znacznie lepiej te o charakterze infrastrukturalnym oraz, przynajmniej do 2011 roku, prywatyzacyjnym. Zaniechano między innymi:

- uelastyczenia i uproszczenia zasad funkcjonowania funduszy inwestycyjnych i funduszy emerytalnych;
- wprowadzenia mechanizmów umożliwiających większą aktywność korporacyjną inwestorów;
- wzmocnienia uprawnień nadzoru w zakresie ścigania przestępstw na rynku regulowanym;
- wprowadzenia rozwiązań fiskalnych stymulujących rozwój rynku kapitałowego;
- stworzenia i wprowadzenia kodeksu dobrych praktyk dla spółek Skarbu Państwa oraz organów administracji państwowej i samorządowej posiadającej udziały w spółkach;
- utworzenia w Sejmie stałej Komisji Usług Finansowych zajmującej się strictly rynkiem finansowym.

Brak postępu w realizacji wymienionych postulatów, tylko w jednym wypadku da się wytłumaczyć okolicznościami zewnętrznymi – brak rozwiązań fiskalnych sprzyjających rynkowi kapitałowemu można zrzucić na karb trudnej sytuacji budżetowej. Z drugiej strony to, że wśród dwudziestu dziewięciu stałych komisji poselskich nie znalazło się miejsce na żadną, której domeną byłyby usługi finansowe świadczy dobitnie o braku zainteresowania polityków tą tematyką. Wymienione w dokumencie zagrożenia i problemy także nie przestały być aktualne. Wśród najważniejszych warto wymienić obawy związane z integracją rynku kapitałowego UE – „Jeśli instytucje finansowe na rynku lokalnym nie wytrzymają presji konkurencyjnej w ramach rynku zintegrowanego może to wpłynąć na jakość i dostępność usług dla firm z sektora MSP² oraz niepokojące już wtedy sygnały płynące z polskich sądów: „nieefektywny system sądownictwa w Polsce – jest to jedna z kluczowych barier rozwoju rynku kapitałowego, gdyż bezpośrednio przekłada się na brak zaufania społecznego do tego segmentu gospodarki oraz wywołuje trudności w stosunkach gospodarczych pomiędzy przedsiębiorstwami jak i inwestorami³”. Nadal aktualność zachowują także niektóre bardziej szczegółowe spostrzeżenia jak na przykład to, że „wśród organizatorów emisji obligacji nieskarbowych na polskim rynku przeważają podmioty będące własnością banków, dla których rynek kapitałowy stanowi konkurencję dla rozwoju rynku kredytowego⁴”.

Źródło: Opracowanie własne.

2.2. Kłopotliwa terażniejszość

Gdyby chcieć wskazać jedną cezurę, od której relacje państwa z rynkiem zaczęły się psuć, byłby to listopad 2010 roku. Jeszcze na początku tego miesiąca nastąpiło bardzo istotne pozytywne wydarzenie zorganizowane przy mocnym politycznym wsparciu – debiut GPW na jej własnym parkiecie. Zorganizowana z tej okazji pod patronatem prezydenta Bronisława Komorowskiego Gala Rynku Kapitałowego obfitowała w ciepłe słowa decydentów pod adresem giełdy. Jednak już zaledwie w kilka tygodni później rząd przedstawił propozycję zmian w systemie emerytalnym, które po krótkiej choć burzliwej dyskusji, weszły w życie. Z punktu widzenia rynku kapitałowego ich kluczowym elementem było ograniczenie składki na OFE i tym samym zawężenie strumienia środków płynących na giełdę. Zmiana ta nie była antycypowana, mimo tego, że projekt był znany z wyprzedzeniem. Powodem było to, że jeszcze w sierpniu 2010 roku premier Donald Tusk deklarował: „definitywnie zamknięte są propozycje, które wywracają system emerytalny. A takimi były te przedstawione przez resort pracy, zakładające m.in. obniżenie składki do OFE czy dobrowolność uczestnictwa w II filarze”⁵. Gwałtowne odejście od tych deklaracji i przeforsowanie w maju 2011 roku zmian w systemie emerytalnym miało bezpośrednie negatywne konsekwencje dla rynku, utrudniając warszawskiemu parkietowi wyjście z bessy wywołanej światowym kryzysem finansowym. Nie od razu zanegowano jednak rolę giełdy w gospodarce. Pamiętna wypowiedź ówczesnego prezesa NBP Marka Belki „Proszę państwa, giełda to jest kasyno”⁶, była w tym okresie – w gronie establishmentu politycznego – głosem odosobnionym. Ton publicznych wypowiedzi zmienił się jednak radykalnie zaledwie dwa lata później – w zapamiętanym jako czarny dla rynku kapitałowego roku 2013.

Pogorszenie się relacji polskiego państwa z rynkiem kapitałowym nastąpiło na fali kryzysu finansowego i kłopotów budżetowych.

Szereg przedstawicieli administracji państwowej i czynnych polityków zaczęło, w kontraście do wcześniejszych deklaracji doceniających rolę rynku kapitałowego w budowie długoterminowych oszczędności, publicznie negować sens lokowania na giełdzie jakichkolwiek środków. W tym gronie znaleźli się m.in. ówczesny Minister Finansów Jan Vincent-Rostowski, niektórzy członkowie rady gospodarczej przy Premierze na czele z jej przewodniczącym, czołowi politycy partii opozycyjnych, a także wielu publicystów i część środowiska akademickiego. Ton tej krytyki zaczął budować jednoznacznie negatywne skojarzenia: giełdy jako kasyna oraz instytucji służącej ludziom bogatym kosztem zwykłego obywatela. Miękką, choć w gruncie rzeczy tożsamą, krytykę polskiego rynku kapitałowego przedstawił nawet Premier Donald Tusk, który w marcu 2014 roku zadeklarował, że co prawda ma „zaufanie do tych mechanizmów”, ale jednocześnie

zaznaczył, że jego zdaniem „emerytura nie powinna być tym „czym należałoby (...) grać na giełdzie. ZUS ma gwarancje, które nie są poddane (...) ryzykom czy hazardom związanym z grą na rynku kapitałowym”⁷. Z kluczowych osób w państwie, wypowiadających się o sprawach gospodarczych, do grona otwartych krytyków rynku kapitałowego nie dołączył tylko Prezydent Bronisław Komorowski, który jednak nie skorzystał także z przysługującego mu prawa weta w odniesieniu do ustaw znacząco zmieniających działanie Otwartych Funduszy Emerytalnych i w ten sposób podmywających jeden z filarów do tej pory gwarantujących rozwój polskiej giełdy.

Mimo, że od 2015 roku retoryka polityczna pod adresem rynku kapitałowego ponownie się poprawiła, wydaje się, że stało się tak po części za sprawą niskiej pozycji, jaką obszar ten zajął w głównym nurcie debaty politycznej. Pretekstem do pozytywnych deklaracji stała się dwudziesta piąta rocznica Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Na gali z tego tytułu, podążając śladami swojego poprzednika, Prezydent Andrzej Duda nazwał GPW „symbolem polskiego sukcesu przemian” i dodał, że wierzy w to, iż „przed warszawską giełdą jest świetlana przyszłość (...) na następne 25 lat”⁸. Takie deklaracje bez wątplenia krzepią uczestników rynku, jednak nie pozwalają stwierdzić, że jego rozwój wrócił na listę politycznych priorytetów. Od ogłoszenia ostatniej oficjalnej państwowej strategii rynku kapitałowego⁹ (Ramka 1) minęło aż dwanaście lat, a większość jej kluczowych postulatów nie została zrealizowana. Administracji i biznesowi brakuje więc wyraźnego drogowskazu wskazującego zamierzenia i plany rządu na tym kluczowym dla gospodarki polu. Otwiera to drzwi do źle rozumianej pragmatyki, czyli zachowań, które jak w sprawie OFE, przynoszą doraźne korzyści polityczne mimo, że na dłuższą metę szkodzą potencjałowi gospodarczemu kraju.

Taką niedobłą pragmatykę widać w zachowaniu przedstawicieli administracji publicznej wobec spółek skarbu państwa co najmniej od 2011 roku. Po sprzedaniu ostatnich dużych pakietów akcji i zaniechaniu prywatyzacji wyraźnie osłabło bowiem zainteresowanie polityki utrzymywaniem dobrych relacji z rynkiem. Efektem było szereg działań, które wprost (por. rozdział 4) godziły w interesy akcjonariuszy mniejszościowych spółek Skarbu Państwa. Wyraźnych oznak zmiany tego kursu jak dotąd nie widać, bowiem rynek nadal bywa zaskakiwany działaniami legislacyjnymi lub praktyką właścicielską Skarbu Państwa, w negatywny sposób oddziałującymi na zaufanie inwestorów do warszawskiej giełdy oraz obowiązujące na niej standardy.

Nie oznacza to, że nowy rząd nie dostrzegł ekonomicznego znaczenia giełdy dla rozwoju gospodarczego Polski. Wręcz przeciwnie. W projekcie Strategii na Rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju (SOR) można przeczytać, że lokalne rynki kapitałowe „mają (...) do odegrania ważną rolę w rozwoju społeczno-gospodarczym”¹⁰. Zapowiedziano w nim realizację projektu „Rynek kapitałowy”, który ma skutkować „wzrostem znaczenia finansowania udziałowego oraz emisji instrumentów dłużnych w polskiej gospodarce”¹¹ oraz podniesieniem „znaczenia Warszawy na europejskiej mapie finansowej”. Strategia deklaruje także opracowanie i wdrożenie Programu Budowy Kapitału – nowego prywatnego i dobrowolnego systemu oszczędzania, który miałby zastąpić dotychczasowy system OFE. Do zapowiedzi tych wielu uczestników rynku, z którymi przeprowadzaliśmy wywiady, odnosi się bardzo pozytywnie, choć jednocześnie brakuje im pewności, czy doczekają się one realizacji i czy przyjęte rozwiązania będą odpowiedniej jakości.

Obawy te wzmacnia – obok negatywnych doświadczeń ostatnich kilku lat – także to, że w polskim systemie nadal brakuje instytucji państwowej, której głównym zadaniem byłoby dbanie o rozwój polskiego rynku kapitałowego. Wydaje się, że tej roli nie pełni ani KNF (rynek kapitałowy nie ma w Komisji nawet wiceprzewodniczącego), ani Ministerstwo Finansów, przy którym dekadę temu prężnie działała Rada Rozwoju Rynku Kapitałowego, ani likwidowane Ministerstwo Skarbu, ani nawet Ministerstwo Rozwoju zajęte tak wieloma różnymi projektami modernizacyjnymi, że kwestie rozwoju polskiej giełdy i ekosystemu wokół niej wydają się schodzić na nieco dalszy plan. W rezultacie tego stanu rzeczy w publikowanych dokumentach rządowych – choć kierunkowo słusznych – brakuje kluczowych szczegółów w tak ważnych dla rynku sferach jak opodatkowanie zysków kapitałowych (m.in. jednolita danina, FIZ), system emerytalny (m.in. Program Budowy Kapitału, sprawa OFE), strategia właścicielska wobec przedsiębiorstw będących współwłasnością Skarbu Państwa czy standardy nadzoru nad rynkiem.

Rynek kapitałowy został osierocony przez polityków, którzy w odróżnieniu od lat 1990. przestali interesować się jego rozwojem.

Dużą obawę budzi także niejasne stanowisko Polski wobec Unii Rynków Kapitałowych (URK), kluczowego dokumentu europejskiego, który może mieć równie znaczące implikacje dla przyszłości polskiego rynku kapitałowego, jak reformy wewnętrzne. Ten brak jasności zaskakuje także dlatego, że zapisy Strategii Odpowiedzialnego Rozwoju bezpośrednio przywołują URK w kontekście zapowiadanej przez siebie nowej „Strategii rynku kapitałowego”. Nasi rozmówcy wielokrotnie zwracali uwagę, że przedstawiciele Polski – zarówno administracji jak i organizacji branżowych – w zasadzie są nieobecni w europejskich dyskusjach wokół Unii Rynków Kapitałowych. Bez zaangażowania strony polskiej (zarówno publicznej jak i prywatnej) w prace nad najważniejszym europejskim pakietem regulacyjnym dotyczącym rynku kapitałowego trudno liczyć, by niepewność co do perspektyw rozwoju polskiego rynku w najbliższej przyszłości zmaleła.

2.3. Niepewna przyszłość

Obawy o przyszłość Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie i ekosystemu ją otaczającego wynikają z wątpliwości dwojakiego rodzaju. Po pierwsze nie wiadomo, czy w dostatecznie szybkim czasie potrafimy dobrze zidentyfikować oraz zaadresować podstawowe bolączki instytucjonalno-regulacyjne trapiące nasz rynek kapitałowy. By wspomóc ten proces, w kolejnych rozdziałach przedstawiliśmy obszerną diagnozę głównych jego słabości, proponując jednocześnie pakiet rekomendacji, których wdrożenie powinno wzmocnić jego rozwój w najbliższych kilkunastu latach.

Po drugie, niepewność wiąże się z postulatem Komisji Europejskiej powołania Unii Rynków Kapitałowych i kierunkiem zmian jaki w związku z tym się stopniowo zarysowuje.

Mała aktywność polskiej administracji i organizacji branżowych na forum europejskim zwiększa niepewność wokół Unii Rynków Kapitałowych.

URK jest szeroko zakrojonym pakietem reform instytucjonalno-organizacyjnych mających na celu: (i) zwiększenie udziału finansowania niebankowego przedsiębiorstw w Unii Europejskiej, (ii) pogłębienie wspólnego rynku usług finansowych oraz (iii) promocję wzrostu i zatrudnienia w krajach członkowskich. U jej podłoża leży przekonanie, że europejski rynek finansowy jest strukturalnie słabszy od rynku amerykańskiego, a główną przyczyną tego stanu rzeczy jest zbyt duża rola jaką pełnią w nim banki oraz zbyt duża segmentacja europejskich rynków kapitałowych. Zdaniem KE „segmentacji nie da się przewyciężyć bez pełnego dostosowania warunków instytucjonalnych do najlepszych europejskich praktyk”¹². Wśród obszarów, gdzie takie dostosowanie miałyby nastąpić, Komisja wymienia: prawo podatkowe, upadłościowe, prawo o emisjach akcji i obligacji oraz standardy rachunkowości. W szczególności projektowana jest harmonizacja zasad odzyskiwania nienależnych podatków przez fundusze inwestycyjne (unikanie podwójnego opodatkowania), ujednoczenie na poziomie europejskim zasad restrukturyzacji przedsiębiorstw, nowelizacja dyrektywy prospektowej umożliwiającej emisję publiczną akcji skierowaną do inwestorów z całej UE w oparciu o jeden wystandaryzowany dokument, a także stworzenie analogicznego rozwiązania dla emisji niepublicznej. Ponadto KE rozważa jednolite standardy odnośnie crowdfundingu, który mógłby stanowić ważne wsparcie dla finansowania wczesnego etapu działalności przedsiębiorstw, a który obecnie funkcjonuje wyłącznie wewnątrz poszczególnych państw członkowskich.

Z perspektywy polskiej te zapowiedzi można traktować jednocześnie z nadzieją i obawą. Z jednej strony jest to szansa na znaczne podniesienie jakości standardów działania giełdy i jej otoczenia do najlepszego europejskiego poziomu. Z drugiej strony, można mieć uzasadnione wątpliwości, czy skok ten nie będzie zbyt duży i trudny do wykonania przez na wespół rozwinięty rynek krajowy. W scenariuszu pesymistycznym URK może stać się raczej ciężarem niż szansą dla rynku polskiego. Stanie się tak, jeśli jakość egzekucji i wdrażania regulacji europejskich na poziomie krajowym nie będzie wystarczająca lub gdy regulacje europejskie nie będą dostosowane do potrzeb lokalnych. W tym kontekście poważnym obciążeniem może okazać się, wskazywana przez naszych rozmówców, bierność administracji publicznej i organizacji branżowych w opiniowaniu rozwiązań przygotowywanych przez Komisję Europejską. Bez aktywnego propagowania potrzeb strony polskiej na forum europejskim ryzykujemy, że nie zostaną one właściwie odzwierciedlone w przygotowanych w Brukseli regulacjach. W kolejnej fazie może się okazać, że wdrażanie prawa, które powstało bez zaangażowania aktorów lokalnych będzie trudne nawet przy najlepszych intencjach obu stron. Będzie ono bowiem gorzej rozumiane i słabiej zinternalizowane przez rynek

lokalny. Z drugiej strony może okazać się, że niektóre rozwiązania wypracowane dla całej UE okażą się z perspektywy czasu suboptymalne dla GPW lub innych, relatywnie mniej rozwiniętych rynków europejskich. By nie szukać daleko, obecna rewizja dyrektywy prospektowej wynika między innymi z wcześniejszych działań KE, które doprowadziły do nadmiernego wzrostu objętości prospektów podnoszącego koszty emisji zwłaszcza dla mniejszych firm¹³. Podobnie, polskie domy maklerskie skarżą się, że dyrektywa MIFID 2 wymaga od nich takiej samej sprawozdawczości jak od banków inwestycyjnych działających w Londynie – niewykluczone, że w tym wypadku śrubowanie standardów niedostosowane do etapu rozwoju rynku ten rozwój blokuje.

Unia Rynków Kapitałowych może być zarówno szansą, jak i zagrożeniem dla polskiego rynku.

Co charakterystyczne, obie wymienione regulacje powstały przy faktycznej bierności aktorów polskich tak w fazie projektowania, jak konsultowania dyrektyw z interesariuszami europejskimi. Przykład ten ilustruje zagrożenie jakim może być nadmierna pasywność regulatorów i uczestników polskiego rynku kapitałowego wobec procesów regulacyjnych mających ponadlokalne konsekwencje. Sama KE dostrzega to zagrożenie, pisząc że „URK nie ma na celu sprowadzenia systemów finansowych do jednego uniwersalnego wzorca, ponieważ żadna uniwersalna struktura nie byłaby optymalna dla każdego Państwa Członkowskiego”¹⁴. Pod sam koniec jednego z dokumentów można przeczytać nawet, że „URK ma dopingować pojawienie się nowych, jak też rozwój istniejących lokalnych centrów finansowych, takich jak na przykład warszawska Giełda Papierów Wartościowych czy rynek alternatywny NewConnect”. Jednak już w następnym zdaniu dowiadujemy się, że „Takie nowe centra finansowe powinny rozwinąć wysokie kompetencje w wyspecjalizowanych niszach obsługujących przedsiębiorstwa i inwestorów w ich specyficznych potrzebach finansowych oraz inwestycyjnych”¹⁵. Choć więc przestrzeń do poprawy jakości regulacji wytyczających ramy działania rynku kapitałowego jest w Polsce bardzo duża, to w tak złożonych kwestiach jak prawo upadłościowe, zasady dopuszczenia akcji do obrotu czy podatki można by oczekiwać dużej aktywności polskiej administracji i organizacji branżowych na forum europejskim już w momencie gdy prawo to jest kształtowane, a nie ex-post, kiedy szczegółowe rozwiązania zostaną już uzgodnione i wdrożone.

3. Doświadczenia światowe

3.1. Wymiary rozwoju

Indeks rynku kapitałowego

Pod pojęciem rozwiniętego rynku kapitałowego rozumiemy rynek łączący wysoką jakość usług pośrednictwa finansowego z szeroką skalą działania. Z wysoką jakością mamy do czynienia wtedy, gdy inwestorzy zyskują realną szansę znalezienia ponadprzeciętnych projektów inwestycyjnych, a relatywnie niewielka część ich środków trafia do źle zaprojektowanych przedsięwzięć. Oczywiście, ze względu na nieusuwalny związek między przedsiębiorczością a ryzykiem, nie oznacza to, że rozwinięty rynek kapitałowy ogranicza się do finansowania tylko pewnych projektów inwestycyjnych. Wprost przeciwnie, zakładamy, że stwarza on szerokie pole do eksperymentowania, kojarząc inwestorów o zróżnicowanych profilach ryzyka z odpowiadającymi ich preferencjom pomysłami biznesowymi. Jego zadaniem jest przy tym możliwie najdokładniejsza identyfikacja i najadekwatniejsze wsparcie najlepszych idei jakie pojawiły się w głowach przedsiębiorców w danym czasie.

Za dobrze rozwinięte będziemy więc uważać te rynki, które wywiązują się ze swojego zadania skutecznie, czego świadectwem może być m.in. wysoka stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału, znaczący udział młodych firm w czołowych indeksach giełdowych, albo intensywne obroty walorami notowanymi na giełdzie. Z punktu widzenia makroekonomicznego ważne jest jednak także, aby mechanizm łączenia inwestorów i firm był powszechny. Nawet najlepiej funkcjonujący rynek kapitałowy nie będzie miał bowiem istotnego znaczenia dla rozwoju gospodarczego danego kraju, jeśli będzie mały. Dlatego drugą, obok wysokiej jakości świadczonych usług finansowych, cechą jaką naszym zdaniem wyróżnia rozwinięte rynki kapitałowe, jest szeroka skala działania. Utożsamiamy ją z wysokim wolumenem transferu kapitału od inwestorów do przedsiębiorstw (i odwrotnie), a także dużym znaczeniem giełdy i całego rynku kapitałowego dla przedsiębiorców prywatnych w danym kraju. By umożliwić łatwe porównanie różnych rynków kapitałowych na potrzeby niniejszego opracowania stworzyliśmy syntetyczną miarę – **WiseEuropa Capital Market Index (WE CMI)** – wyznaczoną w oparciu o siedem niezależnych składowych:

1. kapitalizację rynkową krajowych spółek publicznych w relacji do PKB;
2. liczbę spółek notowanych na rynkach publicznych w przeliczeniu na milion mieszkańców;
3. wartość emisji obligacji w relacji do PKB;
4. udział rynków kapitałowych w finansowaniu przedsiębiorstw;
5. stosunek obrotów na lokalnej giełdzie do jej kapitalizacji;

6. udział młodych firm w czołowych indeksach giełdowych;
7. długookresową historyczną stopę zwrotu na rynku akcji.

Pierwsze trzy zmienne odzwierciedlają skalę działania rynku kapitałowego – znaczenie jakie może on mieć dla całej aktywności gospodarczej w danym kraju. Zadaniem pozostałych, jest opisanie jego jakości – ekonomicznej wartości, jaką przynosi firmom i inwestorom poszukującym okazji inwestycyjnych. Jednocześnie zmienna nr 4 – udział rynków kapitałowych w finansowaniu przedsiębiorstw – odzwierciedla zarówno skalę działania jak i atrakcyjność rynku kapitałowego dla firm poszukujących finansowania, można ją więc przypisać do obu interesujących nas kategorii.

WE CMI mierzy poziom rozwoju rynków kapitałowych na świecie.

Kapitalizacja (wskaźnik 1) jest bez wątpienia jedną z najczęściej stosowanych miar rozwoju rynku kapitałowego. Wysoka wartość rynkowa akcji sugeruje, że gospodarka w istotny sposób korzysta lub korzystała w przeszłości z finansowania poprzez rynek regulowany. Wadą tej miary jest ignorowanie rzeczywistej aktywności rynkowej. Tak samo traktuje ona rynki, na których akcje trzymane są przez wąską i niezmienną się w czasie grupę inwestorów oraz takie, na których przepływ własności jest duży i angażujący licznych uczestników. Podobnie, ten sam poziom kapitalizacji może wiązać się zarówno ze znaczną koncentracją własności w zaledwie kilku dużych przedsiębiorstwach, jak i z jej rozproszeniem między wiele mniejszych, lecz różnorodnych przedsięwzięć. Ogólnie rzecz biorąc, kapitalizacja mierząca ekonomiczne znaczenie spółek publicznych, nawet jeśli nie emitują one już akcji¹⁶, jest jedynie grubym przybliżeniem znaczenia rynku kapitałowego dla gospodarki i jako taka musi być uzupełniona innymi miarami.

Taką miarą może być liczba spółek dopuszczonych do obrotu w przeliczeniu na jednego mieszkańca (wskaźnik 2). Gdy jest ona duża, wskazuje to ceteris paribus na większą różnorodnością projektów, na które przedsiębiorcy poszukują finansowania – przestrzeń rynkowa jest zatem bardziej otwarta na nowych graczy. Z drugiej strony wskaźnik ten może dawać zafałszowany obraz, jeśli zdecydowana większość notowanych spółek jest mała i przez to nieznacząca z punktu widzenia całości gospodarki, a niemal cała kapitalizacja wynika z kilku podmiotów.

Ponieważ emisja akcji nie jest jedynym sposobem pozyskiwania finansowania poprzez rynki kapitałowe, w indeksie uwzględniamy także emisję obligacji w relacji do PKB (wskaźnik 3). Zaletą oddzielnego brania pod uwagę wartości emisji obligacji jest to, że rynek ten nieustannie poddawany jest testowi inwestycyjnemu – kilkuletni zwykle termin zapadalności wymusza częste ponowne emisje, podczas gdy spółki akcyjne o dużej kapitalizacji mogą przez dekady trwać w istnieniu

na mało aktywnym rynku. Rozwój rynku obligacji wymaga ponadto większej dojrzałości całego systemu finansowego, a nie tylko rynku kapitałowego jako takiego. Po pierwsze, konieczny jest odpowiedni poziom stabilności i przewidywalności stóp procentowych, a więc także makro stabilności gospodarki. Po drugie, standardy w zakresie ochrony obligatariuszy muszą być odpowiednio wysokie, ponieważ tylko wtedy obligacje mogą stanowić konkurencyjną ofertę względem kredytów bankowych. Z tych powodów można oczekiwać, że kraje o najbardziej zaawansowanych rynkach kapitałowych obok rynku akcji będą dysponować także rozwiniętym rynkiem obligacji korporacyjnych.

Zarówno o skali rynku kapitałowego, jak i jego jakości może świadczyć względne znaczenie jakie rynek kapitałowy ma w finansowaniu przedsiębiorstw (wskaźnik 4). Wskaźnik ten obliczamy jako iloraz sumy wartości wyemitowanych przez przedsiębiorstwa obligacji oraz akcji będących przedmiotem obrotu publicznego przez całkowitą wartość uzyskanego przez firmy zewnętrznego finansowania, a więc wartość akcji, obligacji i kredytów bankowych. Im wyższy udział finansowania przez rynek kapitałowy, tym względnie większa jego rola w gospodarce. Nie znaczy to jednak automatycznie, że w sensie absolutnym rola rynku kapitałowego jest znacząca – wysoka wartość wskaźnika może być skutkiem niedorozwoju całego sektora finansowego lub tylko sektora bankowego. Niewątpliwą zaletą tej miary jest jednak wzięcie pod uwagę, oprócz rynku akcji, także obligacji korporacyjnych.

Rozwinięty rynek kapitałowy łączy wysoką jakość usług pośrednictwa finansowego z szeroką skalą działania.

Jakość usług świadczonych przez rynek kapitałowy gospodarce można w przybliżeniu ocenić poprzez analizę relacji między obrotami na lokalnej giełdzie a jej kapitalizacją (wskaźnik 5). Wysokie obroty świadczą o prężnym rynku kapitałowym. Duża liczba transakcji oznacza, że można łatwo kupować i sprzedawać aktywa, a sygnały cenowe wysyłane przez rynek są wiarygodne. Same obroty mogą być jednak zwodnicze jeśli generuje je kilka dużych i płynnych spółek często kupowanych i sprzedawanych na parkiecie o niskiej kapitalizacji. Ponadto, jak zwracają uwagę Rajan i Zingales¹⁷, pomiar obrotów nie jest zbyt precyzyjny, ponieważ rzadko kiedy w statystykach udaje się uchwycić zarówno transakcje przechodzące przez rynek regulowany, jak i te, które odbywają się poza giełdą. Dlatego wskaźnik ten jedynie w przybliżony sposób oddaje jakość usług jakie rynek daje inwestorom i spółkom.

Wskaźnikiem uzupełniającym tę lukę jest długookresowa stopa zwrotu na rynku akcji (wskaźnik 6). O ile wysokie obroty i kapitalizacja mogą wskazywać na istotność lokalnego rynku dla firm w pozyskiwaniu finansowania, to na dłuższą metę liczy się także satysfakcja inwestorów. Jeżeli nie będą zarabiać, nie będą też lokować kolejnych środków, dlatego przyszłość rynku

systematycznie oferującego niskie stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału stoi pod znakiem zapytania. Niskie długookresowe stopy zwrotu poddają także w wątpliwość strukturalne cechy danego rynku, takie jak swoboda wejścia nowych spółek, ochrona inwestorów mniejszościowych, transparentność, poszanowanie prawa itp.

Zadaniem rynku kapitałowego jest również wspieranie wzrostu młodych przedsiębiorstw. Dlatego ostatnią składową indeksu jest udział młodych firm w czołowych indeksach giełdowych (wskaźnik 7). Choć na każdej giełdzie ważną rolę odgrywają firmy z tradycjami, systematyczny brak nowych graczy w czołówce indeksów źle świadczy o procesach konkurencji w gospodarce, w tym konkurencji o pozyskiwanie finansowania. Przez kilkanaście-kilkadziesiąt lat na rozwiniętym rynku kapitałowym dzięki akumulacji zysków i emisji akcji przynajmniej część przedsiębiorstw powinna urosnąć na tyle, by trafić do krajowej czołówki. Dlatego za bardziej rozwinięte należy uznać te rynki, na których rotacja firm w czołówce jest relatywnie wysoka, a za mniej rozwinięte te, na których lista firm o największej kapitalizacji niewiele się zmienia w czasie.

Liderzy i maruderzy

Konstrukcja indeksu rynku kapitałowego WE CMI jest analogiczna do indeksu HDI stworzonego przez Organizację Narodów Zjednoczonych do oceny poziomu zaawansowania rozwoju społecznego w skali międzynarodowej. W każdym z wyodrębnionych siedmiu wymiarów poszczególnym rynkom przypisujemy liczbę z przedziału (0,1). Odzwierciedla ona relację między wielkością danej zmiennej na analizowanym rynku, a zewnętrzną, wartością referencyjną, jaką spodziewalibyśmy zaobserwować na rynku „idealnym” pod określonym kątem. Wielkość tę wyznaczamy ekspercko, kierując się jednak analizą całego dostępnego zbioru danych. Wartość jeden w danym wymiarze otrzymują więc te rynki, które osiągnęły lub przekroczyły poziom odniesienia. Pozostałym rynkom przypisujemy odpowiednio mniejsze liczby, proporcjonalnie do odległości jaka dzieli je od hipotetycznego „ideału”. W ostatnim kroku wartość WE CMI dla danego kraju obliczamy jako średnią geometryczną z wszystkich siedmiu subindeksów składowych. Szczegóły indeksu przedstawia Aneks.

Indeks ograniczyliśmy do gospodarek rozwiniętych, nie uwzględniając rynków wschodzących. Głównym powodem tego wyboru była zbyt krótka historia działania większości z nich, rzutująca zarówno na osiągnięte stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału, jak i dużą zmienność w czasie niektórych wskaźników. Ich dodanie do próby wiązałoby się z istotnym zwiększeniem poziomu szumu informacyjnego. Przykładowo, kapitalizacja giełdy w Argentynie w 1992 roku wynosiła zaledwie 8,6%. W dziesięć lat później było to aż 94%, znacznie więcej niż w typowym kraju rozwiniętym. Ten spektakularny „sukces” nie trwał jednak długo – do 2012 roku kapitalizacja ponownie spadła do 6,5%. Dzięki zawężeniu badania do gospodarek rozwiniętych i rynków kapitałowych o dostatecznie długiej historii możliwe było uniknięcie zaburzenia interesującego nas obrazu, przez fluktuacje charakteryzujące rynki znajdujące się we wczesnej fazie swojego rozwoju. Dodatkowo większa dostępność danych finansowych dla państw OECD umożliwiła bardziej szczegółową charakterystykę zjawiska rozwoju rynku kapitałowego nie tylko w chwili obecnej, ale także w przeszłości.*

* Analiza ta będzie przedmiotem odrębnej publikacji.

Najlepsze rynki kapitałowe na świecie charakteryzują się dobrymi wynikami we wszystkich analizowanych wymiarach.

Ponieważ celem niniejszego opracowania jest analiza perspektyw rozwoju rynku polskiego i przedstawienie na ich podstawie rekomendacji dla polityki publicznej, uczyniliśmy od tej reguły jeden wyjątek, obliczając wartość WE CMI także dla GPW. Zrobiliśmy to wychodząc z założenia, że polski rynek kapitałowy aspiruje do roli, jaką jego odpowiedniki pełnią w krajach rozwiniętych. Poza nielicznymi wyjątkami, jak Korea Południowa, Chile czy niedawno Turcja (a i w tych przypadkach jest sporo wątpliwości), rynki wschodzące wydają się być zbyt niestabilne, by za taki punkt odniesienia służyć. Z początkowych 21 rynków rozwiniętych, dla których danymi dysponujemy z analizy porównawczej, zdecydowaliśmy się wykluczyć dwa: austriacki i irlandzki, ponieważ pozostają one w ścisłej symbiozie z sąsiadami (odpowiednio: Frankfurtem i Londynem, a pośrednio także Nowym Jorkiem). W rezultacie trudno w ich wypadku mówić o niezależnym, pół-zamkniętym ekosystemie złożonym z analityków, inwestorów i spółek, którego analiza jest przedmiotem niniejszego opracowania. Wykluczenie Wiednia i Dublina z analiz porównawczych (lecz nie indeksu) podyktowane było przekonaniem, że w wypadku gospodarki austriackiej i irlandzkiej funkcja rozwojowa wypełniana jest w większym stopniu przez rynek niemiecki i brytyjski niż rynki lokalne, których względny niedorozwój jest raczej skutkiem braku barier kulturowych w obliczu sąsiedztwa potężnych centrów, niż specyficznych cech systemów gospodarczych Austrii i Irlandii.

Tabela 2. Ranking rozwiniętych rynków kapitałowych dla roku 2015 – WiseEuropa Capital Market Index (WE-CMI).

	Kapitalizacja	Liczba spółek	Obroty do kapitalizacji	Obligacje (średnia trzyletnia)	Udział rynku	Stopa zwrotu od 1950 roku	Udział młodych	WE CMI	Kategoria
Wielka Brytania	0,76	0,98	0,62	0,8	0,67	0,71	0,65	0,73	Liderzy
USA	0,96	0,37	1	0,86	0,8	0,59	0,73	0,72	
Kanada	0,77	1	0,64	0,65	0,64	0,5	0,63	0,67	
Szwajcaria	1	0,85	0,51	0,8	0,73	0,63	0,25	0,63	Wice-liderzy
Hiszpania	0,54	1	0,87	0,39	0,32	0,51	0,93	0,6	
Norwegia	0,34	1	0,47	0,59	0,39	0,7	1	0,59	
Szwecja	0,62	1	0,75	0,63	0,44	0,97	0,17	0,57	
RPA	1	0,19	0,34	0,25	0,92	0,88	1	0,54	
Dania	0,55	0,38	0,54	0,64	0,53	0,62	0,38	0,51	Średniacy
Francja	0,41	0,89	0,54	0,34	0,45	0,83	0,38	0,51	
Holandia	0,63	0,18	0,65	0,63	0,41	0,71	0,6	0,5	
Australia	0,58	1	0,6	0,47	0,61	0,64	0,13	0,5	
Nowa Zelandia	0,3	0,92	0,15	0,63	0,42	0,61	1	0,49	
Japonia	0,62	0,78	1	0,26	0,55	0,48	0,17	0,48	
Finlandia	0,38	0,63	0,86	0,48	0,49	0,96	0,1	0,46	
Belgia	0,48	0,4	0,34	0,58	0,37	0,64	0,5	0,46	
Niemcy	0,34	0,24	0,81	0,48	0,53	0,62	0,25	0,43	
Irlandia	0,48	0,26	0,11	0,48	0,23	0,71	0,88	0,37	Maruderzy
Portugalia	0,23	0,12	0,54	0,47	0,34	0,34	0,97	0,36	
Polska	0,26	0,64	0,38	0,03	0,46	0,47	0,83	0,32	
Austria	0,18	0,24	0,24	0,25	0,31	0,37	0,38	0,27	
Włochy	0,14	0,13	1	0,3	0,28	0,16	0,25	0,25	

Źródło: Opracowanie własne.

Na podstawie przygotowanego zestawienia można podzielić rynki rozwinięte na cztery grupy. Pierwszą stanowią „liderzy” na czele z Wielką Brytanią. W tych krajach rynek kapitałowy ma się bardzo dobrze, wykazując jedynie drobne deficyty. W USA jest to przede wszystkim niska i od lat spadająca liczba spółek publicznych, a w Kanadzie nieco rozczarowujące stopy zwrotu. Poza tym obserwuje się dużą zgodność wskazań prezentowanych przez pozostałe miary. Szczególnie symptomatyczny jest przypadek Wielkiej Brytanii, która wygrywa ranking, nie zajmując pierwszego ani drugiego miejsca w żadnej z badanych kategorii, zawsze jednak lokując się w pierwszej dziesiątce. Taki harmonijny rozwój stanowi, oprócz wysokiej przeciętnej wartości badanych wskaźników, kluczowy element odróżniający liderów od pozostałych wyróżnionych kategorii rynków kapitałowych. Z tego powodu przeanalizowanie strategii wobec rynku kapitałowego krajów-liderów, a zwłaszcza w Wielkiej Brytanii, stanowiło ważny etap prac. Wychodzimy tu z założenia, że stosowane tam podejście generalnie daje największą szansę na budowę rozwiniętego, a jednocześnie zrównoważonego rynku kapitałowego. Ten element jest o tyle istotny, że wiele szczegółowych rozwiązań regulacyjnych generuje szereg efektów ubocznych tak, że bez dobrania odpowiedniej ich kombinacji budowa rynku pozbawionego mniejszych lub większych deficytów rozwojowych może być niemożliwa.

Druga grupa, „wieliderzy”, składa się z krajów, w których rynek kapitałowy także jest dobrze rozwinięty, jednak w jednej lub kilku z analizowanych kategorii przejawia istotne braki lub niedociągnięcia. W Szwajcarii i w Szwecji giełdy w znacznie mniejszym stopniu niż rynki anglosaskie stanowią platformę dla rozwoju nowych, dynamicznych firm przemysłowych i usługowych. W Hiszpanii problemem jest relatywny niedorozwój rynku obligacji i, po części w konsekwencji tego faktu, mały udział finansowania pozabankowego. Rynek w Norwegii działa dość sprawnie, ale jest zbyt mały w stosunku do gospodarki, by kraj ten można zaliczyć do rynkowych liderów. Wreszcie RPA, które pod pewnymi względami nawet przewyższa czołówkę rankingu, ale znalazło się w grupie wieliderów, ponieważ znakomite wyniki w większości kategorii równoważą aż trzy słabości: niewielka liczba spółek, małe obroty oraz słabo rozwinięty rynek obligacji. Mimo wymienionych niedociągnięć wieliderzy są grupą od której także sporo można się nauczyć, ponieważ wiele problemów strukturalnych blokujących rozwój rynku kapitałowego udało im się rozwiązać w na tyle skutecznie, że część z nich (np. Szwajcaria i Szwecja) w najbliższej dekadzie może nawet trafić do grona liderów.

Mimo dwudziestu pięciu lat rozwoju, polskiemu rynkowi kapitałowemu nadal daleko do liderów i wieliderów światowych.

Trzecia grupa, „średniacy”, to kraje, w których rynek kapitałowy pełni ważną rolę w gospodarce, jednak dystans rozwojowy od światowych liderów jest znaczący, a funkcjonowanie rynku w wielu obszarach istotnie zaburzone. Wyjątkiem w tym względzie jest Francja, która odnotowuje gorsze niż liderzy, choć zrównoważone wyniki w każdej kategorii. Kraje trzeciej grupy, choć

osiągnięty na polu rozwoju rynku kapitałowego znacznie większy sukces niż te z końca tabeli, nie mogą stanowić pozytywnego wzorca rozwojowego. W ich wypadku wyraźnie widać, że skomplikowany proces budowy lokalnego rynku nie zakończył się pełnym sukcesem i póki co nie zmierza w tę stronę ujawniając deficyty nie tylko samego rynku, ale i całej gospodarki.

W czwartej grupie, „maruderów”, znalazły się cztery kraje o słabo rozwiniętym rynku kapitałowym: Irlandia, Portugalia, Włochy i Austria. Do tego zestawienia trafiłaby także Polska, gdyby włączyć ją do porównania na analogicznych zasadach, a więc pod warunkiem zawieszenia założenia o funkcjonowaniu rynku przez co najmniej pięćdziesiąt lat*. Grupa maruderów charakteryzuje się dużymi brakami w większości analizowanych kategorii oraz incydentalnymi pozytywnymi wynikami. Maruderzy stanowią więc zarazem test dla przyjętej metody badawczej, potwierdzając konieczność możliwie wszechstronnej oceny różnych aspektów rozwoju rynku kapitałowego. Wynik Polski należy interpretować nieco inaczej. Nasz kraj do niedawna znajdował się, na dobrej drodze, by osiągnąć wskaźniki rozwojowe charakterystyczne dla rynków rozwiniętych. W niektórych obszarach, takich jak liczba spółek czy udział rynku kapitałowego w finansowaniu zewnętrznych pasywów przedsiębiorstw, już się to udało. Jednak w innych dynamika poprawy szybko osłabła mimo, że dystans wobec bardziej rozwiniętych ekosystemów giełdowych nadal pozostaje znaczący. Rozczarowują niska kapitalizacja i małe obroty, powoli rosnący rynek obligacji, a także wyraźnie niższa niż na lepiej rozwiniętych rynkach stopa zwrotu z rynku akcji. Bez odwrócenia tego negatywnego trendu polski rynek kapitałowy upodobni się do innych na wpół rozwiniętych giełdowych maruderów: Włoch, Portugalii, Austrii czy Irlandii. Jednocześnie polscy przedsiębiorcy nie będą mogli liczyć na równie łatwe wykorzystanie możliwości, które daje im dużo lepiej rozwinięty rynek w kraju sąsiednim, jak dzieje się to w wypadku firm austriackich i irlandzkich. Ewentualne reformy instytucjonalne mogące zapobiec realizacji tego negatywnego scenariusza są tym ważniejsze, że bez nich także obecnie silne punkty obecnego stanu polskiego rynku kapitałowego mogą być zagrożone. Dotyczy to zwłaszcza relatywnie wysokiego udziału finansowania rynkowego w całkowitym finansowaniu przedsiębiorstw, które wobec wyraźnego osłabnięcia dynamiki rozwoju całego rynku, staje się mniej atrakcyjne niż w przeszłości.

3.2. Czynniki rozwoju

Wzrost gospodarczy

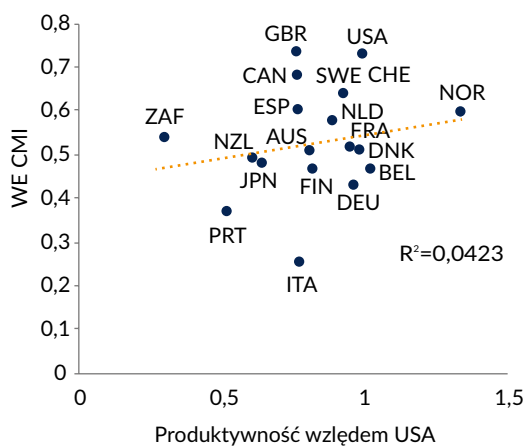
Badania ekonomiczne często napotykają na tzw. efekt św. Mateusza, występujący kiedy niektóre zmienne makroekonomiczne korelują się z miarami opisującymi interesujące nas zjawisko mimo, że nie istnieje między nimi oczywista przyczynowo – skutkowa relacja. Taką zmienną często jest PKB per capita – kraje zamożniejsze charakteryzują się bowiem ogólnie lepszym zestawem parametrów rozwojowych niż kraje relatywnie uboższe, przez co poziom zamożności dobrze koreluje się z wieloma innymi zmiennymi ekonomicznymi, niezależnie od tego czy korelacji tej można

* Dla rynków funkcjonujących zbyt krótko przejściowe hossy lub bessy mogą mieć znaczący wpływ na średnią oczekiwaną stopę zwrotu. Jednocześnie rynki te są bardziej wrażliwe od swoich dłużej funkcjonujących odpowiedników na tego typu wahania. Choć więc obliczenie indeksu WE CMI jest dla nich możliwe, to jednak jego wskazanie może być w niektórych wypadkach mylące. Wydaje się, że w wypadku Polski tak nie jest, a więc włączenie go do zestawienia w celach porównawczych nie jest nazbyt mylące.

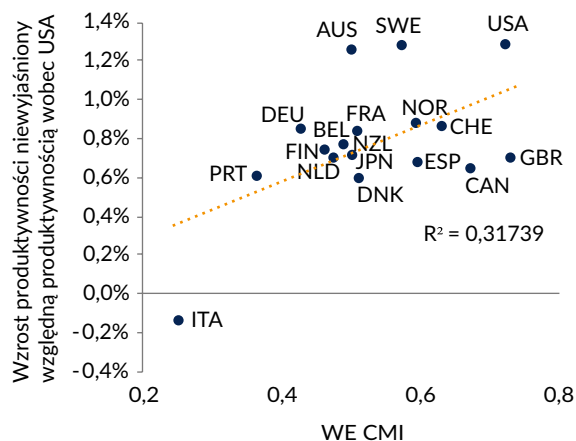
przypisać wiarygodną ekonomiczną interpretację, czy byłoby to nieuprawnione. Na szczęście w odniesieniu do rozwoju rynku kapitałowego problem ten występuje w ograniczonej skali. Jak ilustruje Wykres 2, zależność między obecnym poziomem produktywności a poziomem rozwoju krajowego rynku kapitałowego mierzonym indeksem WE CMI jest słaba.

Można to po części tłumaczyć doborem próby. Znalazły się w niej wyłącznie kraje rozwinięte, charakteryzujące się relatywnie wysokim na skalę światową poziomem produktywności oraz różniące się w niewielkim stopniu pod względem jakości kluczowych instytucji gospodarki rynkowej*. Do konwergencji gospodarczej w tej grupie krajów doszło w latach 1945-1975 przede wszystkim dzięki tradycyjnym branżom przemysłowym. W okresie późniejszym konwergencja ustała, a po roku 1990 można wręcz mówić o podzieleniu się ich na trzy grupy. Do pierwszej należy zaliczyć kraje, które jak USA, Szwecja czy Szwajcaria najbardziej skorzystały z upowszechniania się rozwiązań IT w całej gospodarce. Do drugiej grupy można należy większość pozostałych państw OECD, które na ogół utrzymały relatywny poziom zamożności względem USA, jednak w których dynamika produktywności pracy nieco osłabła, przede wszystkim za sprawą gorszej zdolności do cyfryzacji bardziej tradycyjnych gałęzi przemysłu i usług. Wreszcie, do trzeciej grupy zaliczyć można gospodarki europejskiego południa na czele z Włochami i Grecją, w których dystans rozwojowy względem reszty państw OECD powiększył się.

Wykres 2. Rozwój rynku kapitałowego a poziom rozwoju gospodarczego.



Wykres 3. Rozwój rynku kapitałowego w 2000 roku a tempo rozwoju gospodarczego w latach 2001-2016.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych The Conference Board.

Jak sugeruje Wykres 3, sytuacja ta może mieć związek ze zróżnicowanym przygotowaniem państw rozwiniętych do finansowania nowych idei biznesowych. W obliczu szybkości zmian jakie wymusza rewolucja IT, dwufilarowy rynek finansowy oparty zarówno o banki jak i rozwinięty rynek kapitałowy¹⁸, może być bardziej efektywnym rozwiązaniem niż rynek zdominowany wyłącznie przez banki. Jednocześnie otwarte pozostaje pytanie, jakie czynniki mogą uprawdopodobniać rozwój rynku kapitałowego, a jakie stać mu na przeszkodzie.

* Granicznym przypadkiem jest RPA ze względu m. in. na poziom produktywności o 40% niższy niż w Polsce. Jednak Południowa Afryka posiada na tyle mocno zakorzeniony brytyjsko-holenderski porządek prawno-instytucjonalny, że wciąż więcej pod względem gospodarczym łączy ją z państwami europejskimi niż z krajami rozwijającymi się z Ameryki Południowej czy Azji.

W pełni rygorystyczna weryfikacja tej tezy napotyka na poważne trudności metodologiczne. Ceną za wzrost homogeniczności próby jest w szczególności spadek jej liczebności co samo w sobie zwiększa zagrożenie wskazaniem związków o charakterze czysto przypadkowym. Jednocześnie, dwukierunkowa przyczynowość oraz komplementarność (por. Ramka 2) występujące w odniesieniu do badanych zjawisk istotnie utrudniają wyodrębnienie pojedynczego czynnika o charakterze kluczowym dla rozwoju rynku kapitałowego. Świadomi tego zagrożenia, w dalszej części opracowania wskazujemy wyłącznie na bardzo wyraźne korelacje, zawsze badając ich odporność na usunięcie z próby jednego lub dwóch krajów z grupy notującej najbardziej skrajne wartości (dotyczy to w szczególności Włoch, RPA, Norwegii i Szwajcarii). Nie poszukujemy przy tym ilościowego związku między analizowanymi zmiennymi, a jedynie czynników, którym można, na gruncie empirycznym i teoretycznym, przypisać znaczenie dla rozwoju krajowego rynku kapitałowego. Zakładamy, że w wypadku rynków relatywnie mniej rozwiniętych ewentualna poprawa musi następować systematycznie na wszystkich frontach. Tylko takie podejście maksymalizuje bowiem skuteczność działań naprawczych w sytuacji, gdy pełne rozpoznanie ich relatywnego znaczenia nie jest możliwe.

Ramka 2. Problemy metodologiczne zrozumienia czynników determinujących rozwój rynku kapitałowego.

Problem przyczynowości dwukierunkowej. Natężenie wielu czynników wpływających na rynek kapitałowy samo jest zależne od poziomu rozwoju tego rynku. Przykładowo zwiększony napływ środków inwestorów przyczynia się na różne sposoby do rozwoju rynku, lecz z drugiej strony jest on tym większy im lepsze warunki dany rynek ma do zaoferowania swoim uczestnikom. Innym przykładem dwukierunkowej przyczynowości jest relacja między rozwojem rynku a rozproszeniem akcjonariatu. Z jednej strony rozproszony akcjonariat poprzez ograniczenie konfliktu między akcjonariuszem dominującym i akcjonariuszami mniejszościowymi może przyczyniać się pozytywnie do rozwoju rynku. Z drugiej strony wyzbycie się przez inwestora dominującego kontroli nad spółką zdarza się o wiele częściej na rynku rozwiniętym, czyli takim, który daje atrakcyjną możliwość sprzedaży posiadanej spółki, a następnie zainwestowania tak uzyskanych pieniędzy w nowe przedsięwzięcia.

Problem komplementarności działań. Niektóre czynniki oddziałują na badane przez nas zjawisko tylko wtedy, gdy pojawią się odpowiednie warunki. Przykładowo zapisy kodeksowe chroniące prawa akcjonariuszy mniejszościowych nie mają większego znaczenia w sytuacji, gdy praktyka przestrzegania i egzekucji prawa całkowicie od nich odbiega. I tak na przykład Polska zajmuje w badaniu Ease of Shareholder Suits Index drugie miejsce z identycznym wynikiem jak USA, mimo że w naszym kraju pozwy ze strony akcjonariuszy praktycznie się nie zdarzają. Nasz wschodni sąsiad, Rosja, wprawdzie nie jest liderem, ale z wynikiem 6/10 wyprzedza m. in. Szwajcarię i Hiszpanię. W tym drugim przypadku sprawę dodatkowo komplikuje fakt, że kraje o złej reputacji pod względem ochrony inwestorów często uchwalają najlepsze prawo, co jednak istotnie nie zmienia ich sytuacji ze względu na brak przemiany na poziomie nadzoru rynkowego oraz praktyki sądowej.

c.d. Ramka 2. Problemy metodologiczne zrozumienia czynników determinujących rozwój rynku kapitałowego.

Problem długości łańcucha przyczyn. Do kwestii rozwoju rynku kapitałowego można podejść na płaszczyźnie wyłącznie mikroekonomicznej, rozważając przykładowo optymalne warunki dla kontraktu między dwoma stronami: inwestorem, który spółkę kupuje i właścicielem, który ją sprzedaje. Można jednak powiedzieć, że istota problemu tkwi głębiej – ustalenie, jakie są właściwe regulacje (przynajmniej na pewnym podstawowym poziomie) jest o wiele prostsze niż doprowadzenie do tego, iż zaczną one obowiązywać. To zaś jest już przedmiotem zainteresowania nie mikroekonomii, lecz ekonomii politycznej, która wskazuje, jakie grupy interesów sprzyjają korzystnej dla rynku kapitałowego zmianie, a które walczą o jej powstrzymanie. W niniejszym opracowaniu staramy się korzystać z obydwu perspektyw. Tam, gdzie kluczowym problemem wydaje się być brak wiedzy, staramy się przedstawić możliwie najlepiej uargumentowaną diagnozę odnoszącą się do samej materii problemu. Z kolei w sytuacji, gdy mechanizm ekonomiczny wydaje się nam dość jasny, większą uwagę poświęcamy analizie czynników o charakterze społeczno-politycznym pozwalających na przetrwanie niekorzystnym praktykom.

Źródło: Opracowanie własne.

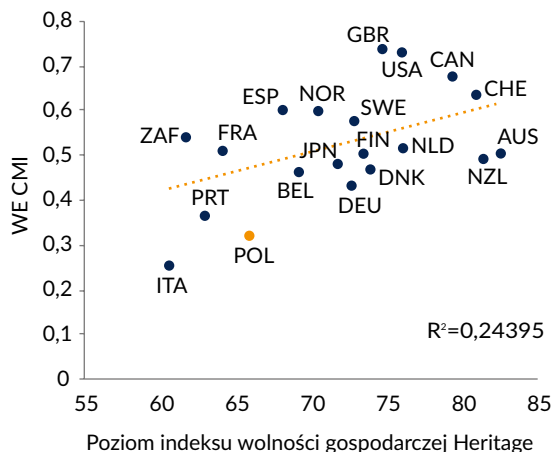
Standardy regulacyjne

Pierwszą obserwacją, która rzuca się w oczy po spojrzeniu na ranking rynków kapitałowych (Tabela 2) jest zajęcie czołowych pozycji przez kraje anglosaskie. Pośród ośmiu czołowych miejsc aż cztery, w tym trzy pierwsze, należą do państw z tej grupy. Ta obserwacja nie jest nowa – czterech ekonomistów amerykańskich¹⁹ dwadzieścia lat temu postawiło tezę, że rozwojowi rynku kapitałowego sprzyja raczej anglosaskie prawo precedensowe (ang. common law) niż system prawa kontynentalnego (lat. ius civile). Ich argument był następujący. W krajach, gdzie panuje common law reguły ustalane są poprzez precedensy wskazywane przez sędziów, którzy w swoich decyzjach kierują się ogólnymi systemami wartości. Jedną z takich wartości jest „należyta staranność powiernika” (ang. fiduciary duty), z której można wywieść obowiązek działania w interesie spółki i jej akcjonariuszy. Naruszenie tej wartości, nawet w zgodzie z literą prawa, może narazić zarządy lub dominujących udziałowców (w tym państwo) na odpowiedzialność prawną, w szczególności na konieczność wypłaty odszkodowań. Zagrożenie procesem powoduje zatem, że w krajach anglosaskich nieuczciwe traktowanie zewnętrznych inwestorów staje się znacznie trudniejsze, a budowa rynku kapitałowego opartego na poszanowaniu wzajemnych praw, łatwiejsza.

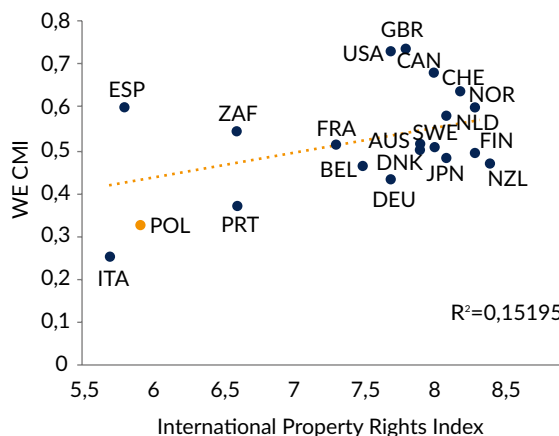
W państwach o kontynentalnej tradycji prawnej tak nie jest – w ich wypadku rozproszona grupa drobnych właścicieli kapitału nie uzyskała w toku dziejów takiej przewagi nad grupą wielkich posiadaczy oraz królem i jego urzędnikami jak stało się to w Anglii i krajach, które odziedziczyły jej tradycję prawną²⁰. W efekcie w Europie kontynentalnej dominujące znaczenie dla wyroków sądowych ma działanie w „granicach prawa”, a więc postępowanie w zgodzie ze skodyfikowanymi przepisami, nawet jeśli interes spółki lub akcjonariuszy zostanie naruszony. Ekonomia polityczna podpowiada, że ta sytuacja zachęca dobrze zorganizowane grupy interesów do oddziaływania na legislatorów w taki sposób by pozostawić sobie furtkę do legalnych działań niekoniecznie chroniących interes rozproszonych, drobnych inwestorów. W sytuacji, gdy sędzia nie może odwołać się do prawa precedensowego, nawet niewielka asymetria prawna korzystna dla skarbu państwa,

urzędników czy kadry managerskiej otworzy drzwi do łatwiejszego naruszania przez nich interesów mniejszych akcjonariuszy, których pozycja jest systemowo dużo słabsza.

Wykres 4. Rozwój rynku kapitałowego a wolność gospodarcza.



Wykres 5. Rozwój rynku kapitałowego a przestrzeganie praw własności.



Źródło: Heritage Foundation, Property Rights Alliance.

Uwaga: Polska umieszczona jest na wykresie dla celów poglądowych i nie jest uwzględniona w analizie regresji.

Historyczna teoria rozwoju rynku kapitałowego odwołująca się wyłącznie do źródeł prawa, choć zawiera w sobie wiele trafnych spostrzeżeń, daleka jest od kompletności. Nie wyjaśnia ona między innymi, dlaczego przed stu laty giełdy niektórych krajów Europy kontynentalnej były lepiej rozwinięte niż w krajach anglosaskich, z wyjątkiem Wielkiej Brytanii, ani też tego dlaczego tylko w części z nich doszło w późniejszym czasie do zaniku tej początkowej przewagi. Na przestrzeni XX wieku rynek kapitałowy rozwinął się bowiem wyraźnie lepiej w Szwecji, Szwajcarii i Holandii niż w innych krajach o kontynentalnej tradycji prawnej, niemal dorównując osiągnięciom państw anglosaskich. Głębsze zrozumienie tych zjawisk wymaga odwołania się do szerszej gamy czynników o bardziej zróżnicowanym stopniu intensywności niż typ systemu prawnego.

Pierwszym takim czynnikiem jest szeroko rozumiana wolność gospodarcza. Jak pokazuje Wykres 4, kraje cieszące się większą wolnością odnoszą także średnio rzecz biorąc większe sukcesy w rozwijaniu lokalnego rynku kapitałowego. Nieco słabszy, choć także istotny, jest związek między rozwojem rynku a przestrzeganiem praw własności (Wykres 5). Można więc postawić tezę, że ogólna jakość ram prawno-instytucjonalnych funkcjonowania gospodarki rynkowej nie jest bez znaczenia także dla szans rozwoju rynku kapitałowego. Wytłumaczenia można szukać w wysokiej złożoności relacji między różnymi jego uczestnikami: inwestorami a spółką, spółką a zarządem i radą nadzorczą, a także giełdą i notowanymi na niej podmiotami oraz regulatorem całego rynku. Ich ekonomiczna treść zależy od jakości całego otoczenia gospodarczego obejmującego nie tylko zarówno mniej lub bardziej sprawne, a także bezstronne sądy, jak i mniej lub bardziej przejrzyste ustawodawstwo, a także ogólny poziom zaufania do prawa ze strony obywateli.

Dla rozwoju rynku ważne jest, aby działające na nim podmioty mogły oczekiwać, że litera i duch prawa będą szanowane.

Dla rozwoju rynku ważne jest więc aby działające na nim podmioty mogły rozsądnie oczekiwać, że zarówno litera, jak i duch obowiązujących przepisów będą szanowane. Inwestorów na rynku akcji chroni bowiem przede wszystkim prawo, podczas gdy już relacja kredytodawca-kredytobiorca w uprzywilejowanej pozycji sytuuje banki, które mają możliwość występowania z pozycji siły. To ich roszczenia zaspokajane są w pierwszej kolejności, często z wydzielonych w tym celu aktywów, nierzadko także z dodatkowym wsparciem państwa. Bezpieczeństwo inwestorów prywatnych może być więc zagrożone jeśli prawo w jasny sposób nie wytyczy granic, w których porusza się władza. W przeciwnym wypadku istnieje duża szansa na to, że przedsiębiorstwa prywatne i państwowe nie będą traktowane w ten sam bezstronny sposób przez regulatora ze szkodą dla zaufania do rynku oraz działających na nim procesów konkurencji. Dlatego to w systemach cechujących się dużym poziomem wolności gospodarczej i wysokim, ogólnym standardem systemu prawnego gwarantującym ochronę kapitału przed dyskrejonalnymi decyzjami politycznymi, można oczekiwać pojawienia się najlepiej rozwiniętych rynków kapitałowych. Warto zauważyć, że bezstronność państwa w roli regulatora i „policjanta” jest szczególnie trudna do utrzymania w sytuacji, w której znaczący udział w kapitalizacji mają spółki należące do skarbu państwa – tylko w krajach silnie przywiązanych do wolności gospodarczej taki stan rzeczy nie stworzy politykom pokusy nadużycia przysługujących im uprawnień stanowienia prawa.

Standardy rynkowe

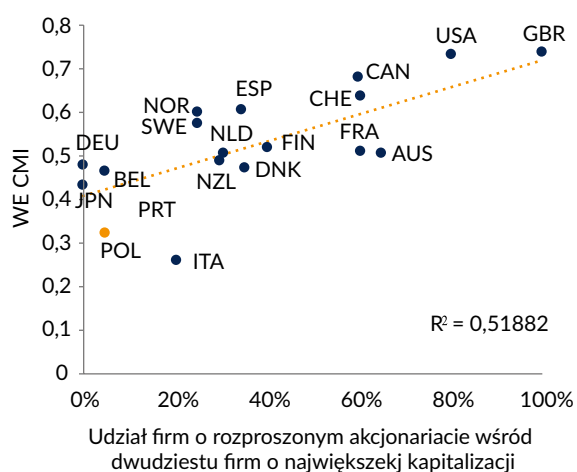
Ogólne ramy regulacyjne są ważne, jednak ostatecznie ważniejsze jest to, na ile znajdują one odbicie w codziennej praktyce działania rynku kapitałowego. Nawet najlepsze prawo niewiele zmieni, jeśli codzienna praktyka jego egzekucji będzie szwankować. Znaczenie tego czynnika ocenić można, przyglądając się temu, jaka jest pozycja najstarszego ogniwa na rynku kapitałowym, czyli mniejszościowego inwestora. To bowiem akcjonariusze, którzy wykładają swój kapitał bez możliwości efektywnego ingerowania w działalność przedsiębiorstwa są najbardziej narażeni na nadużycia ze strony akcjonariuszy większościowych, zarządu czy regulatora rynku. W ich wypadku informacja na temat spółki, planów regulacyjnych rządu czy zamiarów dominującego właściciela ograniczona jest bowiem do wiadomości podawanych publicznie. Jednocześnie to właśnie ta grupa stanowi o zaletach rynku kapitałowego – dzięki rozproszeniu i poszerzeniu akcjonariatu spada koszt kapitału i rośnie jego dostępność dla nowych, atrakcyjnych idei biznesowych²¹.

Bezpośrednie zbadanie przysługujących mniejszościowym akcjonariuszom praw jest bardzo utrudnione – zależą one bowiem od wielu czynników trudno obserwowalnych: stopnia faktycznej egzekwowalności przepisów prawa, postawy nadzoru państwowego, operatora giełdy oraz

poszczególnych osób (urzędników, dominujących udziałowców itp.). Dlatego lepiej spojrzeć na końcowe efekty ochrony interesów kapitału mniejszościowego. Jeżeli na danym rynku udaje się utrzymać wysoce rozproszony akcjonariat, można domniemywać, że stoi ona na wysokim poziomie (choć odwrotnie już niekoniecznie). Z drugiej strony istnienie innych, mniej transparentnych narzędzi kontroli nad spółkami publicznymi świadczy potencjalnie o tym, że formalna ochrona akcjonariuszy mniejszościowych nie zdaje praktycznego egzaminu. Wykres 6 ilustruje pierwsze z wymienionych zagadnień - bardzo silną zależność między rozproszeniem akcjonariatu a rozwojem rynku kapitałowego. Największe spółki notowane na parkietach o najwyższych wartościach indeksu WE CMI, oprócz Szwecji i Hiszpanii, mają rozproszony akcjonariat. Z kolei wszystkie państwa ułożone w dolnej połowie tabeli rankingowej, oprócz Australii, charakteryzują się przewagą własności skoncentrowanej. Sugeruje to, że większe szanse na rozwój mają te rynki, które zadbały o rzeczywistą (a nie tylko formalną) ochronę praw akcjonariuszy mniejszościowych, czego rezultatem jest także większe rozproszenie własności.

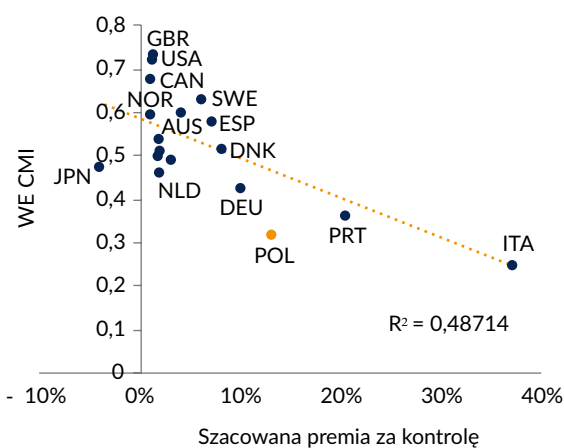
Inna metoda pośredniej oceny stopnia ochrony praw akcjonariuszy polega na oszacowaniu średniej wielkości premii za kontrolę. Wielkość ta stanowi różnicę między ceną zapaconą za akcje spółki w transakcji przejęcia, a wartością giełdową tych akcji tuż po tym, jak owo przejęcie się dokonało*. Jeżeli premia jest dodatnia, a więc po przejęciu kontroli nad spółką kupowanie kolejnych pakietów akcji (uprawniających teoretycznie do tych samych korzyści, co wcześniejszy pakiet) jest tańsze, wskazuje to na uzyskiwanie dodatkowych korzyści przez podmiot kontrolujący, które nie przypadają w udziale pozostałym akcjonariuszom. Wykres 7 prezentuje wyniki szacunków premii za kontrolę w zestawieniu z poziomem rozwoju rynku. Widać wyraźnie, że wysoka premia implikująca wysokie korzyści prywatne dominującego akcjonariusza łączy się ze słabością rynku kapitałowego. Najbardziej rozwinięte są te rynki, na których akcjonariusze mniejszościowi traktowani są podobnie do dominujących.

Wykres 6. Rozwój rynku kapitałowego a rozproszenie akcjonariatu.



Źródło: Morck (2007)²².

Wykres 7. Rozwój rynku kapitałowego a premia za kontrolę nad spółkami publicznymi.



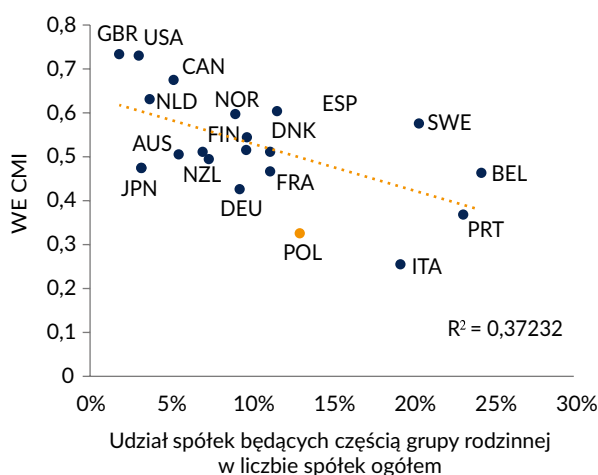
Źródło: Dyck i Zingales (2004)²³.

* Inny sposób szacowania premii za kontrolę oparty jest o różnicę w cenie akcji uprzywilejowanych co do głosu i akcji zwykłych. Wyniki otrzymane tą metodą są zbliżone, jednak zdecydowanie lepiej wypadają kraje skandynawskie z szacunkiem na poziomie 0,5%. Kraje anglosaskie i Szwajcaria to premia od 2 do 7%, Niemcy 9,5%, zaś Włochy i Francja blisko 30%. Rezultat otrzymany dla tego ostatniego kraju budzi nieco wątpliwości ze względu na małą próbę (dziewięć firm), jednak nie zmienia to ogólnego wskazania – poziom ochrony na kontynencie europejskim poza krajami skandynawskimi i Szwajcarią jest istotnie mniejszy niż w Wielkiej Brytanii i w USA.

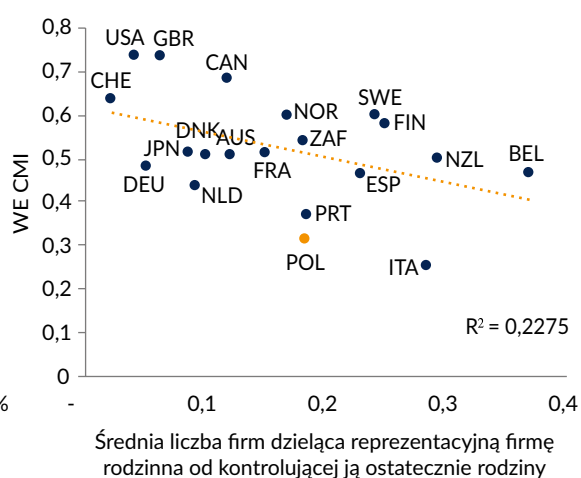
Kolejnych świadectw wskazujących, że przełożenie zasady równego traktowania różnego typu akcjonariuszy przez regulatora na codzienną praktykę rynkową ma duże znaczenie dla rozwoju rynku kapitałowego dostarcza Wykres 8. Zestawiliśmy na nim wartość indeksu WE CMI z rozpowszechnieniem wśród firm publicznych spółek działających w strukturze grupy rodzinnej. Przez grupę rodzinną rozumiemy dwie lub więcej firmy kontrolowane przez jedną rodzinę często za pomocą piramidalnej struktury własnościowej. Grupy rodzinne z jednej strony stanowią odpowiedź na problemy z rozwojem rynku kapitałowego, dostarczając kapitału firmom z wewnątrz grupy, z drugiej same mogą blokować ów rozwój, czy to poprzez dyskryminacyjne traktowanie mniejszościowych akcjonariuszy, koneksje polityczne, czy inne praktyki ograniczające konkurencję.

Silna ujemna korelacja między rozpowszechnieniem grup rodzinnych a rozwojem rynku nie jest zaskakująca. Duża ich liczba może znacząco zwiększać zakres kontroli, jaką nad spółkami mają wybrani akcjonariusze, co z kolei przekłada się na stopę zwrotu lub ryzyko inwestycyjne inwestorów mniejszościowych, zniechęcając ich do aktywności. Jedynym krajem, który wyraźnie wyłamuje się z tej zależności jest Szwecja, gdzie mimo znaczącego udziału grup rodzinnych udaje się utrzymać rozwiniętą ochronę interesów akcjonariuszy mniejszościowych i osiągnąć znaczny poziom rozwoju rynku kapitałowego. Ciekawe jest przy tym to, że można dostrzec związek nie tylko między rozwojem rynku a rozpowszechnieniem piramid i grup rodzinnych, ale nawet między przeciętną liczbą szczebli piramidy dzielącej firmę rodzinną od kontrolujących ją ostatecznie akcjonariuszy. Jak pokazuje Wykres 9, tam gdzie rynek kapitałowy jest dobrze rozwinięty, tam nie tylko piramid jest mniej, ale mają one mniej szczebli. Zjawisko to ponownie wiąże się z faktyczną kontrolą, jaką nad spółką i jej decyzjami mają poszczególne grupy akcjonariuszy. Większa liczba szczebli w piramidalnej strukturze własnościowej zwiększa dysproporcję między wyłożonym kapitałem a prawem głosu, co potęguje problemy agencyjne uderzając w rozwój całego rynku²⁴. Na słabo rozwiniętym rynku zatem nie tylko częściej powstają sytuacje niesprzyjające akcjonariuszom mniejszościowym, ale gdy już do nich dojdzie, są znacznie groźniejsze.

Wykres 8. Rozwój rynku kapitałowego a rozpowszechnienie firm działających w strukturze grupy rodzinnej.



Wykres 9. Rozwój rynku kapitałowego a liczba szczebli w piramidalnej strukturze własnościowej.



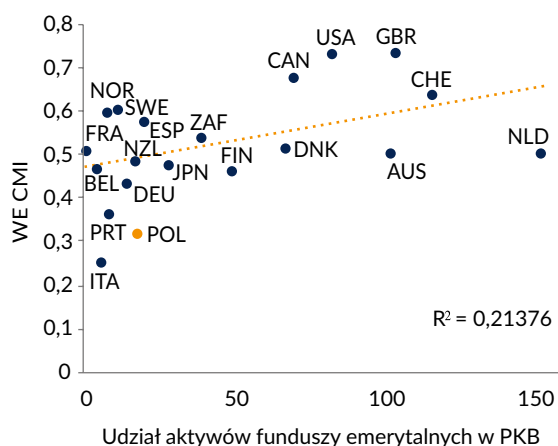
Źródło: Masulis et al. (2011)²⁵.

Dostępność kapitału

Nawet najlepsza ochrona inwestorów nie gwarantuje rozwoju rynku, jeżeli nie doptywa do niego dostatecznie szeroki strumień kapitału. Z drugiej strony, sam wzrost zainteresowania rynkiem uprawdopodobnia „ucywilizowanie” panujących na nim praktyk, dzięki pojawieniu się na nim odpowiednio licznej grupy interesariuszy skłonnych o to dbać. Wprawdzie inwestorzy mniej chętnie zainteresują się rynkiem, na którym nie będą czuli się bezpiecznie, jednak jeśli już do tego dojdzie w dostatecznie dużej skali, to i szansa na pojawienie się nacisku na wyższe standardy działania wzrośnie. Ponadto napływające na rynek środki podnoszą wyceny akcji, zachęcając kolejne przedsiębiorstwa do debiutu i podnosząc jego rozmiary. Spośród różnych grup inwestorów na szczególną uwagę zasługują fundusze emerytalne i inwestycyjne. Są one istotne ze względu zarówno na skalę działania, jak i możliwości aktywnego współkształtowania regulacji rynkowych.

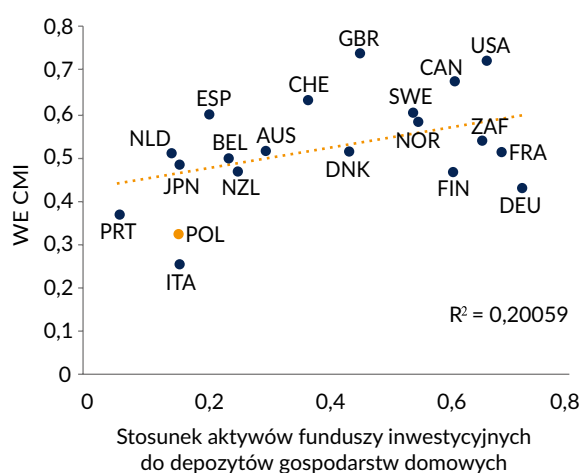
Silny związek pomiędzy rozwojem rynku kapitałowego a udziałem funduszy emerytalnych w PKB pokazuje Wykres 10. Nie prezentujemy podobnych wyników dla funduszy inwestycyjnych, ponieważ fundusze emerytalne oddziałują na rynek w większym stopniu i w sposób bardziej egzogeniczny – ich powstanie jest często efektem decyzji politycznej, podczas gdy fundusze inwestycyjne pojawiają się bardziej spontanicznie w reakcji na rozwój samego rynku. Ich rozwój jest więc w większym stopniu wtórny względem rozwoju całego rynku kapitałowego. W obu wypadkach aktywa funduszy pozostają silnie powiązane z kapitalizacją rynku – gdy ta rośnie, siłą rzeczy korzystają także ich uczestnicy. Ponieważ jednak kapitalizacja rynkowa jest tylko jedną z siedmiu składowych indeksu WE CMI, prawdopodobnie nie cała korelacja między indeksem i udziałem funduszy w PKB wynika z odwróconej przyczynowości. Na rzecz tego przekonania przemawia także dodatnia relacja między rozwojem rynków kapitałowych, a wyborami inwestycyjnymi gospodarstw domowych. Jak pokazuje Wykres 11, im częściej gospodarstwa domowe decydują się na powierzenie swoich oszczędności funduszom inwestycyjnym, a nie bankom, tym lepiej z punktu widzenia rozwoju rynku kapitałowego.

Wykres 10. Rozwój rynku kapitałowego a fundusze emerytalne.



Źródło: Bank Światowy.

Wykres 11. Rozwój rynku kapitałowego a fundusze inwestycyjne.



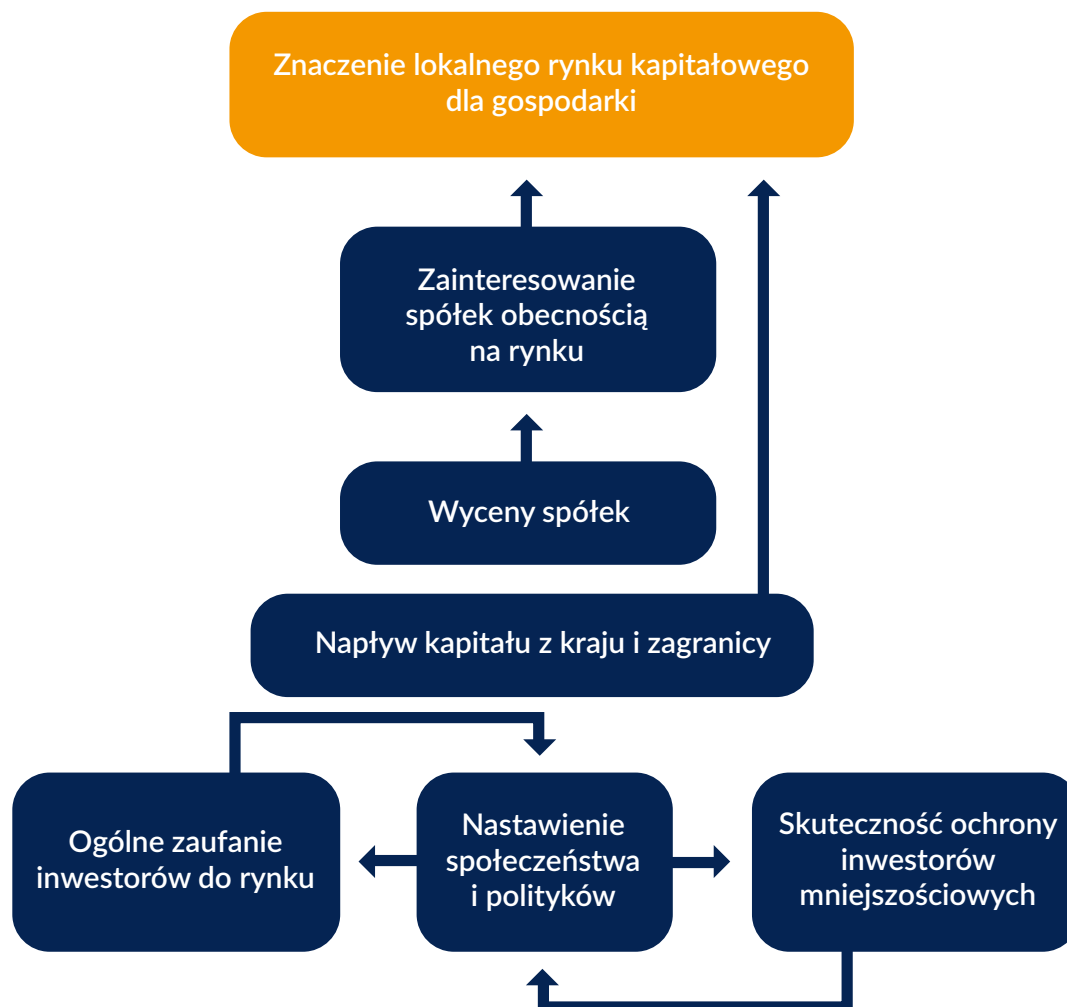
Źródło: Bank Światowy, MFW.

3.3. Schemat rozwoju rynku

Przedstawione wyniki, w połączeniu z wiedzą o funkcjonowaniu rynków kapitałowych przedstawioną m.in. w naszym poprzednim opracowaniu²⁶, pozwalają na stworzenie ogólnego modelu ich rozwoju (Schemat 2). Fundament całego procesu tworzą zaufanie do rynku sensu largo oraz skuteczność ochrony praw inwestorów mniejszościowych. Ogólny poziom zaufania do rynku kapitałowego utożsamiamy z dominującym wśród krajowych i zagranicznych inwestorów oraz przedsiębiorców prywatnych przekonaniem o jakości instytucji gospodarki rynkowej w danym kraju. O zaufaniu tym przesądza m.in. poziom swobody prowadzenia działalności gospodarczej, stopień ochrony praw własności, jak i gwarantuje obowiązujący system instytucjonalno-prawny oraz stabilność regulacji gospodarczych dotyczących uczestników rynku. Ochronę inwestorów mniejszościowych wyodrębniliśmy ze względu na szczególne znaczenie dla jego rozwoju w długim okresie nawet w krajach, w których ogólny poziom wolności gospodarczej i zaufania do rynku jest wysoki. W połączeniu z nimi, rozwojowi rynku sprzyja stabilne finansowanie nowych projektów inwestycyjnych w postaci powszechnego kapitałowego segmentu systemu emerytalnego. Może on powstać zarówno w wyniku specjalnych rozwiązań prawnych tworzących formę obowiązkowego oszczędzania na emeryturę, jak i w następstwie dobrowolnego zainteresowania rynkiem kapitałowym ze strony osób oszczędzających. Także w tym drugim wypadku, dedykowane ramy prawne (np. zachęty podatkowe) mogą sprzyjać skierowaniu istotnego strumienia oszczędności indywidualnych na rynek kapitałowy, jednak bez odpowiednio wysokiego zaufania do rynku sensu largo oraz pewności, że dobrze chronione będą prawa inwestorów mniejszościowych (czyli także funduszy emerytalnych) efekt ten nie będzie znaczący.

Zaufanie do rynku, ochrona inwestorów i warunki akumulacji długoterminowego kapitału są naszym zdaniem kluczowe dla decyzji o inwestowaniu dalszych krajowych i zagranicznych środków prywatnych na danym rynku kapitałowym. Im większe są zaś zasoby zainwestowanego kapitału, tym wyższe wyceny spółek oraz ich chęć do skorzystania z zewnętrznego finansowania. Dlatego wymienione trzy elementy decydują także o tym, w jakim stopniu rynek będzie zdolny do identyfikacji i wsparcia najlepszych idei biznesowych zgłaszanych przez przedsiębiorców poszukujących finansowania poprzez giełdę i jej otoczenie. Wielkość przepływów kapitałowych od inwestorów do firm (oraz w drugą stronę), wraz z efektywnością procesu identyfikacji najlepszych projektów inwestycyjnych, determinuje zaś gospodarcze znaczenie lokalnego rynku kapitałowego dla danego kraju.

Schemat 2. Przebieg procesu prowadzącego do wzrostu (lub spadku) znaczenia rynku kapitałowego w gospodarce.



Źródło: Opracowanie własne.

Szczegółowe rozwiązania dotyczące ładu korporacyjnego w spółkach giełdowych oraz ogólne warunki instytucjonalne łączy wzajemne oddziaływanie poprzez tło społeczno-polityczne. Przychylne nastawienie polityków do rynku kapitałowego i dostateczna świadomość roli, jaką odgrywa on w gospodarce, zwiększają szansę na wypracowanie ram prawno-instytucjonalnych służących rozwojowi giełdy, a przez nią całej gospodarki. Z drugiej strony, pozytywne doświadczenia z giełdą w postaci wysokich stóp zwrotu z oszczędności emerytalnych, funduszy inwestycyjnych czy po prostu z bezpośredniej ekspozycji na rynek akcji, zwiększają poparcie społeczne do rynku regulowanego, co służy poprawie nastawienia polityków do giełdy. Sympatia polityczna przekłada się zaś na to, że parlament i rząd częściej powstrzymuje się od działań szkodliwych dla rynku i chętniej inicjuje działania korzystne. Sprzężenie zwrotne działa też w drugą stronę – złe doświadczenia powodują, że grupa interesariuszy popierająca prorynkowy kurs topnieje, co przekłada się na niekorzystne decyzje polityczne prowadzące do dalszej marginalizacji krajowej giełdy. Z tego względu poważne kryzysy finansowe niekiedy na całe dekady mogą zatrzymać rozwój rynku kapitałowego w danym kraju.



Schemat 2 nie przedstawia izolowanego systemu. Czynniki zewnętrzne ingerują weń na każdym etapie, począwszy od wpływu na zaufanie i ochronę inwestorów, skończywszy na zainteresowaniu spółek obecnością na rynku. Szczegółowa analiza na gruncie polskim owych czynników stanowi – wraz z przedstawionymi rekomendacjami – główny wkład niniejszego opracowania do dyskusji o polskim rynku kapitałowym. Na potrzeby ich prezentacji, podzieliliśmy je na trzy grupy. I tak **Rozdział 4. Własność i regulacje** traktuje przede wszystkim o wpływie bezpośrednich działań podejmowanych przez rząd na zaufanie do rynku kapitałowego i ochronę akcjonariuszy mniejszościowych. W **Rozdziale 5. Nadzór nad rynkiem** prezentujemy wyniki badań dotyczących szeroko pojętej ochrony inwestora, a więc praktykę jej funkcjonowania w Polsce, przede wszystkim z punktu widzenia akcjonariuszy, ale także dotkniętych nią pośrednio emitentów. **Rozdział 6. Mobilizacja kapitału** traktuje zaś o zachętach do oszczędzania poprzez rynek kapitałowy, przede wszystkim z punktu widzenia inwestorów krajowych. Przedstawiamy w nim wyniki analiz poświęconych działaniom funduszy inwestycyjnych i towarzystw ubezpieczeniowych, które dla przeciętnego obywatela są główną platformą kontaktu z rynkiem kapitałowym, decydującą o jego zaufaniu do giełdy. **Rozdział 7. Rekomendacje** prezentuje wnioski dla polityki publicznej płynące z wcześniej zaprezentowanych analiz.

4. Własność i regulacje

4.1. Państwo i rynek

Na rynkach wschodzących inwestorzy muszą się liczyć z podwyższonym ryzykiem przede wszystkim dlatego, że przewidywalność polityki gospodarczej jest tam niższa niż w krajach wysoko rozwiniętych. Mniej ugruntowana tradycja gospodarki rynkowej powoduje, że państwo, występując w roli regulatora, jest bardziej skłonne do wykorzystywania jej do celów premiujących krótkotrwałą interes polityczny, kosztem długotrwałych korzyści gospodarczych. Póki trwa dobra koniunktura, rządy często prezentują inwestorom przyjazną twarz, jednak gdy przychodzą gorsze czasy, odbijając się na przychodach budżetowych lub politycznie wrażliwych branżach gospodarki, skrupy znikają, a gra polityczna zaczyna rozgrywać się pod dyktando chwili bieżącej.

W ten sposób niedoskonałości instytucjonalne przekładają się na wyższą premię za ryzyko i wyższy koszt pozyskania kapitału. Inwestorzy, zwłaszcza zagraniczni, bo ci najgorzej orientują się w zawiłościach postępowania państwa, oczekują stopy zwrotu rekompensującej ryzyko i dużo mniej są skłonni do angażowania się w przedsięwzięcia długookresowe. Na rynek napływają więc raczej inwestorzy krótkoterminowi gotowi w każdej chwili wycofać zainwestowany kapitał w reakcji na najmniejszy dzwonek ostrzegawczy. To z kolei budzi niechęć władz postrzegających ich jako „spekulantów”, ułatwiającą późniejszy atak na nich. Powstaje rodzaj nieoptymalnej równowagi, z której wyrwanie się możliwe jest tylko w toku konsekwentnych działań państwa, stopniowo podnoszących wiarygodność i przewidywalność własnej polityki wobec rynku kapitałowego, spółek notowanych na giełdzie oraz operujących na niej inwestorów. Uczestnicy rynku z czasem zinternalizują tę zmianę i się do niej dostosują, dzięki czemu spadnie oczekiwana premia za ryzyko, a rynek zacznie w dużo skuteczniejszy sposób wspierać efektywność całej gospodarki.

Mimo prawie trzydziestu lat budowy gospodarki rynkowej w Polsce i niewiele krótszego okresu działania rynku kapitałowego nadal inwestorzy światowi patrzą nań w podobny sposób jak na inne rynki wschodzące. Powodem wydaje się być właśnie niestabilność polskiej polityki publicznej, która niestety z dnia na dzień może zmienić nastawienie wobec kwestii kluczowych dla rynku. Tak stało się między innymi w sprawie OFE, gdy borykający się z problemami budżetowymi rząd diametralnie zmienił nie tylko retorykę, ale i realną politykę wobec rynku kapitałowego (por. Rozdział 2.2 Kłopotliwa teraźniejszość). W niniejszym rozdziale analizujemy dwa inne obszary trudnych związków między państwem a rynkiem kapitałowym:

- zmienianie reguł gry w wybranych sektorach gospodarki, bez zwracania uwagi na długofalowe konsekwencje jaki tego typu nietransparentny i nieprzewidywalny sposób działania ma dla aktywności gospodarczej prywatnych podmiotów;
- nadużywanie pozycji dominującego akcjonariusza w spółkach publicznych, których Skarb Państwa jest współwłaścicielem poprzez bezpośrednie działania kontrolowanych przez siebie organów.

Wspólnym mianownikiem zamieszczonych niżej przykładów aktywności państwa w relacji z rynkiem jest to, że zostały one bardzo źle przyjęte przez inwestorów prywatnych. Nie tylko odbiło się to na kursach spółek których te działania bezpośrednio dotyczyły, ale i nie pozostało obojętne dla polskiego rynku sensu largo. W efekcie, opinia rynku o inwestycjach w firmy, w których udziałowcem jest Skarb Państwa lub które działają w branżach silnie uzależnionych od regulacji jest dziś dużo gorsza niż przed kilkoma laty. Było to jedną z głównych (choć nie jedyną) przyczyn oderwania się indeksu WIG20 od indeksów innych giełd światowych, rzutującego na percepcję polskiej giełdy i atrakcyjność polskiej gospodarki na tle innych rynków.

W ocenie wielu naszych rozmówców, perspektywy rozwoju Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w dużej mierze zależą od tego czy te – nasilone w ostatnich kilku latach – działania będą jedynie epizodem w historii polskiego rynku, czy też staną się nowym status quo, do którego inwestorzy będą musieli na trwałe przywyknąć. W tym drugim przypadku szanse na to, by warszawska giełda wraz z otaczającym ją ekosystemem awansowała z pozycji europejskiego marudera do kontynentalnej czołówki są praktycznie żadne. Dlatego w rekomendacjach wieńczących całe opracowanie, tę właśnie kwestię umieściliśmy na pierwszym miejscu.

4.2. Regulacje sektorowe

Podatek od wydobycia niektórych kopalin

Renta surowcowa jest stosowanym w wielu krajach na świecie instrumentem polityki podatkowej. Kopaliny traktowane są jako własność całego społeczeństwa, zaś opłaty nałożone na ich wydobycie mają dodatkowo służyć wynagrodzeniu lokalnej społeczności kosztów eksploatacji. Całościowa ocena renty surowcowej nie może jednak abstrahować ani od jej wysokości, ani od sposobu jej wprowadzenia i pobierania. W Polsce podatek od wydobycia wybranych kopalin uchwalono w marcu 2012 roku ograniczając go wyłącznie do górnictwa miedzi i srebra z pominięciem innych grup kopalin wydobywanych w Polsce, a zwłaszcza górnictwa węglowego. Choć sam fakt opodatkowania wydobycia surowców naturalnych nie jest zaskakujący, to wiele do życzenia pozostawił tryb procedowania propozycji rządowych w tym ich bardzo szybka implementacja. Zamyśl podatku powstał pod koniec 2011 roku. W trybie ekspresowym przeprowadzono konsultacje publiczne i już 2 marca podatek został uchwalony przez parlament. Motywacją było prawdopodobnie to, że w tym okresie budżet przeżywał poważne kłopoty, a jednocześnie wydobycie miedzi i srebra nadal korzystało ze światowego boomu surowcowego i giełdowa spółka KGHM Polska Miedź, będąca jedynym płatnikiem podatku, odnotowywała rekordowe zyski.

Wiele zastrzeżeń można także podnieść do kształtu opodatkowania. Ustawodawca przewidział zróżnicowanie wysokości płaconego podatku w zależności od poziomu cen surowców, jednak uczynił to w sposób mało efektywny. Nie uwzględniono m.in. warunków produkcji i jakości eksploatowanych złóż. Podyktowanie tej samej stawki surowcowi wydobywanemu z różnej jakości rud zmniejsza atrakcyjność produkcji w mniej zasobnych lokalizacjach. W efekcie, część wcześniej opłacalnych ekonomicznie projektów w Polsce, którymi interesowali się prywatni inwestorzy została najprawdopodobniej wygaszona, ponieważ obowiązek podatkowy spowodował, że stały



się one nierentowne. Po drugie, podatek jest płacony od ilości wydobytego surowca, co oznacza, że jego wymiar nie zależy od tego czy spółka przynosi zysk czy straty. Dobrą praktyką stosowaną za granicą (np. w Chile, Peru, USA), jest opodatkowanie zysku bądź przychodów pomniejszonych o koszty wydobycia. W Polsce z niej nie skorzystano, ale dodatkowo podatek od kopalni nie jest traktowany nawet jako koszt uzyskania przychodu, czyli nie można go też odliczyć od podatku dochodowego. W rezultacie efektywna stawka podatkowa należy do największych na świecie – w 2015 wartość podatku podzielona przez zysk operacyjny wyniosła aż 34%.

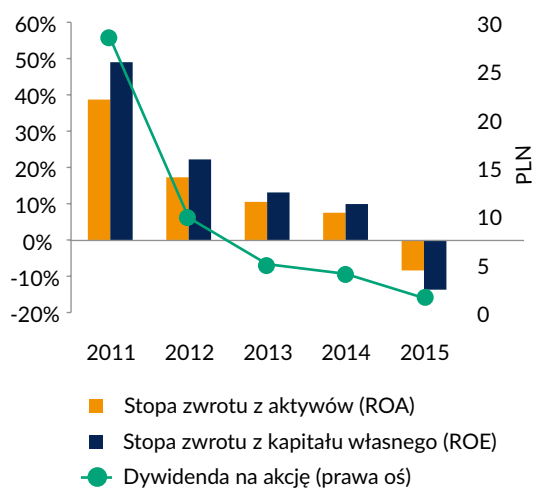
Śledząc genezę i szybkość uchwalenia podatku, trudno oprzeć się wrażeniu, że został on wprowadzony w celu przekierowania większej części zysku KGM Polska Miedź S.A. od akcjonariuszy mniejszościowych do akcjonariusza dominującego, którym jest Skarb Państwa kontrolujący 31,8% udziałów. Do 2012 spółka prowadziła politykę dzielenia się wypracowanym zyskiem, wypłacając znaczne dywidendy. Czyniło to z niej atrakcyjny podmiot zainteresowania inwestorów poszukujących spółek dywidendowych, podnosząc wycenę a pośrednio zachęcając Skarb Państwa do pełnej prywatyzacji. Z planów tych jednak zrezygnowano zarówno ze względu na znaczne wypłaty od zysku ze strony spółki jak i chęć zachowania kontroli operacyjnej nad nią. Po wprowadzeniu podatku i światowej bessie surowcowej sytuacja przedsiębiorstwa znacząco się jednak pogorszyła. KGHM drastycznie zmniejszył wartość dywidend z ponad 28 zł na akcję za rekordowy rok 2012 do 1,5 zł za 2015 (Wykres 12). Zarząd spółki stanął więc przed dylematem – czy dbać o zyskowność, koncentrując się tylko na najbardziej rentownych złożach i redukując zatrudnienie, czy rozszerzać jej działalność, dbając o dochody rządu (dominującego akcjonariusza) i odpowiadając na polityczno-społeczne zapotrzebowanie utrzymania dużej pracochłonności wydobycia, kosztem akcjonariuszy mniejszościowych.

W tej sytuacji każdy wybór jest zły – albo szkodzi się krótkoterminowemu interesowi skarbu państwa i części pracowników spółki, albo długofalowemu interesowi spółki i akcjonariuszy, którzy dostarczyli prawie 70% jej kapitału. Zarząd KGHM (o którego wyborze de facto decyduje Skarb Państwa) nie wybrał ani jednego, ani drugiego kierunku. Nie ograniczono wydobycia z deficytowych krajowych złóż, mimo że nałożone na KGHM obciążenie spowodowało znaczące zwiększenie średniego kosztu eksploatacji miedzi z 4,5 tys. USD w 2011 do prawie 5,5 tys. USD w 2012, co znacząco zwiększyło łączne koszty wydobycia (Wykres 13). W sytuacji, gdy zagranicą koszty eksploatacji są istotnie niższe (3 tys. \$ w Kanadzie czy zaledwie 1,1 tys. \$ w Chile) racjonalne było większe zainteresowanie spółki inwestycjami zagranicznymi. Można domniemywać, że przejście Quandra FNX Mining Ltd dokonane 4 marca 2012 r., było motywowane również dostosowaniem struktury działalności spółki do rosnących kosztów eksploatacji surowca w Polsce (od miedzi wydobywanej za granicą nie płaci się podatku), choć jedynym oficjalnie ogłoszonym powodem była chęć poprawy pozycji konkurencyjnej na integrującym się światowym rynku. Inwestycja ta – prawdopodobnie przyspieszona pojawieniem się podatku – okazała się ex post, dodajmy, niezbyt trafiona w sytuacji, gdy wzrost gospodarczy na świecie znacząco spowolnił, a zapotrzebowanie na miedź spadło.

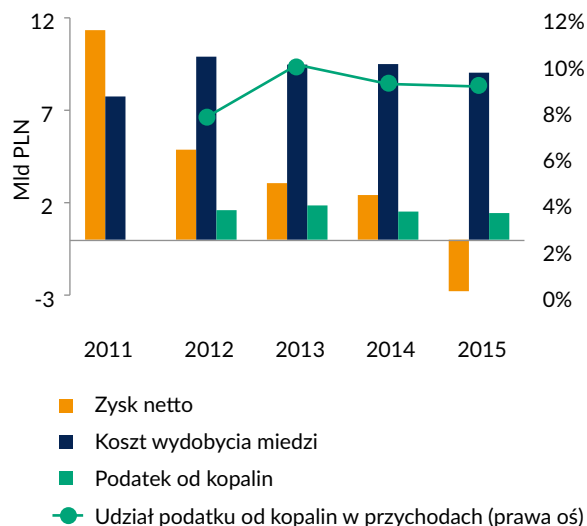
Podatek przyniósł negatywne efekty wykraczające poza sytuację w jednej spółce – stał się pierwszą oznaką, że państwo może nie szanować porządku rynkowego, jeśli tylko zaistnieje pilna polityczna potrzeba działania. Wprowadzenie podatku bez transparentnej i odpowiednio długiej dyskusji z inwestorami oraz bez odpowiednich analiz – pokazujących jego wady, zalety oraz ryzyka związane z wprowadzeniem – spowodowało na rynku przekonanie, że państwo w bardzo krótkim

czasie będzie w stanie przeprowadzić każdą zmianę, którą pragnie przeforsować w spółkach, którymi zarządza. Zachowanie to – jeśli nie jest odosobnione – zniechęca inwestorów krajowych i zagranicznych do inwestycji w spółki, których udziałowcem jest Skarb Państwa. Kolejne lata pokazały, że nie było to przekonanie bezzasadne.

Wykres 12. Wybrane wskaźniki finansowe KGHM Polska Miedź.



Wykres 13. Wybrane dane finansowe KGHM Polska Miedź.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań KGHM.

Podwyższenie kapitałów zakładowych Spółek Skarbu Państwa

Innym sposobem omięcia konieczności dzielenia się zyskiem z inwestorami mniejszościowymi w spółkach publicznych, których współwłaścicielem jest Skarb Państwa, było odwołanie się do starej regulacji kodeksowej, mówiącej o możliwości podniesienia wartości nominalnej akcji firmy. Kapitały własne spółek giełdowych składają się z kapitału zakładowego (iloczyn liczby akcji i ich nominalnej wartości), kapitału zapasowego (fundusz przeznaczony na pokrycie ewentualnych strat finansowych, głównie część zysku z lat ubiegłych, który pozostał w spółce), kapitału z aktualizacji wyceny, niepodzielonego zysku z lat ubiegłych oraz zysku netto z bieżącej działalności. Zyski spółek przekazuje się standardowo na kapitał zapasowy, ponieważ w przeciwnym wypadku powstałoby zobowiązanie z tytułu podatku od udziału w zyskach osób prawnych, znacząco zmniejszając rentowność inwestycji w przedsiębiorstwo. Jednocześnie wartość nominalna akcji, a tym samym podział kapitału własnego na zakładowy i zapasowy ma wyłącznie tradycyjny rodowód, który współcześnie jest pozbawiony jakiegokolwiek ekonomicznego znaczenia tj. nie wpływa w żaden sposób na działalność przedsiębiorstwa, pozostając księgową konwencją. Dla wierzycieli i akcjonariuszy spółki ważna jest tylko łączna wysokość kapitałów własnych w relacji do osiągniętych zysków, przychodów czy zobowiązań, a nie proporcja między kapitałem zapasowym a zakładowym. Dość powiedzieć, że w USA wiele spółek nie określa nawet wartości nominalnej swoich akcji lub ustala ją na minimalnym poziomie 0,01 USD²⁷. W realiach polskich dobrym przykładem jest spółka LPP, której akcje w 2014 roku kosztowały nawet 10 000 zł przy nominalnej wartości 2 zł. Preferencja dla kapitału zapasowego motywowana jest przede wszystkim obowiązkiem

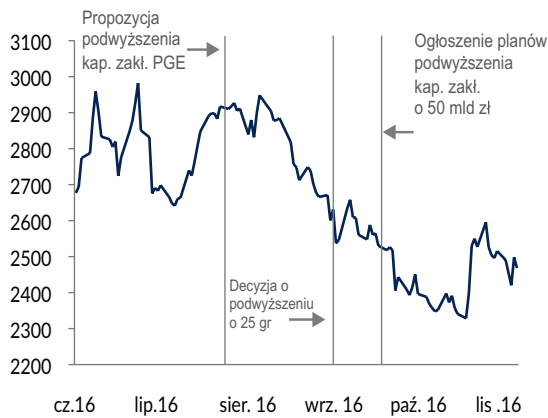
podatkowym, który powstałby w spółce gdyby wartość nominalna akcji została podwyższona, mimo że od strony ekonomicznej w przedsiębiorstwie nic się nie zmieniło.

Z punktu widzenia teorii finansów przedsiębiorstw konwersja kapitałów zapasowych na zakładowe nie znajduje więc uzasadnienia. Mimo to, 5 września 2015 roku takiej operacji dokonała PGE S.A. podwyższając wartość nominalną swoich akcji o 25 groszy, co wiązało się z księgowym przeniesieniem 467,4 mln zł z kapitału zapasowego i nowym zobowiązaniem podatkowym wysokości około 150 mln zł²⁸. Uzasadnieniem tej operacji było zwiększenie wiarygodności płatniczej spółki²⁹, co zdaniem Skarbu Państwa przekłada się na korzyść dla akcjonariuszy, którą powinni podzielić się z Urzędem Skarbowym. Jednak o żadnej korzyści nie może tu być mowy, ponieważ straty i zyski akcjonariusza zależą od rynkowej wartości akcji, a nie wartości nominalnej. Ze względu na opodatkowanie możemy więc mówić tylko o czystej stracie – spółka musi zapłacić dodatkowy podatek, wielkość kapitałów własnych się zmniejsza, a akcjonariusze nie uzyskują z tego tytułu nic w zamian. Nawet gdyby spółka zechciała umorzyć (lub wykupić) akcje i zwrócić kapitał zakładowy akcjonariuszom, ci zmuszeni byłiby do ponownego zapłacenia podatku. Podatek od konwersji kapitałów jest więc zupełnie niezależną, trzecią w tym wypadku – po podatku CIT płaconym przez spółkę oraz podatku PIT płaconym przez jej akcjonariusza w momencie zbycia walorów lub uzyskania dywidendy – warstwą opodatkowania tego samego dochodu znacząco obniżając rentowność inwestycji w spółki energetyczne.

Nic więc dziwnego, że operacja ta została bardzo źle przyjęta przez rynek, który uznał, że jedynym jej celem było zaprzestanie dzielenia się dywidendą z pozostałymi akcjonariuszami oraz podreperowanie stanu finansów publicznych*. Jediną możliwą reakcją na oczekiwane obniżenie rentowności kapitału zainwestowanego w spółkę musiał być spadek jej kursu o kilkanaście procent. Tak też się stało (Wykres 14). Mimo to, Ministerstwo Energii zapowiedziało, że działanie to nie będzie jednorazowe i w najbliższych latach ministerstwo planuje „uporządkować” kapitały własne i znacząco zwiększyć udział kapitałów zakładowych we wszystkich spółkach energetycznych, w których Skarb Państwa jest częściowym właścicielem³⁰. To także miało skokowy, negatywny wpływ na kursy akcji firm energetycznych. Wprawdzie dzięki częściowemu wycofaniu się z tych deklaracji, w następnych dniach ceny akcji spółek energetycznych odbiły się, nie odrabiając jednak całości poniesionych wcześniej strat, a niepewność na rynku pozostała. Problematiczną kwestią pozostaje także zapowiedziana skala operacji podwyższania kapitałów zakładowych przewyższająca wartość kapitału zapasowego spółek energetycznych (Wykres 15). Gdyby bowiem chcieć zrealizować zapowiedziane pomysły trzeba by podnieść kapitały zakładowe także w innych spółkach kontrolowanych przez Skarb Państwa.

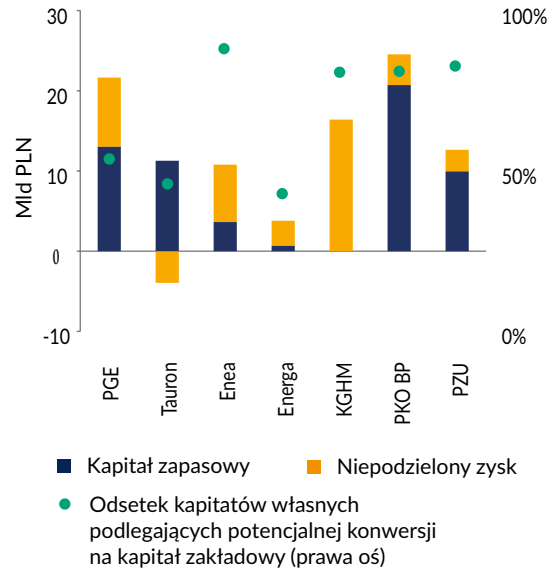
* Warto zauważyć, że wcześniej (28 czerwca) Skarb Państwa przeforsował zmniejszenie dywidendy za rok 2015, o 1,2 mld zł w porównaniu z propozycją zarządu. Zarząd proponował dywidendę zgodną z prowadzoną przez spółkę polityką dywidendową w wysokości 40-60% zysku, jednak Skarb Państwa uznał, że mając na uwadze prowadzone przez spółkę programy inwestycyjne rekomenduje dywidendę w wysokości 26,4% zysku.

Wykres 14. Zmiana WIG Energia od czerwca do listopada 2016.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie stooq.pl.

Wykres 15. Kapitały zakładowe i niepodzielony zysk z lat ubiegłych na dzień 31 grudnia 2015 wybranych SSP.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek.

4.3. Polityka własnościowa

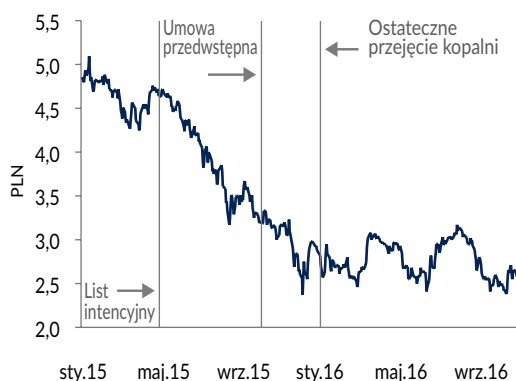
Włączenie energetyki w sanację górnictwa

Wydobycie węgla kamiennego jest w Polsce w dużej mierze, choć nie wyłącznie, domeną państwa. Branża współdzieli więc wiele cech typowych dla firm państwowych: niedokapitalizowanie produkcji, przerost zatrudnienia, niska rentowność w okresie dobrej koniunktury i bardzo wysokie straty w czasie recesji. Co około dziesięć lat górnictwo staje na krawędzi bankructwa, zmuszając Skarb Państwa do, najczęściej doraźnego, działania. Tak też się stało w 2014 roku, kiedy koniec boomu surowcowego ujawnił ogromną skalę strukturalnych problemów branży. Ponieważ regulacje europejskie uniemożliwiają dotowanie nierentownych przedsiębiorstw, a skala zaniedbań narosłych przez ponad dekadę była bardzo duża, konieczne było podjęcie działań naprawczych, które napotkały jednak na znaczny opór ze strony związków zawodowych.

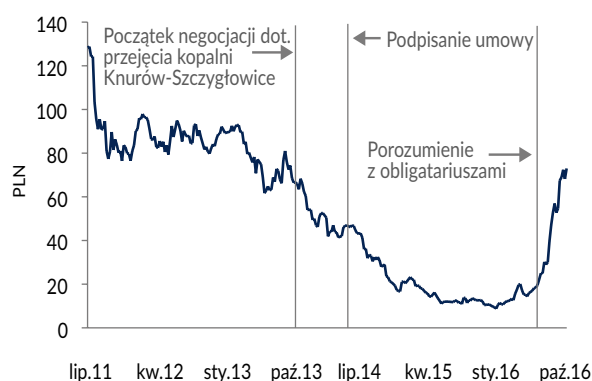
Od końca 2014 roku kilka najmniej wydajnych kopalni trafiło do Spółki Restrukturyzacji Kopalń, a zatrudnienie w branży zaczęło spadać, dzięki czemu odnotowała ona zauważalny (choć nadal niewystarczający³¹) wzrost produktywności. By wyprowadzić na prostą Kompanię Węglową, największą, a zarazem znajdującą się w największych kłopotach, firmę górniczą w Polsce, konieczne było wdrażanie dalej idącego programu. Jedną z najmniej rentownych zakładów Kompanii

była kopalnia „Brzeszcze”*, która zgodnie z ustawą z 7 stycznia 2015 miała zostać zlikwidowana. Jednak, pod wpływem związków zawodowych i pod presją zatrudnionych tam górników, postanowiono znaleźć dla niej innego nabywcę, który zagwarantowałby utrzymanie przynajmniej części poprzedniego zatrudnienia. Postawiono więc wydawałoby się niemożliwe do spełnienia wymagania – nierentownej kopalni nie wolno nowemu inwestorowi zamknąć, ale nie wolno również pozwolić na redukcję zatrudnienia umożliwiającą jej powrót do rentowności.

Wykres 16. Kurs akcji spółki Tauron.



Wykres 17. Kurs akcji JSW.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie stooq.pl.

Mimo tego inwestor się znalazł. Był nim kontrolowany przez Skarb Państwa Tauron, jeden z największych dostawców energii w kraju. Spółka postawiła jednak – zgodnie z interesem swoich akcjonariuszy – twarde warunki (przeprowadzenie głębokiej restrukturyzacji, zmniejszenie zatrudnienia o ok. 25%, redukcję wynagrodzeń). Umowę przedwstępną podpisano 19 października 2015 roku, a ostateczną 1 stycznia 2016 roku. Kwota zakupu kopalni wyniosła symboliczną złotówkę, a Tauron zobowiązał się do zwrotu pomocy publicznej w kwocie nie większej niż 145,5 mln zł z odsetkami. Zgodzono się na przejście 1500 pracowników do nowego podmiotu oraz wstępnie porozumiano ze związkami zawodowymi w kwestii płac. W wyniku transakcji Grupa Tauron będzie w stanie pokryć ze złóż własnych nawet 70% swojego zapotrzebowania na węgiel (wobec 40% przed przejściem Brzeszcz). Sens ekonomiczny projektu z punktu widzenia spółki zależy więc od cen węgla na rynku światowym. Jeśli będą one niskie, to zmuszona do kupowania drogiego węgla własnej produkcji spółka będzie ponosiła straty. Kurs akcji Tauron S.A. sugeruje, że rynek przyjął taki właśnie wariant wydarzeń (Wykres 16). Od początku maja 2015 roku kiedy spółka podpisała list intencyjny do początku stycznia 2016 kiedy cała transakcja została ostatecznie dokonana całkowity spadek ceny wyniósł aż 50%. Reakcja rynku nie wynika jednak tylko z pesymistycznych prognoz odnośnie cen węgla – by wyjaśnić przyczyny tak wysokiej obniżki kursu, trzeba nieco głębiej zastanowić się nad sensownością integracji pionowej w energetyce.

Racjonalna ekonomicznie integracja pionowa występuje, gdy istnieje jeden odbiorca i jeden dostawca – cyklicznie powtarzają się wtedy kosztowne negocjacje cen i spory, które mogą zostać

* Casus kopalni Brzeszcze jest chronologicznie najwcześniejszym przykładem działań Skarbu Państwa na styku sektora energetycznego i wydobywczego. Pokrewnym przypadkiem jest przejście aktywów Kompanii Węglowej przez nową spółkę „Polską Grupę Górniczą”, którą powołano także przy udziale notowanych na GPW firm energetycznych. Ponieważ ekonomiczny problem jest w obu wypadkach taki sam w niniejszej sekcji ograniczamy się tylko do opisanego pierwszego przypadku.

zakończone poprzez fuzję, a ewentualna renta zostanie podzielona wewnątrz jednej grupy. Taka sytuacja jednak nie występuje w wypadku fuzji energetyki z górnictwem, spółki energetyczne mogą bowiem kupować węgiel od wielu podmiotów, tak krajowych jak zagranicznych, a nadprodukcja węgla w Polsce oraz jego niskie ceny na świecie nie zachęcają do działań integracyjnych. Jednocześnie światowa zmiana technologiczna (rozwój odnawialnych źródeł energii) oraz europejska i międzynarodowa polityka klimatyczna wskazują, że w średnim horyzoncie czasowym można oczekiwać dalszej stagnacji bądź nawet spadku cen tego surowca. Zaangażowanie w wydobywanie węgla kamiennego powoduje, że polskie spółki energetyczne zamykają się na inne możliwości wytwarzania energii, nawet jeśli dzięki podjętym przez siebie działaniom sanacyjnym zdołają osiągnąć rentowność operacyjną wydobywania w przejmowanych przez siebie złożach. W sektorze, w którym inwestycje trzeba planować na kilkanaście lat do przodu, takie uzależnienie się tylko od jednego, konkretnego źródła energii może okazać się (ex-post) bardzo kosztowne. O ile więc fuzja z energetyką może być bardzo korzystna dla sektora wydobywczego, to już w wypadku energetyki jest dużo więcej wątpliwości, czego wyrazem są kursy firm energetycznych w ostatnich kilkunastu miesiącach.

Wymuszone inwestycje w SSP

Pokrewnym, choć nie tożsamym i chronologicznie wcześniejszym przypadkiem pomagania firmom państwowym przez podmioty częściowo sprywatyzowane, lecz nadal kontrolowane przez Skarb Państwa jest casus Jastrzębskiej Spółki Węglowej. Z jej debiutem na Giełdzie Papierów Wartościowych w lipcu 2011 roku Skarb Państwa jako główny właściciel i nowi inwestorzy wzięli ogromne nadzieje. W momencie wejścia na giełdę była to największa firma produkująca wysokiej jakości węgiel koksujący w Europie. Sprzedawany pakiet akcji był wart 5,37 mld zł, a kapitalizacja sięgnęła 15 mld zł. Praktycznie od razu spółka została uwzględniona w WIG20. Wraz z wielkością spółki szły w parze zyski – w 2011 ponad 2 mld zł, a w 2012 prawie miliard złotych. Szybko jednak okazało się, że osiągnane przez JSW wyniki finansowe brały się głównie z wysokich cen węgla, a czasy prosperity nie zostały wykorzystane do przeprowadzenia niezbędnej optymalizacji zatrudnienia i unowocześniania produkcji. Bessa na rynku węgla przyniosła spadek zysku netto do poziomu zaledwie 82 mln zł w roku 2013. Mimo tego rozpoczęto negocjacje w sprawie przejęcia przez JSW od Kompanii Węglowej kopalni Knurów-Szczygłowice. Umowa przedwstępna została podpisana w kwietniu, a ostateczna pod koniec lipca 2014 roku. Ponieważ w wyniku dekonunktury JSW nie miała wystarczającej gotówki, zakup został prawie w całości sfinansowany z nowych kredytów. Do tej sumy doszły jeszcze niezbędne wydatki inwestycyjne i trudne negocjacje ze związkami zawodowymi. Według spółki w latach 2014-2020 kopalnia wymagać będzie dodatkowych inwestycji w wysokości 1,39 mld zł.

Inwestorzy prywatni przyjęli tę transakcję bardzo sceptycznie uznając ją za transfer majątku do przedsiębiorstwa kontrolowanego w całości przez dominującego akcjonariusza (Skarb Państwa) połączony z realizacją planów politycznych polegających na maksymalizacji zatrudnienia w restrykturyzowanej kopalni. Znalazło to wyraz w dramatycznym spadku kursu z 136 zł w momencie debiutu do 9,95 zł we wrześniu 2015 (Wykres 17). Wydatek związany z zakupem nierentownej kopalni nie był jedyną przyczyną trudności finansowych JSW – na sytuację spółki wpłynęły niskie ceny węgla, konflikty ze związkami zawodowymi oraz wzrost kosztów, co łącznie doprowadziło

w 2015 do zanotowania straty w wysokości 3,3 mld zł. Nałożenie na spółkę dodatkowych zobowiązań kredytowych było jednak tym czynnikiem, który o mały włos doprowadziłby do jej bankructwa. JSW zmuszona została do negocjacji z wierzycielami, które doprowadziły w sierpniu 2016 roku do zawarcia porozumienia z posiadaczami obligacji, którzy zgodzili się na przedłużenie okresu spłaty oraz obniżenie płatności w początkowym okresie obowiązywania nowego harmonogramu. Choć porozumienie jest sukcesem JSW, to jednak nie sposób nie zauważyć, że prawdopodobnie zdecydowała w nim podobna logika wspierania jednych spółek państwowych przez inne – główni wierzyciele (PKO BP SA, BGK oraz PZU) są bowiem także kontrolowani przez rząd.

Uгода z wierzycielami oraz nieoczekiwany gwałtowny wzrost cen węgla koksującego, który stanowi większość produkcji spółki, spowodowały, że ceny akcji JSW zaczęły rosnąć i w listopadzie 2016 osiągnęły poziom ponad 80 zł. W oczach inwestorów spółka powoli odzyskuje swój potencjał, chociaż wynik za pierwsze półrocze 2016 wciąż pozostaje ujemny, a zarząd ani w roku obecnym, ani przyszłym nie spodziewa się osiągnięcia zysku³². Nawet jednak, gdyby „happy end” dla akcjonariuszy JSW okazał się trwały, praktyki właścicielskie Skarbu Państwa pozostaną w pamięci wszystkich uczestników rynku, deformując charakteryzującą go strukturę bodźców. Nasi rozmówcy podkreślali, że z historii upadku i podniesienia się JSW wyciągnięte zostaną przynajmniej trzy wnioski:

- Po pierwsze, **trudno jest prywatnym podmiotom wchodzić na rynek, na którym działają państwowe firmy**, bo tamte mogą zawsze liczyć na pomoc państwa lub powiązanych z nim podmiotów. Taka sytuacja prowadzi do spadku konkurencyjności w dotkniętych nią branżach.
- Po drugie, **częściowo sprywatyzowana firma będzie dbać przede wszystkim o interesy polityczne**, a nie interesy swoich akcjonariuszy, bo w razie kłopotów z tą „uboczną” działalnością związanych, państwo wyciągnie pomocną dłoń. Niekierowanie się przesłankami ekonomicznymi przez państwowe przedsiębiorstwa obniża nie tylko ich efektywność, ale wpływa także negatywnie na otoczenie. Klienci, pracownicy i dostawcy mają bowiem do czynienia z podmiotem, który gra w inną grę niż gra rynkowa – nie wysyła na zewnątrz sygnałów mobilizujących do podniesienia jakości i wydajności, lecz dąży do zachowania status quo.
- Po trzecie, **kupowanie udziałów w pół-państwowych spółkach wiąże się z podwyższonym ryzykiem** nagłej utraty ich wartości, co musi odbijać się na ich wycenach. Ryzyko to wynika z postawy dominującego akcjonariusza, który może w każdej chwili zlecić spółce realizację innych celów niż te, wynikające z jej ekonomicznych interesów.

Casus zakupu kopalni „Knurów-Szczygłowice” przez JSW jest tylko jednym z kilku przykładów wykorzystania przez dominującego właściciela kontroli nad częściowo sprywatyzowaną spółką do celów wspieranych politycznie, lecz nie akceptowanych przez mniejszościowych akcjonariuszy. Podobne zdarzenia dotyczyły także PGE (decyzja o budowie elektrowni Opolo), Energi (zaangażowanie w pomoc Kompanii Węglowej) a także PKO BP i PZU (kilka przypadków). Powtarzalność tego typu praktyki musi negatywnie rzutować na wycenę wszystkich firm publicznych kontrolowanych przez państwo, a tą drogą m.in. na stopę zwrotu jaką osiągają TFI, OFE, PPE, IKE i IKZE, a więc także na to, jakie korzyści z rynku kapitałowego odniesie przeciętny Polak i jaką na skutek tego będzie miał o nim opinię.

Repolonizacja sektora bankowego

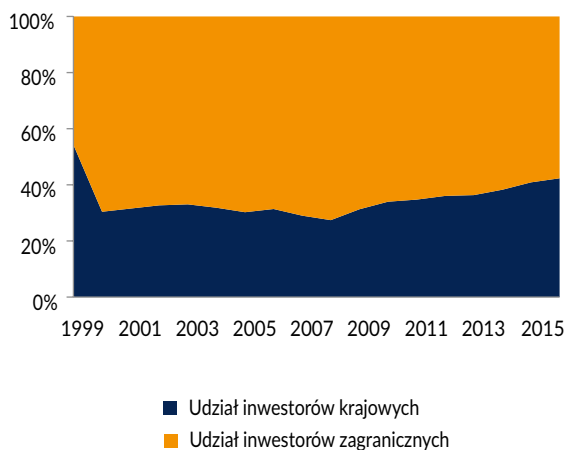
Kolejnym przykładem niezgodności między wizją strategii inwestycyjnej spółki narzucaną przez Skarb Państwa (dominującego akcjonariusza) a oceną, którą tej strategii wystawili inwestorzy prywatni jest tzw. repolonizacja sektora bankowego, czyli trwający od kilku lat proces stopniowego przejmowania przez kontrolowane przez państwo instytucje finansowe aktywów mniejszych banków prywatnych sprzedawanych przez inwestorów zagranicznych. U jej źródeł leży ogólnosiwiatowy kryzys finansowy z 2008 roku, który wywołał w Polsce dyskusję na temat zasadności posiadania przez inwestorów zagranicznych prawie 70% aktywów sektora bankowego (Wykres 18) w sytuacji, gdy w całym OECD jest to zaledwie 12% (Wykres 19). Podkreślano wprawdzie, że polskie banki, zarówno te krajowe, jak i te z przewagą kapitału zagranicznego nie odnotowały większych strat, przede wszystkim ze względu na tradycyjny profil swojej działalności i niskie zaangażowanie na rynku instrumentów pochodnych. Jednak niektóre zagraniczne banki-matki bardzo kryzys odczuły. Zwolennicy „repolonizacji” zaczęli więc argumentować, że będą one chciały transferować środki ze swoich polskich filii w celu podreperowania płynności, co mogłoby spowodować, że polski sektor finansowy, dotychczas bezpieczny, mógłby sam doświadczyć kryzysu. KNF chcąc wyeliminować to hipotetyczne zagrożenie wprowadziła ścisłe regulacje dotyczące odpływu kapitału z banków (limity koncentracji, zatrzymanie zysków w bankach). Raz pobudzona dyskusja o dużej roli kapitału zagranicznego w polskim sektorze bankowym jednak nie zamarła*, a kontrolowane przez państwo instytucje finansowe zaczęły podejmować próby przejmowania mniejszych konkurentów.

Pierwsze próby realizacji planów repolonizacji zakończyły się niepowodzeniem. PKO BP nie udało się przejąć BZ WBK (zakupiony w 2010 r. przez grupę Santander) oraz BGŻ (zakupiony przez BNP Paribas). Skuteczne okazało się dopiero przejęcie w 2014 roku polskiej filii banku Nordea. Kolejnym ruchem był zakup w maju 2015 roku 25% akcji Alior Banku przez PZU, dla którego był to wstęp do dalszego zaangażowania się w sektor bankowy. PZU deklaruje, że docelowo, w ciągu najbliższych lat pragnie konsolidować polski sektor bankowy i stworzyć grupę kapitałową będącą w pierwszej piątce banków w Polsce pod względem wartości aktywów.

W wyniku tych procesów doszło do wzrostu udziału inwestorów krajowych w aktywach sektora z około 35% w 2010 roku do prawie 43% w 2016. Alior Bank, kontrolowany przez PZU, w kwietniu zawarł umowę z GE Capital dotyczącą przejęcia banku BPH; we wrześniu uzyskał również wyłączność negocjacyjną w sprawie przejęcia polskiego oddziału Raiffeisen'a. Część leasingową grupy przejął w listopadzie PKO BP, zostając największym dostawcą tego rodzaju usług w Polsce, z udziałem na rynku w wysokości ponad 13%. Jedną z największych akwizycji w Polsce może być przejęcie pozostałych 33% z 40,1% akcji Pekao, które pozostają w posiadaniu dotychczasowego właściciela – włoskiej grupy UniCredit, przeżywającej trudności finansowe. Kwota transakcji ma wynieść około 11 mld zł, a wzięć w niej udział mają PZU (20% akcji) i Polski Fundusz Rozwoju (13% akcji).

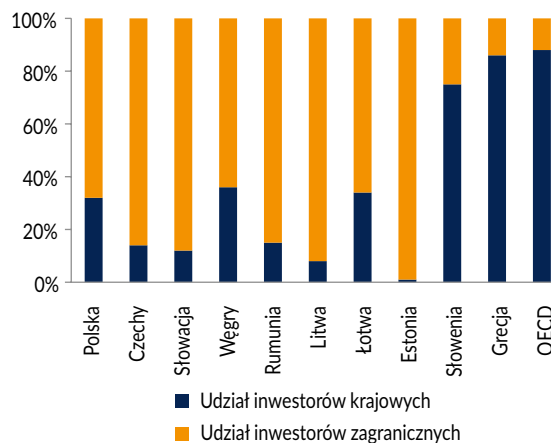
* Należy podkreślić, że własność krajowa lub zagraniczna – sama w sobie – nie wydaje się mieć wpływu na to, czy dany bank popadnie, czy nie w kłopoty finansowe. W Polsce Bankowy Fundusz Gwarancyjny interweniował w ostatnich latach kilkakrotnie, za każdym razem ze względu na bankructwo instytucji o krajowym rodowodzie. Z kolei w czasie światowego kryzysu finansowego lat 2008-2011 w różnych państwach OECD (m.in. Irlandii, Hiszpanii, Grecji i Słowenii) w poważne kłopoty popadły banki o bardzo różnej strukturze własnościowej.

Wykres 18. Struktura własnościowa sektora bankowego w Polsce – udział w aktywach (%).



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych KNF.

Wykres 19. Struktura własnościowa sektora bankowego w wybranych krajach regionu w roku 2009 – udział w aktywach (%).

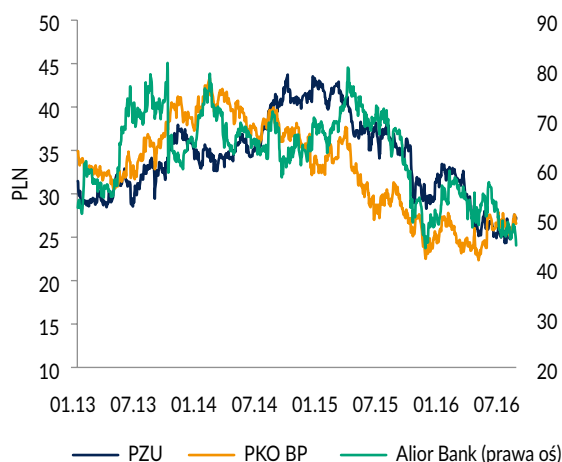


Źródło: Opracowanie własne na podstawie Claessens, van Horen „Foreign Banks: Trends, Impact and Financial Stability”.

Repolonizacja więc ruszyła, mimo tego, że od początku nie brakowało ani zwolenników ani przeciwników zarówno samej idei, jak i metod jej realizacji. Z jednej strony argumentowano, że przeżywające trudności banki-matki nie byłyby w stanie dostarczyć płynności polskim instytucjom, gdyby te jej potrzebowały, a korzyści jakie zagraniczni inwestorzy w sektorze bankowym przynieśli Polsce już się w dużej mierze wyczerpały.³³ Z drugiej obawiano się, że operacja ta, nie dokonuje się na zasadach rynkowych, a przez to przyniesie więcej strat niż korzyści, a repolonizacja oznacza w praktyce renacjonalizację. Wskazywano, że polityczny nacisk na repolonizację może wymuszać na zarządach zaangażowanych w nią spółek oferowanie ceny za przejmowane aktywa większej niż byłyby za tę samą operację zapłacić firmy prywatne. Zgodnie z tą opinią, wyeliminowaniem ryzyka zależności od banku matki przeżywającego kłopoty nie jest warte zapłacenia dodatkowej premii w cenie przejmowanych akcji zwłaszcza kiedy oznacza ona, że banki, które pod koniec lat 1990. lub na początku 2000. były prywatyzowane, dziś ponownie wracają pod kuratelę Skarbu Państwa. Zgodnie z tą oceną, ewentualne pozytywne efekty z dużym prawdopodobieństwem zostaną zredukowane przez większą zależność tych spółek od bieżącej polityki i celów poszczególnych rządów. Spadnie także konkurencyjność rynku bankowego i wzrosną ceny usług bankowych.

Ważnym aspektem repolonizacji jest to, że niekoniecznie musi ona przynieść korzyść angażującym się w nią podmiotom. Nawet jeżeli z punktu widzenia Skarbu Państwa proces ten jest uzasadnionym celem polityki gospodarczej, trzeba zadać sobie pytanie o ochronę interesów akcjonariuszy mniejszościowych. Nasi rozmówcy zwracali uwagę, że synergia z przejmowanymi mniejszymi instytucjami usprawiedliwiająca kosztowną integrację systemów bankowych nie są wcale oczywiste, zwłaszcza w wypadku banku, który już dziś dysponuje największą liczbą placówek i największą rozpoznawalnością w kraju, działając praktycznie w każdym segmencie rynku. W przypadku PZU, nawet sama spółka przyznaje³⁴, że ciężko doszukać się efektów synergii z łączenia działalności ubezpieczeniowej z bankową. Ogłoszona przez PZU nowa strategia postulująca przemianę ze spółki dywidendowej w spółkę „dywidendowo-wzrostową” nie spodobała się więc jej akcjonariuszom. Ceny akcji ubezpieczyciela (Wykres 20), spadły od początku 2015 kiedy przejmowano Alior Bank o ponad 40%.

Wykres 20. Kurs akcji PZU, PKO BP i Alior Banku.



Wykres 21. Wartość indeksu polskiego sektora bankowego od stycznia 2001 (indeks cenowy, banki notowane na GPW).



Źródło: Opracowanie własne na podstawie stooq.pl.

W kontekście ochrony interesów akcjonariuszy mniejszościowych, zwraca uwagę jeszcze jedna kwestia. Ponieważ polskie banki przeszły przez światowy kryzys finansowy względnie suchą nogą, ich wyceny w momencie rozpoczęcia repolonizacji były relatywnie wysokie, przez co całe przedsięwzięcie wydawało się bardzo kosztowne. Sytuacja ta utrzymała się do połowy 2015 roku kiedy indeks cenowy sektora bankowego do tej pory pozostający na stosunkowo wysokich poziomach (Wykres 21), zaczął spadać. Powodem było pojawienie się obaw rynkowych o możliwość uchwalenia ustawy zmuszającej banki do niekorzystnego przewalutowania kredytów walutowych na złotowe. Od tego czasu kursy akcji banków spadły o 35% – najwięcej w przypadku banków, w których znaczącą rolę odgrywają kredyty mieszkaniowe w walutach obcych. W pewnym stopniu wynika to z obaw związanych z realizacją ryzyka kredytowego w razie osłabienia złotego, jednak większe znaczenie miała groźba ewentualnego przewalutowania kredytów walutowych po historycznym (niekorzystnym dla banków) kursie. Część naszych rozmówców wskazywała, że stworzenie wrażenia, iż przewalutowanie jest realną opcją polityczną mogło być strategią stosowaną do wspomnienia procesu repolonizacji, tak aby spółki kontrolowane przez państwo mogły taniej kupić swoich konkurentów. Niezależnie od zasadności tej opinii można powiedzieć, że choć obecna ocena rynkowa procesu repolonizacji jest jednoznacznie negatywna, to w przyszłości może się ona zmienić. Szansa na to wydaje się większa niż w wypadku energetyki i górnictwa przede wszystkim ze względu na różne perspektywy rynkowe jakie mają spółki górnicze i finansowe. Jednocześnie jednak warunkiem poprawy nastrojów inwestorskich jest po pierwsze osiągnięcie realnych korzyści ekonomicznych z przejmowanych aktywów. Oznacza to po pierwsze konieczność restrukturyzacji w tworzących się, większych grupach kapitałowych. Po drugie, konieczny jest wzrost przewidywalności strategii działania skonsolidowanych podmiotów, w tym zwłaszcza w obszarze inwestycyjnym czego warunkiem sine qua non jest prawdopodobnie realna perspektywa ich pełnej prywatyzacji w dającej się przewidzieć przyszłości.

5. Nadzór nad rynkiem

5.1. Perspektywa inwestora

Skuteczna ochrona interesów akcjonariuszy mniejszościowych wydaje się być jedną z najważniejszych determinant rozwoju lokalnego rynku kapitałowego (por. 3.2 Standardy rynkowe). Niestety nie da się równie łatwo stwierdzić, co decyduje o poziomie tej ochrony. Mierniki, z których korzystaliśmy (m. in. rozproszenie akcjonariatu i premia za kontrolę) wskazują bowiem jedynie na jej skutki. Jedyną systematyczną próbą zmierzenia stopnia zabezpieczenia interesów akcjonariuszy mniejszościowych jest Minority Investor Protection Index (MIPI) wchodzący w skład indeksu *Doing Business* przygotowywanego przez Bank Światowy. Wyniki tego badania obarczone są wieloma błędami, jednak i tak warto się im przyjrzeć, ponieważ właśnie z owych błędów płyną ciekawe wnioski na temat ochrony akcjonariuszy w Polsce.

Tabela 3. Poziom ochrony akcjonariuszy mniejszościowych (MIPI) według badania *Doing Business*.

Pozycja	Kraj	Wartość 0-10
1	Nowa Zelandia	8,3
2	Singapur	8,3
3	Hong Kong	8,0
4	Kazachstan	8,0
5	Malezja	8,0
6	Wielka Brytania	7,8
7	Kanada	7,7
8	Gruzja	7,7
9	Izrael	7,5
10	Norwegia	7,5
...		
34	Stany Zjednoczone	6,5
46	Polska	6,3

Schemat 3. Wyniki dla Polski w poszczególnych kategoriach indeksu MIPI w 2016 roku.



Źródło: Bank Światowy.

Tabela 3. przedstawia pierwszą dziesiątkę krajów uszeregowanych według MIPI. Pojawiają się w niej kraje będące liderami naszego rankingu WE CGI, jednak oprócz tego na wysokich miejscach sklasyfikowano między innymi Kazachstan i Gruzję. Z kolei USA są na dalekim 34. miejscu, które dzielą m. in. z Nigerią i Azerbejdżanem. Polska, podobnie jak zajmująca tę samą lokatę Białoruś, jest niewiele niżej – od Stanów Zjednoczonych dzieli ją zaledwie 0,2 pkt w dziesięciostopniowej skali. Przy takich wynikach nie dziwi fakt, że przeprowadzone przez nas analizy statystyczne nie wykazały jakiegokolwiek związku między indeksem MIPI bądź jego subindeksami, a skutecznością ochrony praw akcjonariuszy mniejszościowych interpretowaną jako rozproszenie akcjonariatu, premia za kontrolę bądź rozpowszechnienie piramidalnych struktur własnościowych.

Dlaczego ranking przygotowany przez ekspertów Banku Światowego przyniósł tak rozczarowujące wyniki? Na to pytanie można odpowiedzieć, analizując jego metodologię. Badanie polegało na porównaniu sytuacji prawnej w poszczególnych krajach w odniesieniu do hipotetycznego przykładu sprzedaży aktywów dokonującej się pomiędzy dwoma spółkami kontrolowanymi przez jednego akcjonariusza i wynikającej z tego faktu potencjalnej straty dla akcjonariuszy mniejszościowych. Różne aspekty tego problemu analizowane były w ramach sześciu subindeksów (Schemat 3). Trzy z nich dotyczyły samej sytuacji konfliktu interesów, a drugie trzy ogólnej pozycji akcjonariuszy w spółce. Ocena możliwości działania akcjonariuszy za każdym razem oparta była na obowiązujących w danym kraju przepisach bez uwzględniania praktyki ich funkcjonowania. W tym najprawdopodobniej należy szukać zasadniczej przyczyny rozminięcia się indeksu z gospodarczą rzeczywistością. Szczegółową analizę tej kwestii przeprowadzono³⁵ na przykładzie Singapuru, który cieszy się razem z Nową Zelandią pierwszym miejscem w MIPI, mimo że, jak twierdzą autorzy opracowania, poziom ochrony akcjonariuszy mniejszościowych nie jest tam wcale wysoki. Różnica w ocenie wynika m. in. z następujących powodów:

- Po pierwsze, **formalna możliwość złożenia pozwu** przez akcjonariuszy względem zarządu firmy, który wyraził zgodę na kupno aktywów po zawyżonej cenie od spółki powiązanej z dominującym akcjonariuszem, **nie oznacza iż tego typu pozwy w ogóle są składane**. W analizowanym przypadku autorzy znaleźli tylko jeden taki pozew, w dodatku nieskuteczny³⁶.
- Po drugie, **sytuacja transakcji z jednostką powiązaną jest tylko jednym z wielu przykładów nadużyć w spółkach publicznych**, a rozwiązania w tym zakresie mogą być niereprezentatywne.
- Po trzecie, w krajach o skoncentrowanej strukturze akcjonariatu **istotniejsze są konflikty między akcjonariuszami**, a nie między zarządem a spółką. Wzmacnianie władzy akcjonariuszy względem zarządu niekoniecznie służy spółce wtedy, gdy oznacza jeszcze silniejsze umocnienie dyktatu większości.
- Po czwarte, **liczy się także odpowiedzialność akcjonariuszy, którzy nie są dyrektorami**, które badanie Banku Światowego nie analizuje. Prawo w Singapurze nie nakazuje zaś akcjonariuszom działać w interesie spółki, co praktycznie zwalnia większościowych udziałowców z odpowiedzialności, jeśli tylko nie sprawują funkcji kierowniczych.
- Po piąte, badanie nie bierze pod uwagę **oczekiwanej wartości kosztów sądowych**, które mogą być (i w Singapurze są) na tyle wysokie, że skutecznie zniechęcają do wejścia na drogę procesową.



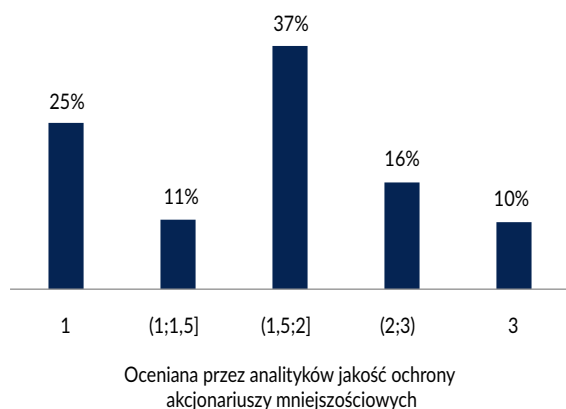
Przeprowadzone przez nas rozmowy wskazują, że wszystkie wymienione problemy występują także w Polsce. Po pierwsze nie udało się ani nam, ani naszym rozmówcom wskazać na choćby jeden przypadek skutecznego (owocującego odszkodowaniem) pozwu akcjonariusza przeciwko władzom spółki z tytułu działania na jej szkodę. Po drugie, rozwiązania prawne dotyczące transakcji z jednostkami powiązanych także w Polsce (zgodnie z prawem UE) przygotowane są szczególnie starannie, mimo iż konflikty między akcjonariuszami występują też na innym tle. Przykładem może być nierówny dostęp do informacji ze spółki, utrudnianie akcjonariuszom mniejszościowym dotarcia na walne zgromadzenia czy zaniżanie cen przy wezwaniach*. Po trzecie silna koncentracja akcjonariatu w Polsce (średnio 59,3% należy do akcjonariusza dominującego) także wskazuje na występowanie przede wszystkim problemów pomiędzy akcjonariuszami, a nie na linii zarząd-spółka. Po czwarte polskie prawo nie wskazuje jednoznacznie, że akcjonariusz ma jakieś obowiązki lojalnościowe względem spółki – w całości jest to domena zarządu. Po piąte, koszty sądowe w Polsce stanowią, zwłaszcza dla indywidualnych inwestorów dużą barierę. Lekarstwem na to mogłyby być pozwy zbiorowe, jednak z naszych informacji wynika, że polskie sądy bardzo wąsko interpretują wspólne roszczenie powodów. Akcjonariusze, którzy kupili akcje różnej wartości i w różnym czasie, a przez to stracili różne sumy pieniędzy, nie są traktowani jako dostatecznie homogeniczna grupa poszkodowanych, przez co pozwy zbiorowe składane przez nich są odrzucające. Do wymienionych problemów należy dodać jeszcze długość spraw toczących się przed sądami oraz brak niektórych szczegółowych przepisów ułatwiających akcjonariuszom wejście na drogę sądową (*vide* bardzo niska pozycja Polski w Director liability index).

Nie wszystkie osoby, z którymi rozmawialiśmy uważały jednak, że poziom ochrony akcjonariuszy w Polsce jest niski. Niektórzy twierdzili wręcz, że interesy akcjonariuszy mniejszościowych chronione są dobrze i pod względem nadzoru korporacyjnego polski rynek mógłby być dla innych wzorem. Wyjaśnienie tej różnicy opinii jest naszym zdaniem następujące: bez dogłębnego przyjrzenia się praktyce, można odnieść wrażenie, że ład korporacyjny w Polsce działa; zasadniczym problemem bowiem nie są przepisy, lecz ich stosowanie. Większość prawa dotyczącego ładu korporacyjnego uchwalana jest na poziomie UE i w każdym kraju członkowskim jego ogólny zarys jest podobny. Na poziomie praktycznym decydują jednak szczegóły – od implementacji dyrektywy, przez jej interpretację aż do orzecznictwa sądów. Na przykład prawo o wezwaniach jest przez niektórych inwestorów omijane tak, że przepis ten wydaje się być częściowo martwy. Chęć jego omięcia zadeklarował nawet Minister Skarbu**, wskazując, że nawet polskie państwo może pójść drogą wykorzystywaną do tej pory tylko przez nielicznych i nie cieszących się najlepszą rynkową reputacją inwestorów prywatnych.

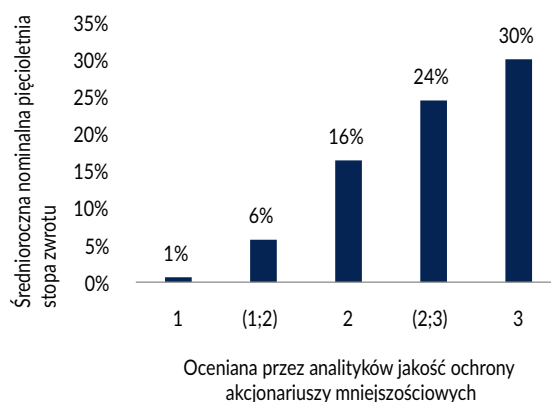
* Zgodnie z przepisami cena w wezwaniu nie może być niższa niż ta zapłacona 12 miesięcy wcześniej innemu akcjonariuszowi. Prawo to jednak omijane jest w ten sposób, że spółka przejmowana zakłada spółkę córkę i wnosi aportem swoje akcje. Następnie inwestor przejmuje spółkę córkę, uzyskując akcje spółki matki, płacąc jednak formalnie za akcje spółki córki, przez co cena tych akcji nie zostaje uwzględniona przy ogłaszaniu wezwania na resztę akcji spółki matki.

** W Krynicy 7 września 2016 ówczesny minister Dawid Jackiewicz powiedział, że „Jest możliwe nabycie akcji KGHM, ale w taki sposób, żeby nie było konieczności ogłaszania wezwania po przekroczeniu progu 33 proc., gdyż wezwanie do 66 proc. może przekraczać nasze możliwości finansowe”.

Wykres 22. Opinie analityków giełdowych o ochronie praw akcjonariuszy w spółkach notowanych na GPW.



Wykres 23. Stopa zwrotu z inwestycji w spółkę giełdową a ocena jakości ochrony praw jej akcjonariuszy.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie ankiety i danych stooq.pl.

Uwaga: Uczestnicy ankiety – analitycy domów maklerskich działających w Polsce – oceniali poziom ładu korporacyjnego w skali od 1 do 3. Do skali dołączony był następujący komentarz:

„Na potrzeby badania przez ład korporacyjny będziemy rozumieć faktyczną ochronę, jaką spółka zapewnia interesom swoich inwestorów mniejszościowych (między innymi, choć nie tylko, poprzez zachowywanie odpowiedniego poziomu transparentności). Skalę ankiety przyjęliśmy następującą:

- 1 – zła ochrona, czyli widoczne przedkładanie wyżej interesów inwestora dominującego lub zarządu;
- 2 – spółka zasadniczo dba o corporate governance, jednak nie ustrzega się pewnych istotnych niedociągnięć;
- 3 – najwyższa nota zarezerwowana dla spółek, których ładowi korporacyjnemu można zarzucić co najwyżej rzadkie i drobne uchybienia”.

Dla rozwoju rynku ważne jest, aby działające na nim podmioty mogły oczekiwać, że litera i duch prawa będą szanowane.

W celu zweryfikowania, na ile można mówić o poważnym problemie, jeśli chodzi o niedostatek ochrony akcjonariuszy mniejszościowych inwestujących na GPW, przeprowadziliśmy ankietę wśród analityków pracujących w domach maklerskich działających na terenie Polski. Odpowiedziało na nią siedmiu analityków, którzy łącznie ocenili w skali od jeden do trzech 229 spółek (większość z nich została oceniona więcej niż jeden raz). Średni wynik dla spółki notowanej na GPW wyniósł 1,86, a więc blisko wartości 2, interpretowanej jako „spółka zasadniczo dba o corporate governance, jednak nie ustrzega się pewnych istotnych niedociągnięć”. Średnie ustalenie można odnieść jednak tylko do mniejszej części spółek, ponieważ wyniki badania cechowały się bardzo dużym rozproszeniem (Wykres 22). Aż jedna czwarta ocenionych przedsiębiorstw otrzymała najniższą notę, co oznacza, że analitycy jednomyślnie zakwalifikowali te spółki do grona firm przedkładających interesy akcjonariuszy dominujących nad interesy własne. Wskazuje to naszym zdaniem, że problem z poszanowaniem praw akcjonariuszy mniejszościowych w Polsce jest bardzo poważny.



Prawdopodobnie gdyby rozszerzyć badanie na tę część spółek (około 40%), która nie ma pokrycia analitycznego jego wyniki byłyby jeszcze bardziej pesymistyczne – wszak należy przypuszczać, że analitycy przyglądają się częściej spółkom większym z poważniejszą renomą na rynku. Wyjątkiem od tej reguły są spółki Skarbu Państwa. Średni wynik dla nich to 1,37, czyli wyraźnie mniej niż w próbie obejmującej tylko spółki prywatne (1,90). Wśród spółek kontrolowanych przez polski rząd znalazły się aż cztery, które otrzymały jednomyślnie najniższą notę, co w świetle zgromadzonych przykładów (por. 4 Polityka własnościowa) specjalnie nie dziwi. By przekonać się, że opinia na temat ochrony akcjonariuszy mniejszościowych ma bardzo silny praktyczny wymiar, przeanalizowaliśmy jej związek z pięcioletnią historyczną stopę zwrotu. Jak pokazuje Wykres 23, ochrona akcjonariuszy mniejszościowych ma bardzo duże znaczenie dla osiągniętych wyników inwestycyjnych. Przeprowadzone badanie jest silnie obciążone problemem selekcji spółek ex post po tym, gdy wiadomo, jakie były stopy zwrotu, przez co może mieć ograniczoną wartość predykcyjną. Jednak ze względu na fakt, że analitycy oceniali wprost poziom ochrony akcjonariuszy (a nie historyczną stopę zwrotu), jego wyniki wskazują naszym zdaniem jednoznacznie, iż mamy do czynienia z problemem przyczyniającym się do obniżenia osiągniętych na GPW wyników inwestycyjnych, a także, że za istotną jego część odpowiadają spółki, w których udziałowcem jest Skarb Państwa. Jest to o tyle niepokojące, że właśnie od tej grupy przedsiębiorstw oraz ich dominującego właściciela można by oczekiwać szczególnej dbałości o relacje inwestorskie i rozwój rynku sensu largo.

Odrębnym problemem, o którym trzeba wspomnieć w kontekście ochrony akcjonariuszy, są oszustwa, czyli działania o charakterze przestępczym, znacznie bardziej dotkliwe dla inwestorów niż nadużycia pozycji dominującego akcjonariusza. Z przeprowadzonych wywiadów wynika, że w Polsce nie jest to problem szczególnie dotkliwy, co nie oznacza, że nie jest ważny. Kłopot polega bowiem na tym, że oszuści bardzo często pozostają bezkarni, a jeszcze częściej uchodzą za takich w świadomości publicznej ze względu na to, iż procesy sądowe ciągną się latami, wyroki zapadają niskie i przeważnie nie udaje się ustalić, co stało się z pieniędzmi. W odbiorze społecznym tak traktowane są głośne afery WGI, Amber Gold czy SKOK Wołomin. Choć tylko ta pierwsza miała cokolwiek wspólnego z rynkiem kapitałowym, każda nierozliczona afera finansowa stanowi plamę reputacyjną zniechęcającą Polaków do powierzania pieniędzy komukolwiek oprócz banków, w których wkłady gwarantuje państwo. Wśród głównych przyczyn przewlekłości i nieskuteczności postępowań nasi rozmówcy wymieniali przede wszystkim brak wiedzy sędziów i prokuratorów, którzy w odróżnieniu od adwokatów podejrzanych, nie mają warunków do odpowiednio daleko idącej specjalizacji, a także polską tradycję procesową, premijującą m.in. przesłuchanie wszystkich świadków i poszkodowanych, nawet jeśli kolejne osoby nie wnoszą zgoła nic nowego do już zgromadzonego materiału dowodowego.

5.2. Perspektywa emitentów i instytucji finansowych

Sprawny nadzór nad rynkiem kapitałowym przynosi korzyści wszystkim jego uczestnikom, jednak korzyściom tym towarzyszą także koszty. Za działanie aparatu regulacyjnego płacą podatnicy oraz, w znacznie większym stopniu, emitenci giełdowi i instytucje finansowe zaangażowane w proces obrotu instrumentami rynku kapitałowego, którzy muszą na bieżąco dostosowywać się do zmieniających się reguł, ponosząc na ten cel określone nakłady. W niektórych krajach – m.in. w Wielkiej Brytanii – pokrywają oni także istotną część bezpośrednich kosztów działania instytucji nadzorczych. Z powyższych powodów ideałem nie jest nadzór, który minimalizuje szansę nadużyć, lecz taki, który obniża ryzyko działalności na rynku kapitałowym do akceptowalnego minimum bez obciążania uczestników rynku nadmiernymi kosztami. Przeprowadzone rozmowy wskazują, że polski nadzór daleki jest od tego stanu rzeczy głównie ze względu na koszty zewnętrzne swojego działania. Nasi rozmówcy wymienili następujące problemy bieżącego status quo:

- długotrwałość procedur, takich jak rejestracja funduszu inwestycyjnego czy zatwierdzenie prospektu;
- brak komunikacji w języku angielskim;
- konieczność załatwiania wszystkiego poprzez oficjalne pisma opatrzone pieczęciami i podpisami;
- niechęć urzędników do spotkań z interesantami;
- brak zrozumienia perspektywy uczestników rynku, w szczególności dotyczy to kadry dyrektorskiej, której zarzuca się brak doświadczenia pracy w sektorze prywatnym;
- brak synergii z nadzorem bankowym, a nawet synergie ujemne wynikające z zajęcia uwagi kierownictwa przede wszystkim sprawami banków;
- trudności ze składaniem zawiadomień do KNF w sprawach naruszeń wynikające z wymogu szczegółowego uzasadniania składanych wniosków, którego inwestor nie jest w stanie dostarczyć;
- brak możliwości prawnej składania przez KNF (oraz GPW) zawiadomień o działaniu na szkodę spółki nawet w rażących przypadkach mimo posiadania wiedzy na ten temat;
- interpretowanie prawa europejskiego w sposób bardzo restrykcyjny i formalny, niezgodny z zasadą proporcjonalności tak, że małe podmioty krajowe podlegają nie raz podobnym rygorom jak wielkie międzynarodowe banki inwestycyjne.

Ogólnie rzecz biorąc można powiedzieć, że polski nadzór finansowy cierpi na chorobę instytucji o stricte administracyjnym rodowodzie. Brakuje mu powiązania z rynkiem zarówno w warstwie



formalnej (brak możliwości działania na rzecz rozwoju rynku) jak i funkcjonalnej (brak tzw. „obrotowych drzwi” umożliwiających zachowanie bliskiego kontaktu z problemami drugiej strony). Problem ten ma charakter ogólniejszy – nie ogranicza się tylko do Komisji Nadzoru Finansowego ale jest, z różną intensywnością, współdzielony przez wielu agend, których zadaniem jest ochrona praw konsumentów i konkurencji na wybranych rynkach. Doświadczenia m.in. brytyjskie, szwedzkie i amerykańskie pokazują, że możliwa jest zmiana tego modelu na model dużo bardziej sprzyjający rozwojowi polskiego rynku kapitałowego.

Wydaje się, że w związku z deklarowaną w Strategii Odpowiedzialnego Rozwoju wolą przygotowania nowej „Strategii dla rynku kapitałowego”, a także z planowaną zmianą umiejscowienia nadzoru finansowego w polskim systemie prawnym, moment na reformę głębszych założeń jego działania jest szczególnie dobry. Jednocześnie jednak trzeba mieć świadomość, że zmiana taka wymagałaby nie tylko upodmiotowienia nadzoru nad rynkiem kapitałowym m.in. w zakresie umożliwiającym składanie przez KNF zawiadomień o działaniu na szkodę spółki lub jej inwestorów w spółkach z udziałem Skarbu Państwa, ale i przewartościowania głębszej filozofii na której opiera się jego codzienne działanie. Priorytetem nowoczesnego nadzoru nad rynkiem kapitałowym powinien być bowiem rozwój tego rynku, polegający na codziennym dbaniu o to, by prawa wszystkich jego uczestników: emitentów, inwestorów prywatnych, Skarbu Państwa, instytucji finansowych i innych były należycie chronione. Jako wzór, najczęściej podawany był nadzór w Wielkiej Brytanii, którego podejście prezentuje Ramka 3.

Ramka 3. Charakterystyka brytyjskiego systemu nadzoru nad rynkiem kapitałowym.

Brytyjski zintegrowany system nadzoru finansowego wprowadzony reformą z roku 1997 był uważany za jeden z najnowocześniejszych i najbardziej skutecznych. Głównym argumentem za stworzeniem osobnej instytucji zajmującej się nadzorem były doświadczenia nadzorów krajów skandynawskich w czasie kryzysu bankowego na przełomie lat 1980. Nadzorcy skupiali się przede wszystkim na przestrzeganiu przez banki obowiązujących przepisów, zamiast monitorować całościową akumulację ryzyka. Również w sytuacji rozmywania się granic i wzajemnym przenikaniu kompetencji banków, firm ubezpieczeniowych i innych instytucji uważano za konieczne stworzenie organu, który byłby w stanie wszystkie te zależności zrozumieć, dokonywać rzetelnej analizy ryzyk mikro- i makroekonomicznych oraz stosować instrumenty odpowiadające specyfice konkretnej instytucji. Oczekiwano również, by nadzór stał się niezależny od politycznych nacisków, oraz autonomiczny zarówno względem władzy fiskalnej, jak i monetarnej. Kolejnym argumentem za wydzieleniem nadzoru z banku centralnego był możliwy konflikt interesów między prowadzoną przez niego polityką pieniężną a troską o stabilność finansową sektora bankowego.

Wadą takiego rozwiązania jest wyłączenie banku centralnego z procesu nadzoru. Wynikła z tego niedoskonałość koordynacji informacyjnej mogła osłabić jego skuteczność. Ponadto, ze względu na powielanie części zadań zarówno przez nadzorcę jak i bank centralny, takie rozwiązanie mogło nie być optymalne kosztowo. Do tego dochodzi zagrożenie płynące z integracji nadzoru nazywane żargonowo jego „ubankowaniem”. Tymczasem sektor bankowy, choć wciąż prawdopodobnie najważniejszy systemowo, nie jest jedynym, którym nadzór powinien się dokładnie i na bieżąco zajmować. Każda ze sfer, która jest nadzorowana wymaga zaś osobnego spojrzenia, odmiennych regulacji i rekomendacji. Istnieje ryzyko, że przy nadzorze firm ubezpieczeniowych, funduszy inwestycyjnych czy emerytalnych stosowane będą procedury odpowiednie dla sektora bankowego, ale niekoniecznie już dla tych konkretnych instytucji.

cd. Ramka 3. Charakterystyka brytyjskiego systemu nadzoru nad rynkiem kapitałowym.

Kryzys finansowy z 2008 roku i niepowodzenie zapewnienia stabilności finansowej przez FSA wywołały powrót dyskusji o optymalnym kształcie systemu nadzoru zmierzającej do kompromisowego rozwiązania, uwzględniającego większość wymienionych wcześniej argumentów. W 2013 r., na mocy Financial Services Act 2012, FSA zostało zastąpione przez dwie nowe instytucje Prudential Regulation Authority, podlegające bezpośrednio Bankowi Anglii i odpowiedzialnej za nadzór bankowy oraz Financial Conduct Authority zajmującej się pozostałymi instytucjami sektora finansowego. Taki podział zadań pozwala z jednej strony na włączenie banku centralnego w proces nadzoru, co zgodnie z wcześniej przedstawionymi argumentami jest rozwiązaniem efektywnym, a z drugiej strony nadzór nad nie-bankową częścią systemu finansowego powierzony jest wyłącznie dedykowanej instytucji. Przewaga nadzoru brytyjskiego nie tkwi jednak w jego strukturze organizacyjnej, lecz w obcym niestety wielu państwom Europy kontynentalnej sposobie działania. Wiele mówiący jest już sam fakt, że roczny biuletyn informacyjny FCA nosi nazwę „Business plan”. Jest to bowiem instytucja nastawiona w pewnym sensie biznesowo; działająca dla realizacji konkretnych wyników, ale biorąca pod uwagę realia ekonomiczne, co przejawia się poprzez m. in.:

- dbanie o rozwój rynku w ten sposób, że punktem wyjścia dla każdego działania jest zawsze interes konsumenta;
- stosowanie silnej priorytetyzacji, czyli koncentracji na problemach najważniejszych dla rynku;
- oczekiwanie aktywnej współpracy ze strony uczestników rynku w poprawianiu istniejących standardów i wykrywaniu nadużyć;
- konsultowanie podejmowanych inicjatyw z reprezentantami konsumentów, praktykami rynku kapitałowego oraz przedstawicielami emitentów (małych i średnich);
- ograniczanie kosztów działalności i pomiar jej efektów;
- szerokie wykorzystanie technologii ICT.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Kierska-Woźny (2013), Ramotowski (2016)³⁷ oraz FCA Business Plan 2016/2017.

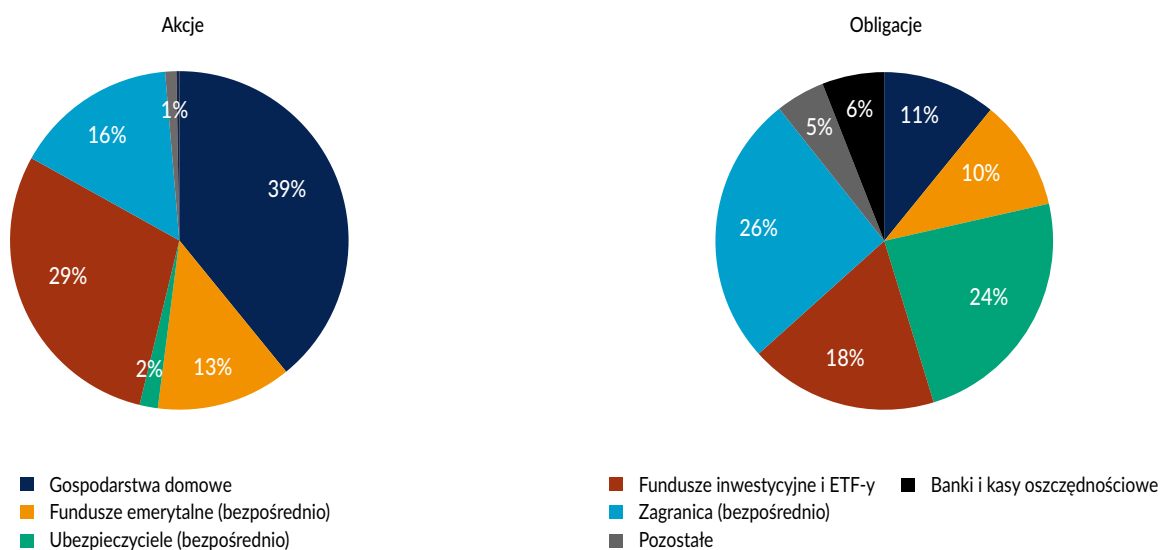
6. Mobilizacja kapitału

6.1. Źródła kapitału

Kapitał na rynki akcji i obligacji płynie pięcioma głównymi strumieniami. Zaliczyć należy do nich środki pochodzące od inwestorów indywidualnych, funduszy emerytalnych, funduszy inwestycyjnych (w tym funduszy typu ETF), ubezpieczycieli oraz inwestorów zagranicznych. Na różnych rynkach strumienie te mają różną siłę. Wykres 24 prezentuje udziały najważniejszych grup inwestorów w kapitalizacji rynków akcji i obligacji w Stanach Zjednoczonych. Krótka refleksja nad strukturą tego rynku może być szczególnie pożyteczna, ponieważ jest to rynek bardzo dobrze rozwinięty i z tego powodu pod wieloma względami wzorcowy, a przy tym jedyny, co do którego dysponujemy tak dokładnymi danymi. Pięć najważniejszych grup inwestorów obecnych jest w USA zarówno na rynku akcji, jak i obligacji, lecz odgrywają oni na tych rynkach inną rolę. Na rynku akcji największy udział w całkowitej kapitalizacji mają osoby fizyczne (gospodarstwa domowe). Nie należy jednak przypisywać im kluczowego znaczenia z punktu widzenia dynamiki rozwoju nowojorskiej giełdy. Większość tej grupy stanowią bowiem założyciele przedsiębiorstw lub ich rodziny, a więc osoby które nie weszły w posiadanie akcji drogą kupna. Grupa ta decyduje o podaży przedsiębiorstw, lecz nie o podaży nowego kapitału. Napływ środków na rynek zapewniają jedynie, mieszczący się w grupie gospodarstw domowych, drobni inwestorzy indywidualni. Jednak ich liczba, sądząc po udziale osób fizycznych w rynku obligacji, na którym większość uczestników pojawia się już w drodze kupna papierów wartościowych, nie przekracza 10-15%.

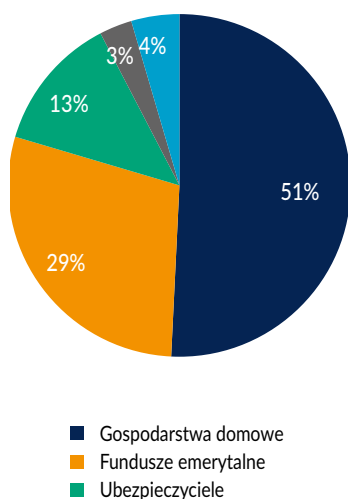
Najważniejszą grupą podmiotów inwestujących w akcje są natomiast fundusze emerytalne. Wprawdzie z pozoru udział funduszy inwestycyjnych jest w nim ponad dwukrotnie większy, jednak po sprawdzeniu struktury ich uczestników (Wykres 25), okazuje się, że prawie połowę ich kapitału dostarczają krajowi inwestorzy instytucjonalni. Po uwzględnieniu tego faktu, można oszacować udział funduszy emerytalnych w kapitalizacji amerykańskiego rynku akcji na 21% (Wykres 26). Fundusze inwestycyjne kontrolowane przez gospodarstwa domowe (oraz inne, nieznanące z punktu widzenia wielkości rynku, grupy inwestorów), stanowią dopiero trzecią w kolejności – po zagranicy – grupę posiadaczy akcji. Stosunkowo najmniejszą rolę na rynku akcji odgrywają ubezpieczyciele. Zupełnie inaczej jest na rynku obligacji korporacyjnych, gdzie ich znaczenie jest kluczowe, wyraźnie większe od funduszy inwestycyjnych i emerytalnych.

Wykres 24. Udział poszczególnych grup inwestorów we własności amerykańskich akcji i obligacji korporacyjnych w 2015 roku (rynek publiczny oraz niepubliczny, bez korekty o udziałowców funduszy inwestycyjnych).



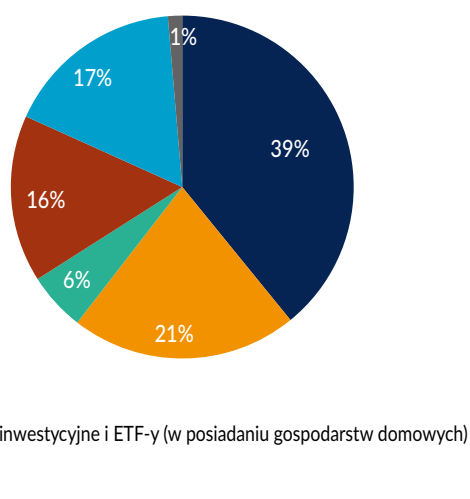
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych FED Z1 (L. 213 i L.223).

Wykres 25. Inwestorzy w funduszach inwestycyjnych w USA.



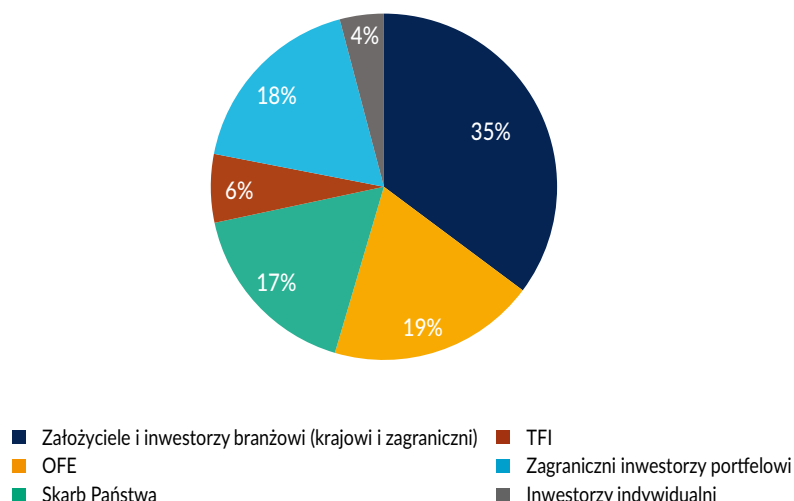
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych FED Z1 (L.223 i L.224).

Wykres 26. Inwestorzy na amerykańskim rynku akcji po uwzględnieniu pośredniego zaangażowania funduszy emerytalnych, ubezpieczycieli i zagranicy w fundusze inwestycyjne.



W przypadku Polski brakuje danych, zwłaszcza odnoszących się do rynku obligacji, by przedstawić równie szczegółowe wyliczenia, dlatego trzeba uciec się do szacunków*, których wynik przedstawia Wykres 27. Najbardziej precyzyjna sprawozdawczość dotyczy OFE, które według informacji KNF kontrolują ok. 19% rynku akcji. Ich rola jest w pełni porównywalna z rolą jaką fundusze emerytalne pełnią na rynku amerykańskim. Tego samego nie można jednak powiedzieć o TFI, które zarządzają aktywami o trzykrotnie mniejszym znaczeniu w całym krajowym rynku akcji (6,4%) niż ich odpowiedniki w USA. Rolę największego inwestora na GPW (35,2% kapitalizacji) pełnią założyciele firm oraz inwestorzy zagraniczni, którzy objęli udziały w spółkach zarówno na drodze procesu prywatyzacji jak i wtórnie, już poprzez giełdę. Bazując na raportowanych przez GPW obrotach można przypuszczać, że kontrolują oni ok. 22%-25% wszystkich aktywów giełdowych, o kilka punktów procentowych przekraczający poziom charakterystyczny dla USA. Szacunek ten jest przybliżony jednak relatywnie wyższa pozycja kapitału zagranicznego na polskiej giełdzie jest zrozumiała ze względu na znacznie krótszy niż na rozwiniętych rynkach okres akumulacji kapitału krajowego. Napływ na giełdę polskich firm prywatnych stopniowo ten stan rzeczy zmienia, jednak nadal na warszawskim parkiecie rola spółek pochodzących z prywatyzacji jest nie do przecenienia. Ponieważ proces ten nie został w wielu przypadkach dokończony, specyfiką rynku polskiego jest znaczący udział państwa w kapitalizacji giełdy. Aż 17% akcji notowanych na GPW znajduje się we władaniu polskiego rządu – wielokrotnie więcej niż w USA, gdzie rząd federalny kontroluje zaledwie 0,2% wszystkich akcji. Wysokie zaangażowanie państwa polskiego nie odpowiada nie tylko normom amerykańskim, ale także jakiegokolwiek kraju o rozwiniętym rynku kapitałowym. W krajach określonych przez nas jako liderzy i wiceliderzy (por. Rozdział 3.1. Liderzy i maruderzy) udział w kapitalizacji dużych spółek będących własnością państwową waha się od 0% (Hiszpania, Kanada) do 20% (Norwegia, która ma jednak tylko dwie duże państwowe spółki). W Polsce to samo badanie dało wynik 100% (6/6) – nie tylko najwyższy, ale nie powtórzony przez żaden kraj oprócz Czech, w których tylko jedna należąca do państwa spółka spełniała kryterium wielkościowe³⁸.

Wykres 27. Szacunkowa dekompozycja inwestorów na polskim rynku akcji na koniec 2015 roku.



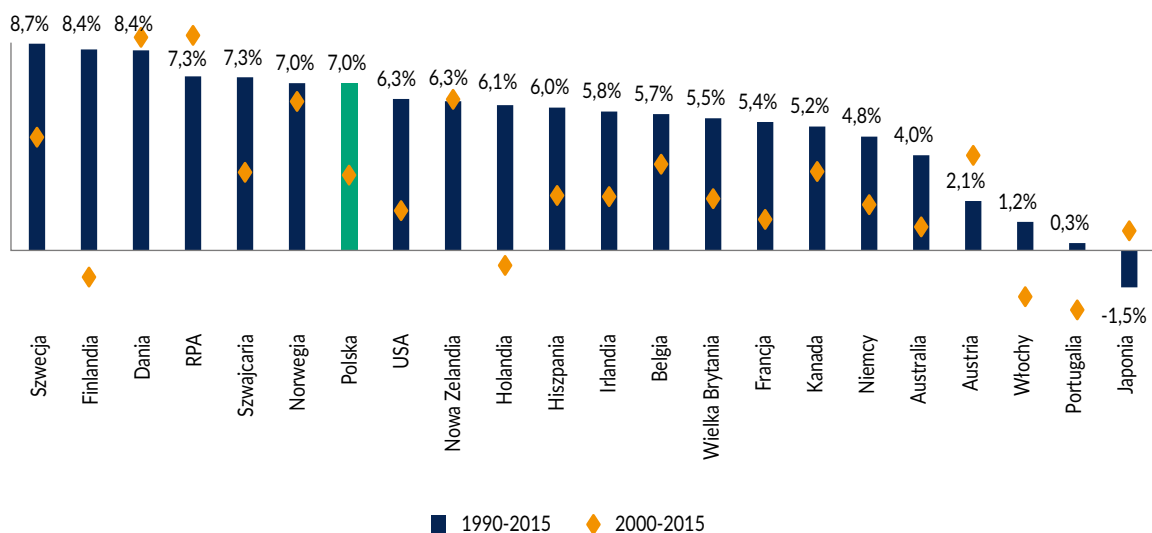
Źródło: Szacunki własne.

* Raport IZFIA pozwalają obliczyć, że fundusze inwestycji otwartych zarządzały na koniec 2015 roku portfelem akcji krajowych odpowiadającym około 6,4% kapitalizacji GPW. Oszacowanie udziału pozostałych grup inwestorów wymaga pogrupowania ich trochę na innej zasadzie niż ma to miejsce w sprawozdawczości amerykańskiej. Jeżeli policzymy wartość akcji należących do inwestorów dominujących (bez OFE, TFI i SP), otrzymamy udział właścicieli połączony z udziałem inwestorów branżowych z kraju i zagranicy. Następnie pozostałą część akcji można podzielić między inwestorów indywidualnych a zagranicę na podstawie proporcji obrotów.

6.2. Ile zarabia kapitał?

Ile daje zarobić polska giełda? Odpowiedź na to pytanie jest jedną z najważniejszych dla percepcji społecznej rynku kapitałowego. Ma zatem decydujące znaczenie dla tego, czy Polacy będą skłonni lokować na nim swoje oszczędności oraz czy będą oczekiwać od polityków działań pomyślnych dla rynku. Informacja na temat zyskowności inwestycji giełdowej (w akcje lub obligacje korporacyjne) nie jest prosta do uzyskania. W ciągu dwudziestu pięciu lat od powstania Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, indeks WIG zwiększył swoją wartość ponad 48 razy. W ujęciu rocznym daje to stopę zwrotu na poziomie 16,75%. Ten imponujący wynik trzeba skorygować o inflację – znaczny poziom inflacji w latach dziewięćdziesiątych spowodował, że ceny od tego czasu wzrosły prawie dziesięciokrotnie. Tak skorygowany wynik jest nadal bardzo dobry: 7% realnego wzrostu wartości portfela dałoby Polsce siódme miejsce wśród czołowych rynków świata (Wykres 28). Wynik ten jest jednak w części zasługą kilku pierwszych lat, kiedy giełdą interesowali się przede wszystkim entuzjaści, spółek było niewiele, a kursy akcji w niewielkim stopniu przekładały się na sytuację majątkową przeciętnego Polaka, ponieważ giełda była na to po prostu zbyt mała. Dopiero pod koniec lat 1990. wraz z szybkim rozwojem Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych oraz reformą emerytalną, która związała z GPW finanse milionów pracujących Polaków, ten stan rzeczy uległ zmianie. Lepszą cezurą do badań nad wynikami inwestycji rynkowych w Polsce jest więc rok 2000.

Wykres 28. Realna roczna stopa zwrotu z czołowych rynków rozwiniętych w latach 1990-2015 oraz 2000-2015 w zestawieniu ze stopą zwrotu z indeksu WIG.



Źródło: Credit Suisse Yearbook 2016, opracowanie własne na podstawie danych bankier.pl.

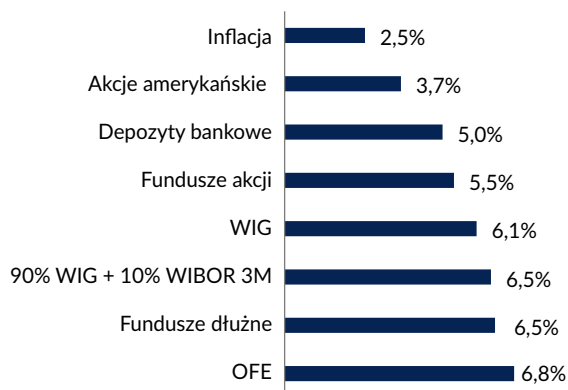
Uwaga: Stopa zwrotu z indeksu WIG nie obejmuje lat 1990-2015, lecz zbliżony okres dwudziestu pięciu lat od powstania giełdy (IV'91-IV'16). Każdy podawany tu i na innych wykresach przedział jest przedziałem obustronnie domkniętym, czyli obejmuje początek pierwszego i koniec ostatniego roku. Porównania międzynarodowe dokonywane są w wielkościach realnych, zaś wszystkie wskaźniki używane do opisywania wyników inwestycji na rynku krajowym są nominalne.



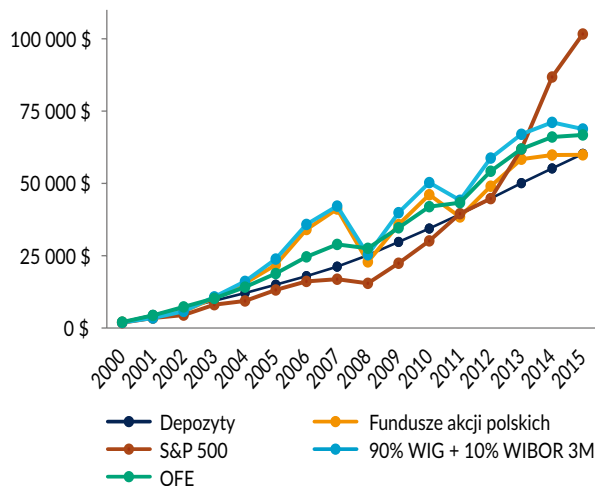
Inwestycja w podstawowy warszawski indeks (WIG) na początku tego stulecia pozwoliła do końca 2015 roku zarobić w ujęciu rocznym nominalnie 6,1%. Jest to wynik nieco gorszy od osiągniętego przez cały okres od założenia giełdy, a także lokujący się poniżej tego, co oferowały w tym okresie fundusze dłużne (Wykres 29), ale w porównaniu z depozytami bankowymi czy akcjami amerykańskimi (w przeliczeniu na PLN), polska giełda wypada lepiej. Niestety mało kto dokonał jednorazowej inwestycji w polskie akcje akurat na początku wieku. Bardziej reprezentatywne dla faktycznie osiągniętych wyników jest porównanie stanu hipotetycznego konta będącego sumą regularnych wpłat inwestowanych na rynku akcji przez cały analizowany okres. Wynik takiego porównania prezentuje Wykres 30 przedstawiający, jak rosłaby kwota przeciętnego miesięcznego wynagrodzenia (ok. 4% rocznych dochodów przeciętnego gospodarstwa domowego) zainwestowana co roku w różnego typu instrumenty finansowe.

Po szesnastu latach inwestycji, o nominalnej łącznej wysokości 45.700 zł, kwota kapitału zainwestowanego w fundusze akcji polskich (po uwzględnieniu opłat i podatków) miałyby wartość 60.000 zł, czyli w zasadzie tyle samo (o dwieście złotych mniej) co wartość kapitału odłożonego w formie depozytów bankowych. Ten rezultat jest rozczarowujący – nie po to przecież inwestor godzi się na krótkookresowe ryzyko inwestycyjne grożące przejściową utratą wartości kapitałów, żeby w długim, kilkunastoletnim okresie zarobić tyle samo co na bezpiecznej lokacie. Z tytułu ponoszenia ryzyka należy spodziewać się jakiejś premii, np. takiej, jaką oszczędzający uzyskałby kupujący instrument odzwierciedlający indeks giełdy nowojorskiej (tzw. ETF), który w tym samym okresie zwiększyłby jego stan posiadania ponad dwukrotnie tj. do 101.600 zł. Taką premię dawałoby inwestowanie np. w indeks WIG, byłaby ona jednak wyraźnie mniejsza niż w wypadku zakupu amerykańskiego ETF-a – po piętnastu latach inwestor kierujący w każdym roku na giełdę równowartość przeciętnej miesięcznej płacy (zakładamy bufor płynności w wysokości 10% zaangażowanych środków przynoszący zwrot zgodny ze stopą WIBOR 3M) mógłby spodziewać się kapitału w wysokości 68.800 zł. W tym miejscu należy podkreślić, że ze względu na niską płynność wielu akcji odzwierciedlenie indeksu WIG nie jest zadaniem prostym, czego świadectwem jest między innymi to, że na GPW brak jest odpowiedniego funduszu ETF.

Wykres 29. Średnioroczna nominalna stopa zwrotu w PLN w latach 2000-2015 dla jedno-razowej inwestycji dokonanej w styczniu 2000 roku.



Wykres 30. Nominalna wartość kapitału pochodzącego z odkładania co roku przeciętnego miesięcznego wynagrodzenia w różnych aktywach.

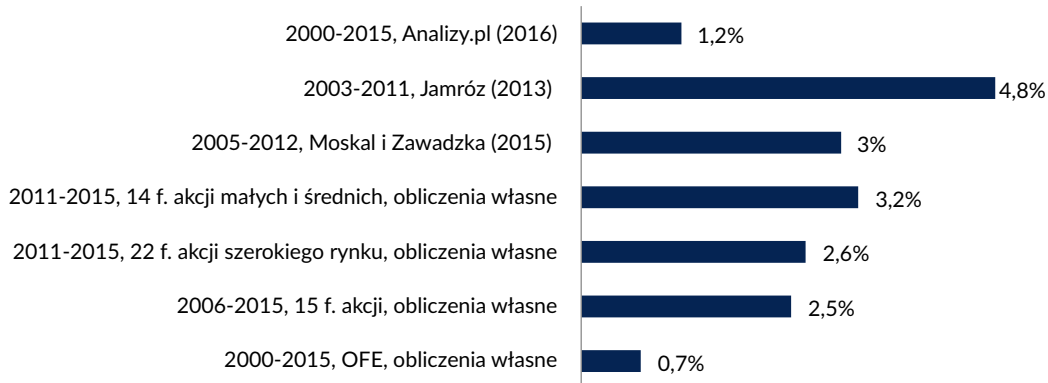


Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportu Analizy.pl³⁹.

Uwaga: Obliczenia nie uwzględniają opłat od składek w funduszach inwestycyjnych i emerytalnych, uwzględniają jednak opłatę za zarządzanie.

To, że inwestor koncentrujący się na aktywach krajowych musiał się w latach 2000-2015 liczyć ze stopą zwrotu na poziomie depozytów bankowych, miało dwie przyczyny. Po pierwsze, stopa zwrotu z polskich akcji była w tym czasie niższa niż z amerykańskich, przede wszystkim za sprawą kilku lat wyjątkowo złej koniunktury giełdowej w Polsce po roku 2011. Stało się tak w dużej mierze na skutek niekorzystnych zmian w otoczeniu regulacyjnym giełdy oraz erozji ochrony praw inwestorów mniejszościowych na rynku krajowym (szerzej traktują o tym Rozdziały 4.2 i 4.3). Po drugie, na wyniki funduszy inwestycyjnych rzutował odmienny sposób inwestowania w aktywa w Polsce i za granicą. Analizowany przez nas indeks S&P 500 można kupić ponosząc z tego tytułu opłaty roczne zaczynające się od 0,04%, co pozwala uzyskać stopę zwrotu zbliżoną do wskazań indeksu. Także fundusze aktywnie inwestujące na rynku amerykańskim umożliwiają uzyskanie stóp zwrotu netto na porównywalnym, a niekiedy i wyższym poziomie. Niestety w Polsce jest inaczej. Portal Analizy.pl podaje, że średnioroczna stopa zwrotu z funduszy akcyjnych była niższa o 1,2 pkt. proc. od benchmarku składającego się z WIG i WIBOR 3M (Wykres 31). Oszacowanie to wydaje się nam być, sądząc po publicznie dostępnych dla odrobiny tylko krótszego okresu danych, zawyżone. Od roku 2006 piętnaście przebadanych przez nas funduszy akcji działających nieprzerwanie do roku 2015 uzyskało zwrot netto (tj. po opłatach za zarządzanie) o ok. 2,5 pkt. proc. rocznie gorszy od benchmarku. Zawężenie okresu badania do pięciu lat w połączeniu z poszerzeniem próby funduszy do 22 i zawężeniem jej do funduszy szerokiego rynku (porównywalnych z WIG) daje zbliżony wynik 2,6 pkt. proc. Z kolei przyjrzenie się funduszom małym i średnim w porównaniu z bardziej dla nich adekwatnym benchmarkiem reprezentowanym przez mWIG40 i sWIG80 daje jeszcze mniej korzystny rezultat 3,2 pkt. proc.

Wykres 31. Różnica między stopą zwrotu z syntetycznego benchmarku składającego się w 90% z indeksu WIG i 10% ze stopy WIBOR 3M, a inwestycją w portfel akcyjnych funduszy inwestycyjnych.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie wyników badań własnych oraz zewnętrznych⁴⁰.

Uwaga: Jako benchmark dla badań własnych nad funduszami małych i średnich spółek wykorzystany został benchmark 45% mWIG40 + 45% sWIG80 + 10% WIBOR 3M. W badaniach własnych udziały funduszy w portfelach były ważone ich wielkością pod koniec okresu.

Z punktu widzenia członka TFI sytuacja mogła wyglądać jeszcze gorzej niż wynikałoby to z przedstawionego porównania. Po pierwsze, skonstruowany przez nas indeks stóp zwrotu z funduszy akcji był ważony kapitalizacją na koniec 2015 roku. Nie można jednak wykluczyć, że te fundusze, którym udało się pozyskać więcej inwestorów, mogły legitymować się wyższymi stopami zwrotu, czego jednak ex-ante klient nie mógł wiedzieć. Zaadresowanie tego problemu przez równe wagi przypisane poszczególnym funduszom zwiększa różnicę względem benchmarku o 0,3 pkt. proc. w przypadku funduszy szerokiego rynku i o 0,1 pkt. proc. w przypadku funduszy małych i średnich spółek. Po drugie, nie uwzględniamy w analizie efektu przetrwania (*survivorship bias*), czyli zjawiska polegającego na tym, że fundusze o słabych wynikach są zamykane przed końcem analizowanego okresu i przez to są niedoreprezentowane w badaniu. Wprawdzie w literaturze można spotkać pogląd⁴¹, że na rynku polskim efekt przetrwania nie ma dużego znaczenia, jednak przy małych próbach badawczych nawet jeden „zły” fundusz obniża wartość indeksu o kilka dziesiątych pkt. proc., a przy średnim czasie życia funduszu akcyjnego na poziomie 28 miesięcy⁴² nawet w krótkim pięcioletnim oknie zniknąć może kilka funduszy. Po trzecie, nasze obliczenia nie uwzględniają opłat manipulacyjnych. Fundusze niejednokrotnie pobierają od wpłacanych składek nawet 5%, a zdarzają się także opłaty za konwersję jednostek uczestnictwa na gotówkę. W raporcie Analizy.pl⁴³ znajduje się porównanie wewnętrznych stóp zwrotu funduszy akcji polskich z opłatami manipulacyjnymi i bez. Dla okresu od sierpnia 1999 r. do stycznia 2016 r., IRR funduszy akcji z opłatami wyniósł 2,95% a bez opłat 3,37%. Opłaty dystrybucyjne pomniejszają więc roczną stopę zwrotu o około 0,4 pkt. proc.

6.3. Fundusze emerytalne

Lekcja z OFE

Relatywnie wysoki udział funduszy emerytalnych w kapitalizacji warszawskiej giełdy jest następstwem reformy emerytalnej z 1999, dzięki której na GPW zaczęły regularnie napływać miliardy złotych pochodzące ze składek milionów obywateli. W ciągu niespełna piętnastu lat (Wykres 32) polskie fundusze osiągnęły udział w kapitalizacji porównywalny z funduszami amerykańskimi, tworząc ważny fundament krajowego rynku kapitałowego⁴⁴. Jednak w 2011 roku Parlament przyjął ustawę obniżającą znacząco wymiar składki pływającej do funduszy, by w trzy lata później pozbawić je ponad połowy aktywów, dalej ograniczyć składkę oraz liczbę uczestników, a także wprowadzić mechanizm stopniowego transferu środków z OFE do ZUS (tzw. suwak emerytalny). Obowiązujące do dziś prawo, jeśli nie zostanie zmienione, będzie skutkowało znaczącym spadkiem znaczenia oszczędności emerytalnych w finansowaniu polskich firm, oddalając Polskę od standardów właściwych dla krajów rozwiniętych.

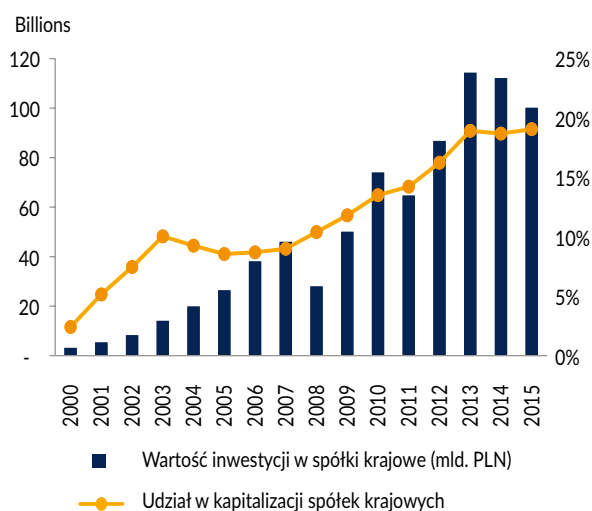
Nim przedstawimy propozycje naprawy tej sytuacji, warto zastanowić się nad przyczynami, dla których rozpoczęto stopniowe zamykanie „projektu OFE”. Jedną z nich było rozpowszechnienie się w opinii publicznej przekonania, że OFE są instytucjami drogimi i nieefektywnymi. Teza ta nie znajduje wszakże potwierdzenia w danych. Choć zarówno w przypadku opłat, jak i polityki inwestycyjnej funduszy można wskazać istotne niedociągnięcia (wynikające przede wszystkim z opieszałości lub zaniechania regulacyjnego), ogólny obraz działalności OFE wcale nie jest niekorzystny. Wykres 33 pokazuje roczną stopę zwrotu netto (osiągniętą przez fundusze po odliczeniu opłat za zarządzanie). W trakcie całego okresu, stopa zwrotu z OFE była niższa o 0,7% w skali roku od benchmarku*, co oznacza, że przy opłacie od aktywów wynoszącej średnio 0,54% w skali roku wynik inwestycji brutto był bliski referencyjnemu. Przy dużej skali działalności OFE, niezostawiającej dużego pola manewru względem szerokiego rynku, sytuację, w której umiejętności zarządzających wystarczyły na pokrycie kosztów transakcyjnych, należy uznać za umiarkowany sukces.

Koszty zarządzania i dystrybucji w OFE są obecnie porównywalne ze standardami rynków rozwiniętych.

* Skład benchmarku dla OFE zmienia się po 2013 roku wraz z przejściem w lutym 2014 części obligacyjnej portfela OFE przez ZUS.

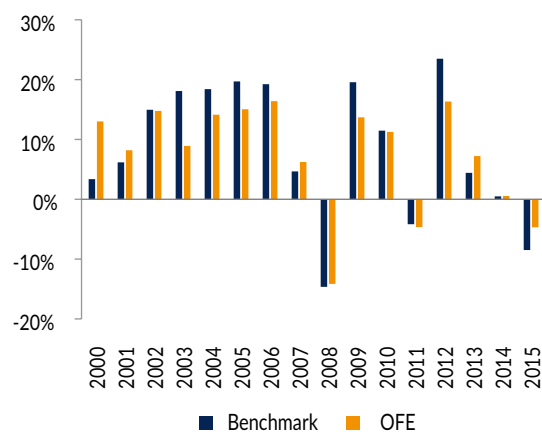
Stopy zwrotu dla uczestników systemu były jednak niższe niż wynikałoby to z samej zmiany wartości jednostki uczestnictwa. Powodem tej różnicy jest fakt pobierania przez instytucje zajmujące się zarządzaniem OFE opłat od każdej wpływającej do OFE składki. Opłaty te początkowo były bardzo wysokie (w 2000 roku wyniosły średnio 8,6%) i choć stopniowo malały, to odbywało się to relatywnie powoli (w 2009 średnia opłata od składki wyniosła 6,1%). Przy przypisie składki sięgającym kilkunastu miliardów złotych rocznie, dochody PTE były bardzo wysokie, co zostało skorygowane dopiero w 2010 roku przez regulatora obniżającego maksymalną opłatę do poziomu 3,5%. Wydaje się, że decyzja ta była spóźniona. Odpowiednia nowelizacja mogła zostać przyjęta, gdy okazało się, że do OFE zapisało się dużo więcej Polaków niż przewidywały to nawet najbardziej optymistyczne prognozy formułowane w czasie projektowania systemu. Tak się jednak nie stało. W tym miejscu trzeba jednak zastrzec, że nawet bardzo wysokie opłaty od składek odbijają się na wartości portfela przede wszystkim w początkowym okresie. Przy założeniu, że pieniądze w funduszu emerytalnym pracują średnio przez 30 lat (z uwzględnieniem także okresu na emeryturze), kilka procent oddane na wstępie ma dużo mniejsze znaczenie niż kilka dziesiątych procenta oddawane co roku od całej kwoty aktywów, z tytułu opłat za zarządzanie*. Te ostatnie zaś w OFE były od samego początku i są nadal bardzo niskie (Wykres 34), nie ustępując w żadnym stopniu standardom amerykańskim w tym obszarze (Wykres 42). Dzięki niskim kosztom zarządzania i obniżeniu opłat od składek w ostatnich latach OFE stały się dużo tańsze nie tylko od detalicznych funduszy akcji, ale również od najbardziej z nimi porównywalnych funduszy stabilnego wzrostu.

Wykres 32. Udział OFE w kapitalizacji spółek na rynku podstawowym oraz rynku NewConnect.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań KNF i danych GPW.

Wykres 33. Stopy zwrotu z OFE w porównaniu z benchmarkiem w latach 2000-2015.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych KNF, GPW i stooq.pl.

Uwaga: Na benchmark w latach 2000-2013 składają się różne indeksy obligacji (60%) oraz WIG (40%). W latach 2014-15 ze względu na przejście części obligacyjnej, zastosowano benchmark typowy dla funduszy akcji, czyli 90% WIG i 10% WIBOR 3M.

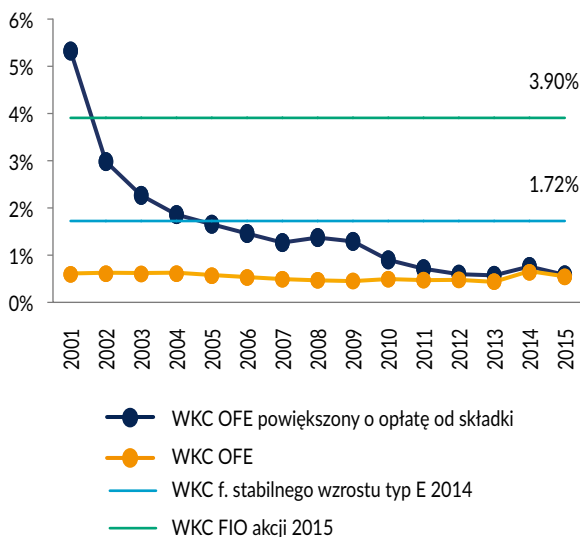
* W 2013 roku wskaźnik kosztów całkowitych uwzględniający opłatę od składki pobraną w ciągu roku był zaledwie o 14 punktów bazowych wyższy niż wskaźnik kosztów liczony tylko na podstawie opłat od aktywów.

Można więc powiedzieć, że częste w latach 2010-2013 głosy wskazujące na zbyt wysoki koszt funkcjonowania funduszy emerytalnych w Polsce były raczej chwytem retorycznym stosowanym w debacie publicznej niż faktem gospodarczym. Rodzi to pytanie o rzeczywistą przyczynę wycofania się przez rząd w tym okresie z idei budowy w Polsce emerytur kapitałowych. Naszym zdaniem zasadnicze przyczyny były trzy. Pierwsza jest oczywista – OFE dużo kosztowały budżet państwa. Środki na zasilenie kont pochodziły bowiem ze składki, która bez reformy z 1999 roku trafiłaby do ZUS. Wprowadzeniu obowiązkowej składki na OFE towarzyszyło bowiem obniżenie składki na ZUS, prowadzące do spadku dochodów sektora finansów publicznych (lub wzrostu jego wydatków, jeśli do sfery publicznej zaliczyć również OFE). W latach 2000-2004 roczny koszt funkcjonowania OFE wyniósł średnio 1,2% PKB, zaś w latach 2005-2010 aż 1,5% PKB. W czasie kiedy poziom zadłużenia publicznego był w Polsce relatywnie niewielki, koniunktura gospodarcza dobra, a dochody z prywatyzacji wysokie, ciężar ten nie był bardzo dotkliwy politycznie. Jednak wraz z gwałtownym wzrostem deficytu po 2008 roku i brakiem woli do trwałego zreformowania finansów publicznych poprzez rewizję wydatków publicznych i korektę strony dochodowej budżetu państwa, stał się on wyraźnie zauważalny. Sięgnięcie do łatwej rezerwy jaką były środki OFE i odsunięcie problemu rosnącego zadłużenia o kilka lat w przyszłość okazało się być dużo atrakcyjniejsze niż długofalowy interes emerytów i gospodarki sensu largo.

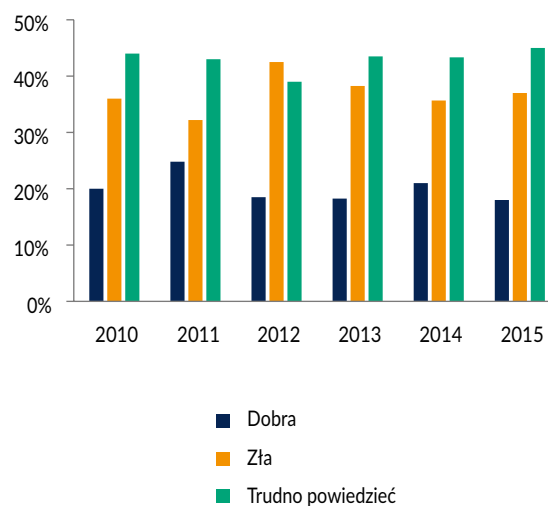
Kolejną przyczyną fiaska planu budowy powszechnych emerytur kapitałowych było niedostateczne zabezpieczenie prywatnego charakteru środków gromadzonych w OFE. Choć intencje twórców reformy były klarowne*, pozostawiono furtki, z których skorzystał najpierw w grudniu 2013 roku rząd, a później w listopadzie 2015 Trybunał Konstytucyjny. Kluczowym argumentem zwolenników tezy o publicznej własności środków zgromadzonych w OFE był fakt pobierania składki pod przymusem przez instytucję państwową (ZUS), co miałoby czynić z niej daninę publiczno-prawną, o której przeznaczeniu ostatecznie decyduje państwo, a nie obywatel. Choć wniosku tego nie podzielało wielu prawników⁴⁵, nie był on w oczywisty sposób bezzasadny, przez co jego wykorzystanie w roli argumentu politycznego było atrakcyjne. I to jednak prawdopodobnie by nie wystarczyło, gdyby nie trzecia, rzadko zauważana, przyczyna. Jak pokazuje Wykres 35, fundusze emerytalne były czynnie akceptowane zaledwie przez około 20% społeczeństwa. Jednocześnie ponad 30% deklaroowało otwartą do nich niechęć. Stosunek do OFE nie był jednak prostym odbiciem ogólnego sceptycyzmu Polaków wobec rynków finansowych. Przykładowo ocena funkcjonowania GPW była i jest dużo lepsza – zwolennicy stanowią zwykle ponad 30% badanych przy niespełna 10% głosów niechętnych. Czym zatem OFE zasłużyły sobie na złą opinię w polskim społeczeństwie?

* W uzasadnieniu do ustawy z 1997 roku wyraźnie była mowa o „prywatnych funduszach emerytalnych”, wspomiano też o tym, że pracownik „posiada środki na rachunku” oraz o tym, że „właścicielem aktywów pochodzących ze składek członków jest fundusz emerytalny”.

Wykres 34. Wskaźnik kosztów całkowitych dla OFE oraz funduszy stabilnego wzrostu (jednostka dedykowana do produktów emerytalnych) oraz detalicznych funduszy akcji.



Wykres 35. Ocena funkcjonowania OFE w badaniach opinii społecznej.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych KNF, Analityz.pl oraz raportu Mercer⁴⁶.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie badania „Oceny instytucji publicznych” realizowanego przez CBOS.

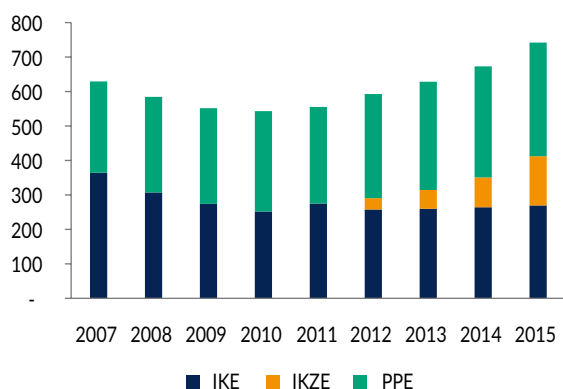
Po pierwsze, fatalnie zapamiętane zostały opłaty od składek, które w niektórych funduszach wynosiły w pierwszym roku działalności nawet 10%. Ta liczba przebiła się do opinii publicznej i mediów dużo skuteczniej niż niskie koszty rocznego zarządzania czy obniżka opłat od składek do której doszło po roku 2010. Pobieranie wysokich opłat na początku istnienia systemu, w połączeniu z brakiem uzależnienia ich od jakości świadczonej usługi, obniżyło zaufanie wielu obywateli do funduszy. Po drugie, przymus przynależności do OFE spowodował, że Polacy nie odróżniali swoich oszczędności emerytalnych nie tylko od składki emerytalnej na ZUS, ale w ogóle od całości nakładanych przez państwo danin. Środki gromadzone z myślą o emeryturze, które tak czy inaczej trzeba „państwu” oddawać i których nie da się w żaden sposób spożytkować przed osiągnięciem, odległego dla większości ówczesnych uczestników systemu, wieku emerytalnego nie zostały uznane za „swoje”. W tym kontekście nie powinno więc dziwić, że niepopularne fundusze emerytalne o niejasnym statusie własnościowym, które w dodatku nigdy nie wypłacały normalnych (czyli dożywotnich) emerytur, padły ofiarą kłopotów sektora finansów publicznych.

Filar, którego nie ma

Budowa obowiązkowego filara kapitałowego, choć gwałtownie przerwana w latach 2011-2013, była jednak sporym sukcesem, jeśli porównać ją z dokonaniem w zakresie rozpowszechniania dobrowolnych produktów emerytalnych. Liczba aktywnych rachunków w ramach IKE, IKZE i PPE pod koniec 2015 roku nie przekraczała 750 tys. (Wykres 36). Przy optymistycznym założeniu, że z trzech wspieranych przez państwo form dobrowolnego oszczędzania nie korzystają te same osoby, można powiedzieć, że w trzecim filarze oszczędza co dwudziesty pracujący Polak w wieku

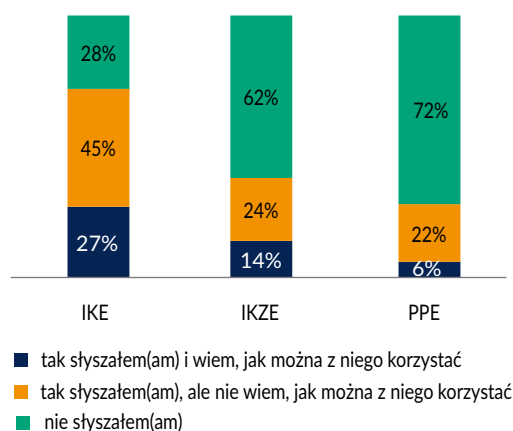
20-69 lat. Wartość zgromadzonych aktywów sięga zaledwie 15% obecnych aktywów OFE* i nie odgrywa porównywalnego znaczenia ani z punktu widzenia polskiej giełdy, ani celu przyświecającemu budowie trzeciego filaru, czyli przeciwdziałania spodziewanemu drastycznemu spadkowi stóp zastąpienia. Odpowiedź na pytanie, dlaczego Polacy nie oszczędzają w trzecim filarze jest trudniejsza, niż analizowanie przyczyn rezygnacji z OFE. Na szczęście ostatnio przeprowadzono wiele badań opinii społecznej na ten temat⁴⁷. Ich lektura wskazuje na cztery główne powody dotychczasowego fiaska w zakresie promocji dobrowolnych inwestycji emerytalnych⁴⁸.

Wykres 36. Liczba aktywnych rachunków w ramach wspieranych przez państwo dobro- wolnych produktów emerytalnych.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych KNF.

Wykres 37. Rozpoznawalność wspieranych przez państwo dobro- wolnych produktów emerytalnych.

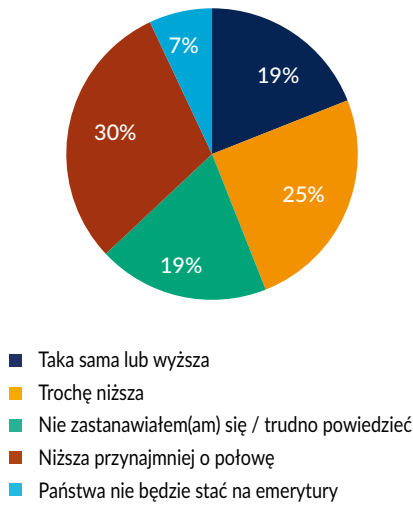


Źródło: Raport TNS Polska dla Nationale-Nederlanden⁴⁹.

Pierwszym powodem jest **niska znajomość wspieranych przez państwo produktów emery- talnych**. Większość Polaków nie jest nawet w stanie wymienić ich nazwy. Po wskazaniu przez ankietera trzech skrótów, tylko IKE kojarzy się większości badanych z czymkolwiek (Wykres 37). Co więcej, ponad połowa osób, które rozpoznają dany produkt, deklaruje, że nie potrafi z niego skorzystać. Brak wiedzy jest najprawdopodobniej w większości pochodną drugiej przyczyny, jaką jest **brak odczuwalnej potrzeby oszczędzania na emeryturę**. 40% Polaków deklaruje, że w ogóle nie myśli o emeryturze⁵⁰. Gdy zadać bezpośrednie pytanie o spodziewaną wysokość świadczeń otrzymywanego po zakończeniu aktywności zawodowej, badani szacują je bardzo optymistycznie (Wykres 38). Nic w tym dziwnego, skoro 75% pytanym w innym badaniu deklaruje, że nie wie, ile wynosi składka emerytalna⁵¹.

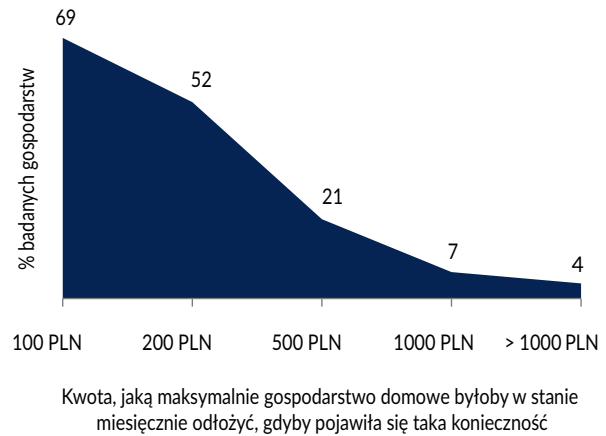
* Dokładna wartość jest trudna do oszacowania, ponieważ dane KNF mówią jedynie o przekazanych do PPE składkach, których na koniec grudnia 2015 było 11 mld zł. Wartość rachunków IKE i IKZE na tamten moment to odpowiednio 5,7 i 0,6 mld zł.

Wykres 38. Opinie Polaków ośnośnie spodziewanego stosunku emerytury do ostatniej pensji.



Źródło: Raport Fundacji Kronenberga⁵².

Wykres 39. Potencjalne możliwości Polaków w zakresie dodatkowego oszczędzania.



Źródło: Raport TNS Polska dla ZBP⁵³.

Trzecim powodem niewielkiego zainteresowania oszczędzaniem na emeryturę jest **brak dochodów**. Niewątpliwie część gospodarstw domowych zmuszona jest do wydawania całości zarobionych środków na bieżące potrzeby, z pewnością jednak nie dotyczy to większości polskich rodzin. 69% badanych gospodarstw deklaruje, że byłoby w stanie odkładać miesięcznie co najmniej 100 zł, gdyby pojawiła się taka konieczność. Odpowiednio niższy odsetek wymienia większe kwoty (Wykres 39). Na obecnym poziomie rozwoju trzeciego filaru dochód oszczędzających nie jest więc głównym ograniczeniem.

Czwartym, naszym zdaniem niedocenianym, powodem słabego rozwoju rynku dobrowolnych produktów emerytalnych, są **koszty oferowanych produktów dobrowolnego oszczędzania na emeryturę**. Jedyne znane nam atrakcyjne kosztowo produkty dostępne w ramach trzeciego filaru to rachunek maklerski i PPE prowadzony w formie Pracowniczego Funduszu Emerytalnego (PFE). Oba jednak w praktyce nie są dostępne dla szerokiej publiczności. Rachunek maklerski wymaga odpowiedniej wiedzy – niekoniecznie o inwestowaniu, ale co najmniej o tym, że można za jego pośrednictwem nabyć nisko kosztowe fundusze ETF. Do uczestnictwa w PFE konieczna zaś jest aktywna rola pracodawcy, który niekoniecznie musi chcieć oferować pracownikom tego typu dodatkowe korzyści, szczególnie jeśli ci – z wymienionych wcześniej powodów – nie bardzo je sobie cenią. Ponadto nie wiadomo, ile PPE jest oferowanych w formie PFE. Bez odpowiednich danych nie sposób więc stwierdzić, ilu spośród posiadaczy aktywnych 330 tys. rachunków prowadzonych w ramach PPE rzeczywiście cieszy się opłatą roczną nieprzekraczającą 0,6%.

Następnym w kolejności wysokości opłat produktem są Dobrowolne Fundusze Emerytalne (DFE) prowadzone przez PTE. Najtańszy pobiera za zarządzanie 1%, ale tylko wtedy, gdy suma wpłat przekracza 50 tys. zł, co nawet gdy wykorzystuje się całość dostępnego limitu (W 2016 roku 12 165 zł na IKE i 4 866 zł na IKZE) musi zabrać co najmniej trzy lata. Pozostałe fundusze pobierają rocznie 1,95% lub więcej, czyli zdecydowanie powyżej standardów zagranicznych czy tego, co oferują w Polsce OFE. DFE i tak są jednak tańsze od funduszy akcji lub mieszanych

oferowanych w ramach IKE/IKZE przez TFI, gdzie opłata wynosi od 3 do 4% rocznie (por. Rozdział 6.4 Kosztowne inwestowanie)⁵⁴. I to jednak błędnie w porównaniu z produktami do niedawna najchętniej oferowanymi klientom, czyli polisolokatami. Znany jest nam przypadek, gdzie suma opłat za zarządzanie oraz opłat od różnych ryzyk wynosiła 8% rocznie. Dodatkowo warunki umowy uniemożliwiały wycofanie się z nietrafionej inwestycji, grożąc utratą nawet 90% wpłaconych środków. Na skutek oferowania klientom skrajnie niekorzystnych rozwiązań, pionierzy dodatkowego oszczędzania, zamiast stać się jego rzecznikami, zniechęcają potencjalnych klientów, którzy po jednym złym doświadczeniu już do systemu nie wrócą.

6.4. Fundusze inwestycyjne

Kosztowne inwestowanie

Wydaje się, że główną przyczyną małej popularności funduszy inwestycyjnych wśród polskich gospodarstw domowych są niskie stopy zwrotu, jakie w praktyce osiągnęły osoby, które zdecydowały się na tę formę oszczędzania po roku 2000. Zgodnie z przedstawionymi wyżej obliczeniami, średnia różnica między wynikami funduszy akcji polskich a adekwatnym benchmarkiem, sięga w praktyce nie 1,2 pkt proc. jak podaje portal Analizy.pl, lecz ok. 3,0 pkt proc. rocznie. To kilkakrotnie więcej niż na rozwiniętych rynkach Europy Zachodniej i Ameryki Północnej. Oznacza to, że w praktyce inwestowanie na polskiej giełdzie za pośrednictwem TFI okazało się przez ostatnie piętnaście lat nie tylko gorsze od lokat bankowych, ale właściwie nie pozwoliło pomnożyć wartości lokowanych środków. Wartość hipotetycznego konta osoby, która w latach 2000-2015 co roku przeznaczala na TFI równowartość średniego miesięcznego wynagrodzenia, wyniosłaby pod koniec roku 2015 zaledwie 53.000 zł, czyli zaledwie o 1000 zł więcej, niż wyniosłaby wartość składek zindeksowanych inflacją. Nic dziwnego zatem, że tylko 5% Polaków uważa inwestycję w spółki giełdowe za najbardziej opłacalną formę oszczędzania⁵⁵. Negatywny stosunek do giełdy jest wynikiem nie tylko braku wiedzy, ale również, a może przede wszystkim, negatywnego doświadczenia. Różnica między wynikami funduszy inwestycyjnych i odpowiadających im benchmarków może wynikać z trzech przyczyn:

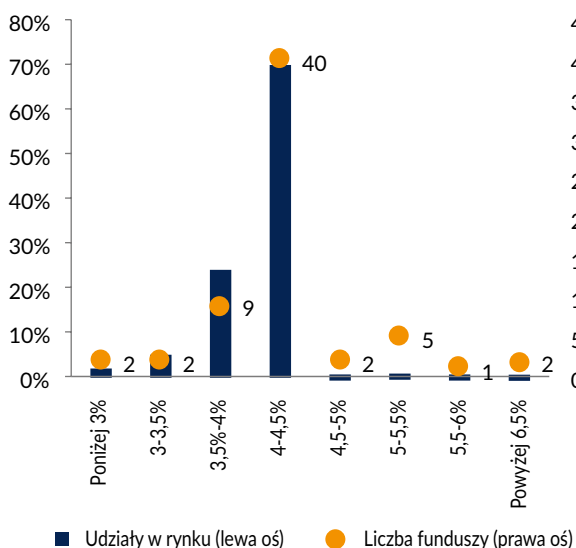
- Po pierwsze, przyczyną mogą być zbyt wysokie **opłaty transakcyjne**, które trzeba ponosić obracając papierami wartościowymi na GPW.
- Po drugie, faktyczną stopę zwrotu obniżać może **niedostateczna płynność akcji na polskim parkiecie** – w praktyce nie zawsze jest możliwe zawarcie transakcji dokładnie po tych cenach, które używane są do obliczenia wartości indeksu; często są to ceny mniej korzystne.
- Po trzecie, na ostatecznym wyniku odcisnąć się mogą pobierane przez fundusze **opłaty od aktywów**. Jeśli koszty te są wysokie, to umiejętności zarządzających mogą nie być w stanie ich skompensować klientom funduszy.

Który z tych czynników w warunkach polskich ma większe znaczenie? By zidentyfikować główną przyczynę złych wyników TFI trzeba oszacować średnie obciążenie wyników funduszy zarówno kosztami transakcyjnymi, jak i nakładanymi na nie opłatami. W kwestii kosztów trudno

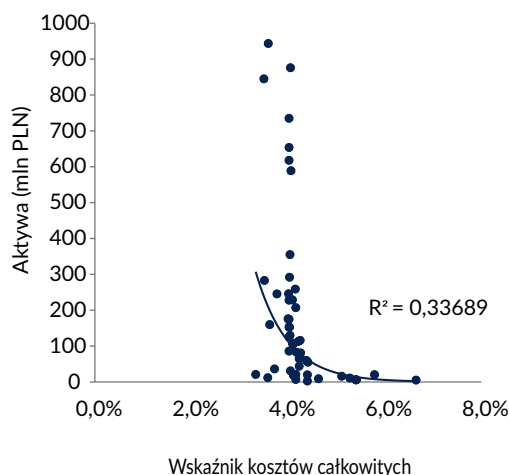
niestety o precyzyjną odpowiedź, ponieważ nie są znane nam badania nad ich wysokością w Polsce. Na zagranicznych rynkach najprostszym oszacowaniem wielkości kosztów transakcyjnych jest policzenie różnicy między stopą zwrotu z funduszu ETF replikującego indeks, a teoretyczną stopą zwrotu z indeksu. Choć znane są nam trzy fundusze ETF* inwestujące wyłącznie w Polsce, tylko jeden z nich ma benchmark dostępny w formie total return, a więc uwzględniający także dywidendy. Szacunek kosztów transakcyjnych będzie więc dalece uproszczony, oparty jedynie o różnicę między stopą zwrotu z funduszu ETF na WIG20 dostępnego na GPW oraz zmianę indeksu WIG20 Total Return.

Badany fundusz w ciągu pięciu lat istnienia przyniósł łączną stopę zwrotu na poziomie -16%, podczas gdy benchmark stracił 10%. W skali roku różnica wyniosła więc 1,24%, co w połączeniu z informacją, że fundusz pobiera roczną opłatę całkowitą wysokości 0,45%, daje różnicę między stopą zwrotu brutto a benchmarkiem wysokości 0,79% w skali roku na korzyść benchmarku. Wynik ten obciążony jest niepewnością związaną ze specyfiką replikacji WIG20 stosowaną przez ten konkretny fundusz (błąd replikacji mógł spowodować odchylenie od benchmarku w górę lub w dół) oraz z ograniczoną reprezentywnością indeksu WIG20 dla całego rynku. Niepewność tą warto by w następnych badaniach ograniczyć, jednak niemożliwa jest istotna zmiana proporcji między kosztami transakcyjnymi a opłatami za zarządzanie – te drugie są bowiem pięciokrotnie większe.

Wykres 40. Rozkład wskaźnika kosztów całkowitych w próbie polskich funduszy akcji.



Wykres 41. Zależność między kosztami całkowitymi a wielkością funduszu w podpróbie funduszy nie stosujących dodatkowych opłat typu success fee.

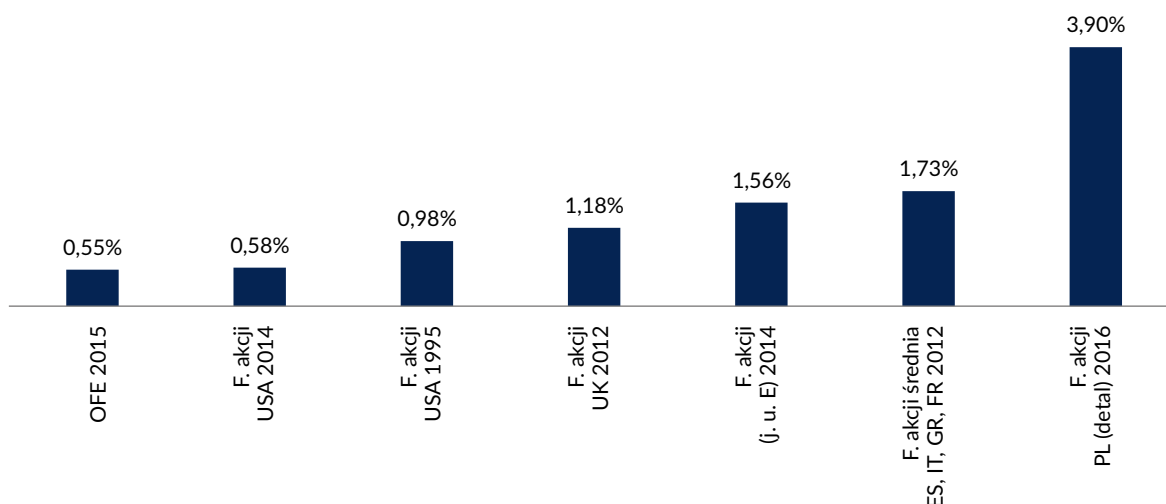


Źródło: Opracowanie własne na podstawie Kart Funduszy i Kluczowych Informacji dla Inwestorów przygotowanych przez TFI.

* Market Vectors Poland ETF, iShares MSCI Poland Capped ETF oraz Lyxor WIG20 UCITS ETF. Oprócz tych trzech warto wymienić fundusz Ipopema m-INDEKS replikujący mWIG40, jednak nie jest to instrument notowany na giełdzie. Gdyby mieć oszacowanie indeksu mWIG40 Total Return, można by policzyć wartość kosztów transakcyjnych pojawiających się przy inwestowaniu w spółki średnie.

Średni wskaźnik kosztów całkowitych w badanej przez nas próbie 63 funduszy akcyjnych wyniósł 3,90% w skali roku. Za łączną wartość tego wskaźnika odpowiada przede wszystkim opłata za zarządzanie – pozostałe koszty przerzucane na klienta to zwykle nie więcej niż kilkanaście punktów bazowych (średnio ok. 5). W przeciwieństwie do funduszy amerykańskich⁵⁶ polskie fundusze koncentrują się nie w tej części rozkładu opłat, gdzie są one najniższe, lecz w jego centrum (Wykres 40). Aż 70% funduszy ważonych aktywami pobiera opłatę, między 4% a 4,5%, zaś 24% między 3,5% a 4%. Poza przedziałem 3,5-4,5% znajduje się więc zaledwie 6% aktywów, z czego prawie wszystkie trafiają do przedziału 3-3,5%. Choć poziom opłat wykazuje wyraźnie ujemną zależność z wielkością aktywów (Wykres 41), zależność ta ma postać hiperboli, której asymptotą jest bariera 3,5%. Główną przyczyną wysokiego poziomu opłat nie jest więc mały rozmiar polskich funduszy – te największe także bowiem pobierają między 3,5 a 4,5%. Mimo tego aż dziesięć (małych) funduszy pobiera wyższe opłaty niż 4,5%. Na drugim końcu rozkładu mamy zaledwie czterech reprezentantów. Co więcej każdy z nich znalazł się poza standardowym przedziałem 3,5-4,5% trochę przypadkiem. Trzy fundusze pobierają dodatkowo opłatę za wyniki (success fee). Ostatnio wprawdzie niewielu udało się na tym skorzystać, ale wystarczy jeden dobry rok, żeby odbić to z nawiązką. Jedyne fundusze znajdujące się poza dolną granicą przedziału opłat wprawdzie nie pobiera success fee, ale za to „skromne” 3,3% jest opłatą za replikację indeksu mWIG40.

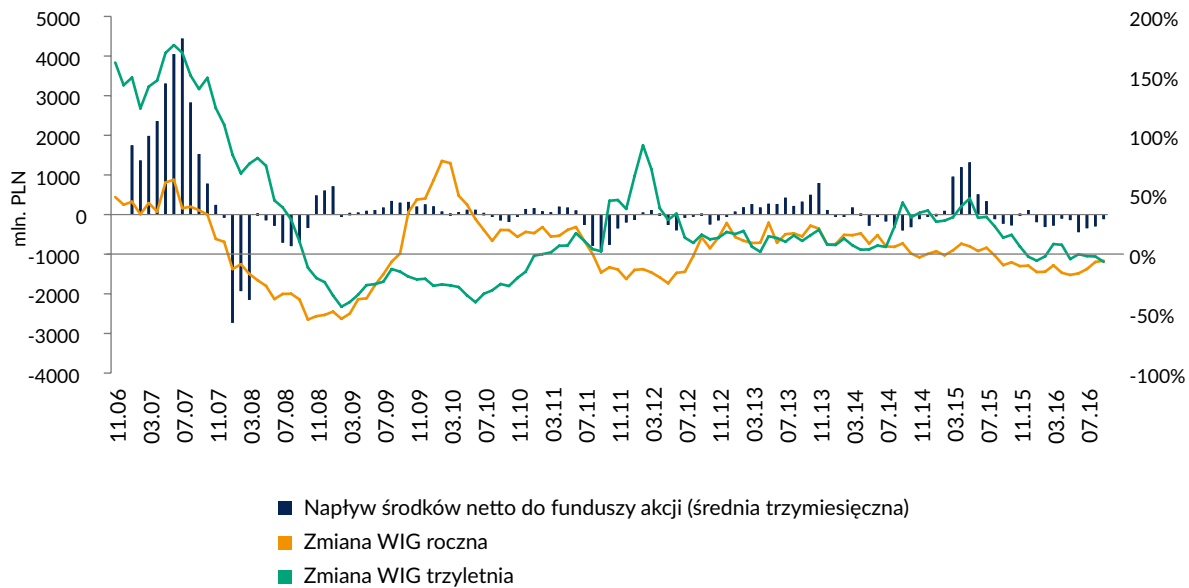
Wysokie opłaty za zarządzanie wydają się być podstawową przyczyną złych, przeciętnych wyników inwestycyjnych TFI, a więc prawdopodobnie także są one główną przyczyną ich niskiej popularności w społeczeństwie. Niestety nie udało nam się oszacować statycznie istotnego ilościowego związku między opłatami a odchyleniem od benchmarku. Ta trudność wynika z minimalnej zmienności opłat. W latach 2011-2015 spośród 36 badanych przez nas funduszy aż 16 ma opłatę równą 4%, a dalsze 10 kosztuje między 4% a 4,3%. Dokładniejsze oszacowanie, o ile należałoby w Polsce obniżyć opłaty, by wyniki funduszy zbliżyły się do teoretycznego benchmarku pozostawiamy następnym badaniom⁵⁷. Z szacunków międzynarodowych wynika jednak, że każdy punkt procentowy wskaźnika kosztów całkowitych przekłada się na wynik względem benchmarku niższy o 80 punktów bazowych. Ekstrapolując tę zależność można powiedzieć, że gdyby udało się obniżyć opłaty do poziomu 1%, pozwoliłoby to nadrobić 80% dystansu między teoretycznym benchmarkiem a rzeczywistymi wynikami. Taka zmiana wystarczyłaby dla istotnej poprawy percepcji inwestowania na rynku kapitałowym w Polsce.

Wykres 42. Wskaźnik kosztów całkowitych w różnych funduszach akcji w Polsce i na świecie.


Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów Mercer, Morningstar, Deloitte i Strategic Insight⁵⁸.

Na polskich TFI cieniem położyły się także **praktyki sprzedaży jednostek uczestnictwa w szczytzie hossy**, w latach 2006-2007. Agresywna reklama, odwołująca się do wysokich historycznych zysków oraz oferowanie jednostek uczestnictwa wszystkim chętnym, bez względu na wiek czy świadomość ryzyka, przyniosły skutek w postaci wielkiego napływu środków, który później zamienił się w odpływ. By zdać sobie sprawę ze skali tego zjawiska (Wykres 43), dość powiedzieć, że od listopada 2006 r. do października 2007 r., średni miesięczny przepływ netto był nieco większy od całkowitych przepływów w okresie od stycznia 2009 r. do września 2016 r. Co więcej, zdarzyły się miesiące (maj i czerwiec 2007 r.), w których napływy netto do funduszy akcji były większe niż w którymkolwiek z następnych lat. Koncentracja zakupów jednostek uczestnictwa w okresie 2006-2007 miała dwa zasadniczo negatywne skutki. Po pierwsze, ze względu na masową sprzedaż, fundusze trafiły do klientów, którzy nie powinni ich kupować albo ze względu na nieodpowiadający im profil ryzyka (np. osoby starsze), albo ze względu na niewłaściwy moment w ich życiu. Ten ostatni aspekt miał nawet większe znaczenie dla percepcji rynku, ponieważ doprowadził do trwałego zniechęcenia klientów, którzy w innym, bardziej dogodnym momencie mogliby być autentycznie zainteresowani giełdową inwestycją. Po drugie to, że tak dużo osób kupowało wtedy, gdy akcje były drogie, doprowadziło do jeszcze bardziej rozczarujących rezultatów inwestycyjnych niż wynikałoby to ze stóp zwrotu przez szesnaście minionych lat.

Wykres 43. Napływ środków do funduszy inwestycyjnych na tle zmian indeksu WIG w latach 2007-2015.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych stooq.pl i IZFiA.

Sposób dystrybucji funduszy inwestycyjnych przesądza o wysokości pobieranych przez nie opłat.

Droga dystrybucja

W ocenie możliwości obniżenia opłat w Polsce oraz wyjaśnieniu takiego a nie innego ich poziomu pomocne są doświadczenia innych krajów. Wykres 42 przedstawia wskaźniki kosztów całkowitych policzone dla różnego typu funduszy. Na pierwszy rzut oka można powiedzieć, że po przekroczeniu zachodniej granicy Polski opłaty w funduszach akcyjnych spadają o połowę, w Wielkiej Brytanii są dodatkowo niższe o jedną trzecią, by po przekroczeniu Atlantyku spaść o kolejne 50%. Od takiej konstatacji można jednak znaleźć dwa ważne wyjątki.

Po pierwsze w Polsce można znaleźć fundusze, które pobierają relatywnie niskie opłaty, nawet jak na standardy amerykańskie. Należą do nich widoczne na wykresie OFE oraz Pracownicze Fundusze Emerytalne, które mają koszty limitowane na poziomie 0,6% rocznie. Ponadto niektóre zwykłe fundusze akcyjne, jeżeli ich jednostki dystrybuowane są w ramach zbiorowych programów regularnego oszczędzania (tym właśnie jest jednostka typu E), pobierają opłaty na poziomie europejskim. Po drugie, współczynnik kosztów całkowitych w USA i w Wielkiej Brytanii nie uwzględnia wynagrodzenia doradcy finansowego, który pośredniczył w sprzedaży jednostek

funduszu klientowi. W rzeczywistości, ci klienci funduszy amerykańskich, którzy kupili jednostki przez pośrednika (w ten sposób trafiają one do co drugiego nabywcy) płacą mu dodatkowo od 1% do 1,5% rocznie od zainwestowanych aktywów⁵⁹. Nie ma jednak takiego obowiązku – klienci mogą nabyć jednostki uczestnictwa bezpośrednio, unikając tym samym ponoszenia tych opłat.

Powyższe wyjątki pomagają odnaleźć źródło różnic w opłatach między Polską a krajami zachodnioeuropejskimi, a zwłaszcza USA i Wielką Brytanią. Jest nim **sposób dystrybucji jednostek funduszy inwestycyjnych**. Z przeprowadzonych przez nas wywiadów wynika, że w Polsce nawet 80% tak zwanej opłaty za zarządzanie trafia nie do zarządzających lecz do dystrybutorów (głównie banków). Pośrednicy finansowi partycypują nie tylko w opłacie wstępnej, ale także w corocznej opłacie pobieranej od aktywów. Tak długo, jak klient zachowuje w posiadaniu jednostki uczestnictwa, do kieszeni dystrybutora trafia rocznie około 3% wartości środków klientów. W Europie kontynentalnej funkcjonuje podobny system z tym zastrzeżeniem, że dystrybutorzy przejmują jedynie połowę opłaty rocznej⁶⁰. Na przeciwnym biegunie znajduje się Wielka Brytania, w której wykształcił się inny model doradztwa finansowego, w którym klient płaci bezpośrednio doradcy za dostarczaną usługę. W 2013 roku wprowadzono tam także formalny zakaz* wynagradzania pośredników finansowych przez fundusze inwestycyjne, co prawdopodobnie przyczyni się do dalszego obniżenia opłat w kierunku standardów amerykańskich. W USA także bowiem od dawna funkcjonuje rozdział między wynagradzaniem doradców finansowych i dostawców rozwiązań inwestycyjnych.

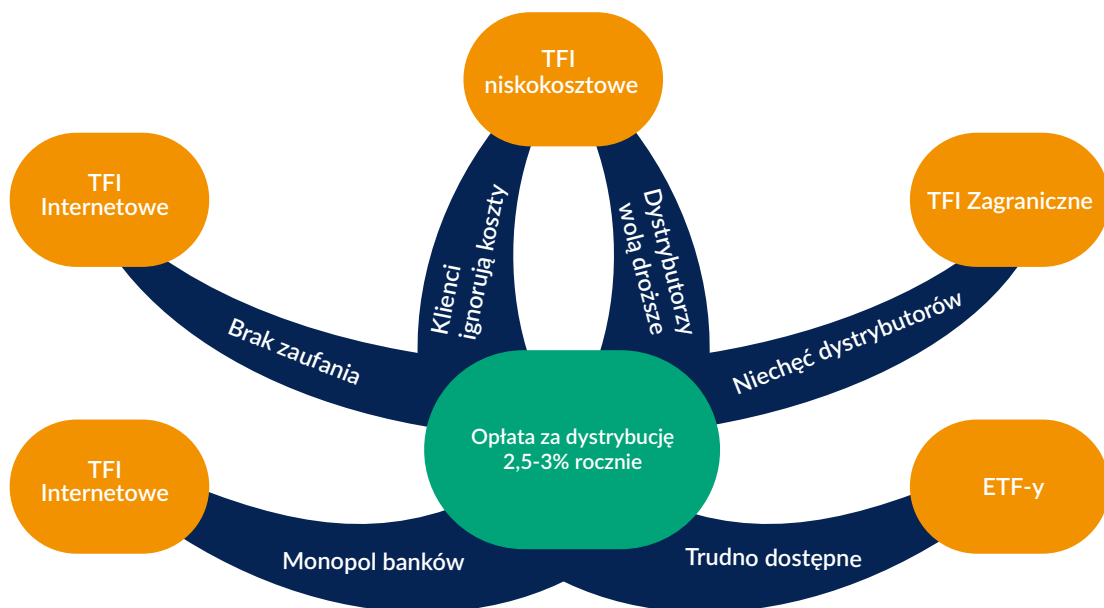
Poziom opłat w Polsce i zagranicą różni się także pod względem trendu. W Europie⁶¹ i USA (Wykres 42) koszty od kilkudziesięciu lat spadają na skutek presji konkurencyjnej ze strony wciąż praktycznie nieobecnych na rynku polskim funduszy ETF. Duża konkurencja między produktami inwestycyjnymi w USA i UK, łatwość ich dystrybucji na obszarze całego kraju oraz rosnąca świadomość znaczenia kosztów dla ostatecznego wyniku inwestycji przyniosła w ostatnich dwudziestu latach znaczące obniżenie opłat. Wyłączywszy efekt skali realizowany przez kilka instytucji w USA faktyczna opłata za zarządzanie aktywami, a więc suma, którą otrzymują w skali roku fundusze po odliczeniu wynagrodzenia dystrybutorów, jest bardzo podobna. W Polsce jest to 0,77%. W Europie 0,74%, a w USA po odliczeniu trzech największych funduszy 0,72%⁶². W tym kontekście nie dziwi więc niewielka zależność między wielkością funduszu a pobieranymi opłatami w Polsce – o ich wysokości przesądza sposób wynagradzania dystrybutora, a ewentualne efekty skali nabrałyby znaczenia dopiero po znacznym obniżeniu opłat dystrybucyjnych i istotnym wzroście rozmiarów funduszy.

* Wprowadzony w ramach tak zwanej ustawy RDR (Retail Distribution Review).

Ramka 4. Dlaczego opłaty dystrybucyjne są w Polsce wysokie?

Dlaczego na jednym rynku dystrybutor jest w stanie pobierać 3%, na innym zadowala się opłatą wysokości 1%, a na jeszcze innym da się kupić fundusz bez finansowania pośredników. Przeprowadzone przez nas rozmowy wskazują, że zjawisko to ma kilka przyczyn. Podstawową jest ta, że polscy klienci nie dyskryminują funduszy ze względu na poziom opłat. Klient albo chce kupić fundusz i wtedy zawiera odpowiednią transakcję z pośrednikiem, albo w ogóle nie jest nim zainteresowany. Z jakiegoś powodu klienci nie rozglądają się, czy gdzieś indziej nie jest taniej, kupują po prostu to, co oferuje im ich bank. Jeśli zaś zdecydują się na kontakt z niezależnym doradcą finansowym, to także nie patrzą na opłaty, co najwyżej dyskryminują produkty ze względu na historyczne stopy zwrotu. Doradca niezależny nie jest zatem wcale istotnie lepszy od doradcy bankowego – wprawdzie nie sprzedaje wyłącznie tych produktów, które oferuje bank, ale jeśli dyskryminuje ze względu na opłaty, to jest to dyskryminacja pozytywna: im więcej fundusz jest skłonny zapłacić dystrybutorowi tym chętniej ten uplasuje taki produkt. Wygrywa zatem zasada „im gorzej tym lepiej” – im mniej atrakcyjny produkt z punktu widzenia klienta (im droższy), tym większa szansa, że zostanie sprzedany, bo taka sytuacja najbardziej odpowiada dystrybutorowi. Granicą dla tej zasady jest tylko reputacja i etos doradcy, która powstrzymują go przeważnie przed sprzedawaniem najgorszych produktów, ale nie wystarczą, żeby oferował najlepsze.

Schemat 4. Jak dystrybutorzy skutecznie nie dopuszczają do spadku opłat w funduszach inwestycyjnych.



Źródło: Opracowanie własne.

Dalsze przyczyny są pochodną powyższego zjawiska. Po pierwsze, obniżenie opłat ze strony jakiegoś TFI nie przekłada się na wzrost zainteresowania jego produktami w stopniu dostatecznie dużym, by skompensować spadek zainteresowania ich sprzedażą przez dystrybutorów. W efekcie ktoś, kto wyłamałby się z niepisanej umowy „między 3,5% a 4,5%”, miałby kłopot ze sprzedażą jednostek. Po drugie, nie da się kupować polskich funduszy przez internet z pominięciem pośredników. Gdyby jakieś TFI zdecydowało się na znaczące obniżenie opłat dla klientów, którzy sami do niego trafili, takie działania spotkałoby się natychmiast z reperkusją ze strony dystrybutorów, którzy odmówiliby sprzedaży jednostek uczestnictwa za pośrednictwem swojej sieci.

**cd. Ramka 4. Dlaczego opłaty dystrybucyjne są w Polsce wysokie?**

W rezultacie, ponieważ klienci kupują fundusze prawie wyłącznie przez pośredników, TFI takie miałyby problem ze zgromadzeniem odpowiedniego poziomu aktywów. Na tego typu ruch mogłoby zresztą zdecydować się niewiele towarzystw, bo większość z nich jest własnością banków, a te zatrzymują dla siebie także opłatę dystrybucyjną. Po trzecie, wchodzenie na polski rynek zagranicznych TFI, choć teoretycznie możliwe, w praktyce dokonuje się w ograniczonym zakresie, ponieważ pośrednicy nie chcą dystrybuować zagranicznych jednostek. Z ich punktu widzenia bowiem atrakcyjniejsze jest sprzedawanie droższych, krajowych funduszy. Opisany mechanizm wyjaśnia istnienie małych funduszy pobierających wysokie prowizje. Takie podmioty mogą funkcjonować ponieważ przed konkurencją chroni je quasi-monopolistyczna pozycja jaką ma bank względem swojego klienta. Doradcy finansowi nie sprzedają najgorszych produktów, ale doradcy bankowi, jeśli akurat ich bank oferuje wyłącznie takie, dokładnie to robią. Z tego powodu na rynku mogą utrzymać się fundusze pobierające nawet 5% czy 6% rocznie.

Źródło: Opracowanie własne.

7. Rekomendacje

7.1. Państwo i rynek

Strategia dla rynku kapitałowego

Kluczem dla powodzenia większości opisanych tu działań jest wpisanie lokalnego rynku kapitałowego w priorytety gospodarcze Polski. Najprostszym i zarazem najlepszym sposobem, w jaki może się to dokonać, jest przygotowanie, a następnie odpowiednie umocowanie w strukturach administracji publicznej „Strategii na rzecz rozwoju rynku kapitałowego”. Strategia ta, obok rozpisania poszczególnych kroków rządu, parlamentu i innych agend państwowych, powinna wskazywać instytucjonalną i indywidualną odpowiedzialność za rozwój polskiego rynku kapitałowego. Osobą odpowiedzialną za jej realizację mógłby zostać pełnomocnik rządu w randze podsekretarza lub sekretarza stanu. W dzisiejszej strukturze administracyjnej powinien być on ulokowany w Ministerstwie Rozwoju. Wsparciem dla aktywności pełnomocnika w Sejmie byłaby nowa Komisja do spraw Usług Finansowych, w której zasiadali by posłowie specjalizujący się w tematyce rynku finansowego.

Polski rynek kapitałowy nie rozwinie się, jeśli polityka publiczna nie zaadresuje trapiących go dziś głównych bolączek.

Strategia zdefiniowałaby na nowo relacje między państwem a rynkiem kapitałowym w taki sposób, aby wytworzenie w Polsce w pełni rozwiniętego rynku kapitałowego stało się, w perspektywie najbliższych kilkunastu lat, nie tylko możliwe, ale i prawdopodobne. Pogłębiałaby ona diagnozę i poszerzałaby rekomendacje przedstawione w niniejszym opracowaniu, szczegółowo wskazując listę działań wymierzonych w kluczowe słabości obecnego status quo. Głównym założeniem Strategii powinno być wyważenie interesów inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych, emitentów giełdowych, organizacji konsumenckich oraz Skarbu Państwa w sposób znacząco podnoszący, nadwątlone w ostatnich latach, zaufanie do warszawskiego parkietu jako dobrego miejsca do inwestowania i upubliczniania swoich przedsiębiorstw. Ważnym elementem Strategii powinno być odniesienie się do Unii Rynków Kapitałowych, poprzez sformułowanie polskiego stanowiska wobec jej kluczowych założeń.



Strategia powinna także, w sposób przejrzysty, zaprezentować szerszej publiczności główne zalety rynku kapitałowego jako narzędzia wspomagającego rozwój gospodarczy krajów OECD. Szczególny nacisk należy w niej położyć na konsekwencje, jakie dla rynku kapitałowego i długofalowego rozwoju kraju mają relacje państwo-rynek, szanowanie praw akcjonariuszy mniejszościowych, przejrzystość i stabilność regulacji sektorowych oraz korzystne ramy instytucjonalno-prawne zachęcające do długofalowego oszczędzania poprzez udziałowe i dłużne instrumenty finansowe notowane na rynkach kapitałowych. Wokół tej problematyki narosło w Polsce tak wiele mitów i nieporozumień, że wyjaśnienie ich szerokiej publiczności w oficjalnej Strategii rządowej jest sprawą szczególnie pilną. Jednocześnie, z racji tego, że rozwój rynku jest procesem wymagającym trwalszych zmian instytucjonalnych niż może przynieść jedna kadencja, niezwykle ważne jest, aby Strategia była możliwie szeroko zakorzeniona poprzez przeprowadzenie wszechstronnych konsultacji jej zapisów ze wszystkimi zainteresowanymi stronami, w tym instytucjami rynkowymi i opozycją parlamentarną. Proponowana „Komisja do spraw Usług Finansowych” w Sejmie mogłaby stać się przestrzenią do takiego dialogu, prowadzonego nie tylko w okresie projektowania Strategii rynku kapitałowego, ale i w okresie jej implementacji.

Dobre praktyki i prywatyzacja SSP

Dla poprawy relacji między państwem a rynkiem kapitałowym, wskazane jest rozdzielenie funkcji regulacyjnych od wykonywania uprawnień, jakie Skarb Państwa posiada z tytułu posiadanych pakietów akcji w spółkach notowanych na giełdzie. Tylko wtedy można mieć pewność, że polityka publiczna nie będzie starała się modyfikować pozycji konkurencyjnej kontrolowanych przez siebie przedsiębiorstw pod pretekstem zmian w prawie. Jedynym sposobem, w jaki można tego rozdziału dokonać w sposób trwały, zakładając, że stanowienie prawa z natury jest domeną państwa, jest wyzbycie się kontrolnych pakietów spółek skarbu państwa na rzecz sektora prywatnego. Proponujemy by proces ten odbył się dwutorowo: poprzez oferty publiczne skierowane do możliwie szerokiego grona inwestorów (aby zapewnić rozproszenie własności) oraz poprzez program powszechnej prywatyzacji, polegającej na przekazaniu akcji spółek skarbu państwa funduszom emerytalnym skupiających polskich obywateli (por. niżej). Operacja ta, będąc w istocie jednorazową dopłatą do indywidualnych kont emerytalnych dla osób decydujących się na dodatkowe oszczędzanie z myślą o emeryturze, byłaby zarazem najskuteczniejszym, ale i najbezpieczniejszym fiskalnie sposobem na zapewnienie napływu prywatnych, długoterminowych oszczędności na polski rynek kapitałowy.

Zmiana roli państwa na giełdzie z właściciela części spółek, w mądrego regulatora, jest warunkiem koniecznym rozwoju rynku.

Dokończenie prywatyzacji za pośrednictwem Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie pozwoliłoby przybliżyć strukturę własnościową przedsiębiorstw notowanych na tym parkiecie do wzorców zachodnich. Miałyby to szereg korzyści dla samych firm, całego rynku oraz jakości działania państwa w sferze gospodarczej. Po pierwsze, spółki znajdujące się dziś pod kontrolą skarbu państwa poddane zostałyby kontroli rynkowej co, jak można sądzić, zaowocowałoby istotną poprawą jakości zarządzania i wzrostem wydajności pracy w takich branżach jak górnictwo, energetyka czy usługi finansowe. Po drugie, znacząco wzrosłaby ochrona interesów akcjonariuszy mniejszościowych, co stosunkowo szybko przełożyłoby się na lepsze wyceny i wzrost głównych indeksów giełdowych, służąc oszczędnościom emerytalnym Polaków. Po trzecie, dzięki prywatyzacji wzrosłoby nie tylko ogólne zaufanie do rynku, ale i płynność akcji największych firm notowanych na GPW. Wreszcie, państwo niezaangażowane własnościowo w firmy produkcyjne i usługowe mogłoby się skupić na swojej głównej prerogatywie gospodarczej, którą jest dbanie o wysokiej jakości otoczenie regulacyjno-instytucjonalne gospodarki rynkowej. Zwiększyłoby to szansę na stopniowy wzrost jakości ustanawianego prawa gospodarczego, w tym także prawa bezpośrednio dotykającego rynku kapitałowego.

Potrzebny byłby zapewne okres przejściowy, umożliwiający łagodne przejście z obecnego reżimu, opartego o uprzywilejowaną pozycję Skarbu Państwa w szeregu firm notowanych na giełdzie (odpowiadających za ok. 17% kapitalizacji GPW), do reżimu nowego, w którym interes społeczny chroniony byłby subtelniej, ale w długim okresie dużo lepiej, poprzez dobrej jakości ramy prawne i bezstronne instytucje nadzorcze. W jego trakcie obowiązywać powinien kodeks dobrych praktyk, ustanawiający standardy postępowania Skarbu Państwa wobec kontrolowanych przez niego spółek. Urząd nadzoru nad rynkiem kapitałowym (por. niżej) byłby zobowiązany do bieżącego monitorowania i raportowania stopnia przestrzegania tych praktyk, przedstawiając opinii publicznej i Sejmowi co roku raport w tej sprawie. Kodeks dobrych praktyk dla spółek SP, choć pozbawiony sformułowanych explicite sankcji, stanowiłby ważny punkt odniesienia w dyskusjach nad działaniami firm kontrolowanych przez państwo i – gdyby był oficjalnie popierany przez rząd – mógłby stanowić swego rodzaju moralną zaporę, powstrzymującą władze spółek skarbu państwa od działań nie tylko naruszających interes akcjonariuszy mniejszościowych, ale i podmywających fundamenty całego rynku kapitałowego w Polsce (por. Rozdział 4). Ważnym wsparciem dla tej inicjatywy byłoby zwiększenie ochrony akcjonariuszy mniejszościowych poprzez aktywizację sądów (por. niżej). Procesy o działanie na szkodę spółki powinny być wytaczane nie tylko zarządom spółek prywatnych, ale również państwowych. Realizacja interesów społecznych, poprzez firmy notowane na rynku regulowanym, jest w pełni możliwa poprzez przemyślane regulacje, zamówienia publiczne, zachęty podatkowe i innego rodzaju instrumenty wykraczające poza bezpośrednią kontrolę nad decyzjami biznesowymi spółek prawa handlowego.

Skutki stanowionego prawa

Pożądanym elementem, który mogłaby do polskiego prawodawstwa wprowadzić strategia rozwoju rynku kapitałowego, jest ocena skutków projektowanych zmian ustawowych z punktu widzenia ich wpływu na rynek kapitałowy. Innymi słowy, by zapobiec realizowaniu innych celów publicznych ze szkodą dla rozwoju rynku kapitałowego lub przynajmniej dla wzmocnienia świadomości, że rynek kapitałowy może stracić na projektowanej zmianie, warto sprawdzać wpływ nowego

ustawodawstwa także w tej sferze. Nie chodzi oczywiście o to, by badać oddziaływanie na rynek kapitałowy każdej proponowanej zmiany w prawie, jak ma to miejsce na przykład w odniesieniu do zdrowia publicznego, ale by ustawodawca miał obowiązek przynajmniej stwierdzić czy takowy wpływ może wystąpić. Jest to szczególnie ważne w sytuacji, w której wśród wielu uczestników procesu legislacyjnego brakuje informacji o kluczowej roli jaką efektywny rynek kapitałowy odgrywa w identyfikowaniu i finansowaniu najbardziej innowacyjnych przedsięwzięć gospodarczych. Gdy podniesienie innowacyjności polskiej gospodarki jest jednym z najwyższych postawionych celów polityki rozwoju, zaniedbanie analizy wpływu kluczowych aktów prawnych na rynek kapitałowy byłoby poważnym błędem.

Ocena skutków regulacji kluczowych aktów prawnych powinna uwzględniać zagadnienia rynku kapitałowego.

Analiza ta powinna mieć miejsce już na poziomie przygotowania projektów przez administrację centralną. Dla ustaw, których spodziewany wpływ byłby znaczący, należałoby – ze względu na skomplikowanie materii – nakazać przeprowadzenie stosownych analiz niezależnemu eksperciemu ośrodkowi. Oceny skutków regulacji w odniesieniu do ich wpływu na rynek kapitałowy nie muszą być więc przeprowadzane często, lecz w tych – szacujemy – dwóch, trzech sprawach rocznie, rząd powinien dysponować obszernym i kompetentnym materiałem analitycznym pozwalającym podjąć dobrze przemyślaną decyzję.

7.2. Mobilizacja kapitału

Nowe otwarcie w emeryturach

Zmiana niekorzystnych tendencji w zakresie rozwoju emerytur kapitałowych wymaga wyciągnięcia wniosków z przeszłych doświadczeń i prawidłowej oceny obecnego stanu rzeczy. W warunkach polskich oznacza to w szczególności unikanie rozwiązań, w których prywatny status oszczędności może być zanegowany przez państwo. Ponadto trzeba uszanować, że dla większości polskich obywateli własność to nie tylko niepozostawiający wątpliwości tytuł prawny, lecz przede wszystkim realna swoboda dysponowania odłożonymi środkami. Wreszcie, potencjalni uczestnicy mogą zaufać systemowi tylko wtedy, gdy dokładnie rozumieją, na co i dlaczego się decydują – musi on być rzeczywiście prosty. Zaufanie ludzi do systemu powinno być przez ten system odwzajemnione, jednak to nie powinno oznaczać pozostawienia obywateli zupełnie samych z tak złożonym problemem, jakim jest zaplanowanie swojej przyszłości na emeryturze. Całkowity brak

wskazówek – tak jak to ma w praktyce miejsce dzisiaj – prowadzić może do utraty zaufania do całego systemu, w sytuacji gdy krótkowzroczni sprzedawcy produktów inwestycyjnych wykorzystają asymetrię informacyjną do masowego sprzedawania rozwiązań niekorzystnych dla klientów.

Konieczna jest zmiana filozofii dotyczącej prywatnego zabezpieczenia emerytalnego i odbudowa zaufania oszczędzających wobec rynku kapitałowego.

Taka analiza prowadzi, naszym zdaniem, do konieczności zmiany filozofii dotyczącej prywatnego zabezpieczenia emerytalnego. Początkiem odbudowy zaufania do emerytur kapitałowych powinno być uporządkowanie sytuacji prawnej OFE polegające na ostatecznej i definitywnej prywatyzacji znajdujących się tam środków. Bez tego bowiem trudno będzie społeczeństwu uwierzyć, że zamiary nowych władz nie skończą się tak samo jak skończyły się zapowiedzi „emerytury z dwóch niezależnych źródeł”, towarzyszące reformie z 1999 roku. Dla zaufania potrzebne jest również poczucie stabilności, jeśli chodzi o przyszłość wprowadzanych rozwiązań. Do tego idealnie byłoby, gdyby nowe otwarcie w emeryturach kapitałowych dokonało się z poparciem wszystkich najważniejszych sił politycznych tak, by uchwalone rozwiązanie nie było od razu zmienione w kolejnej kadencji Sejmu. W tym celu warto zrezygnować z niektórych bardziej kontrowersyjnych pomysłów, by nie stały się zarzewiem sporu, który w przyszłości wykołbie system. Naszym zdaniem jest to istotny powód, by zbyt mocno nie wspierać oszczędności emerytalnych trwałymi ulgami lub dotacjami. Przy wydawaniu pieniędzy publicznych łatwiej bowiem o konflikty niż przy projektowaniu rozwiązań regulacyjnych pozbawionych poważniejszych kosztów budżetowych.

Bez zmiany modelu dystrybucji funduszy inwestycyjnych i spadku ich kosztów, polski rynek kapitałowy będzie kulał.

Szczegółową charakterystykę proponowanego przez nas rozwiązania, zmierzającego do przełamania marazmu na polu dobrowolnych oszczędności emerytalnych, można znaleźć w osobnym materiale⁶³. Nasza propozycja łączy poszanowanie wolności – uczestnictwo w trzecim filarze jest całkowicie dobrowolne – z szeroko zakrojonym działaniem zmierzającym do przekonania ludzi dlaczego i – co najważniejsze – jak mają dodatkowo oszczędzać.



W skrócie, postulowane rozwiązanie sprowadza się do:

- pełnej prywatyzacji środków OFE, tj. przekazania ich na konta analogiczne do tych, jakie obecnie funkcjonują w ramach Indywidualnych Kont Emerytalnych;
- stworzenia ram prawnych nazwanych przez nas Funduszem Inwestycji Emerytalnych; FIE powinny znaleźć specyficzne dla siebie i elastyczne uregulowania ustawowe w zakresie płynności, kosztów zarządzania oraz posiadanych aktywów tak, by z jednej strony były efektywne kosztowo, z drugiej, by regulacje nie krępowały niepotrzebnie długoterminowego inwestowania w instrumenty pozagiełdowe;
- wsparcia przez państwo (kampania społeczna wzywająca do dobrowolnego oszczędzania na emeryturę) i jego agendy dystrybucji produktów emerytalnych, oferowanych przez instytucje prywatne w ramach FIE (informowanie przez ZUS o 10 najlepszych produktach prywatnych);
- umożliwienia uczestnictwa w systemie wszystkim Polakom w wieku produkcyjnym, niezależnie od miejsca i formy zatrudnienia (w tym pracownikom sektora publicznego, rolnikom i samozatrudnionym);
- ustanowienia jednorazowej zachęty uczestnictwa w programie - dopłaty powitalnej - w formie akcji spółek Skarbu Państwa (prywatyzacja powszechna na cele emerytalne);
- swobody wysokości wpłat i wypłat w ramach programu w granicach nie zagrażających wzrostem kosztów produktów emerytalnych, tak aby prywatny charakter środków nie mógł być kwestionowany;
- opracowania modelu dobrowolnych dożywotnich rent kapitałowych, które powinny pojawić się na rynku od razu z uruchomieniem nowego programu wsparcia dla dobrowolnego oszczędzania.

Lepsze fundusze inwestycyjne

Polski rynek funduszy inwestycyjnych prześladuje „mentalność sprzedażowa”. Uczestnicy tego rynku często działają tak, jakby chodziło im wyłącznie o to, żeby sprzedać jak najwięcej i jak najdrożej. Na krótką metę, takie podejście pozwala pochwalić się znacznymi zyskami, wynikającymi z wysokich wolumenów i marż. Jednak po sprzedażowym boomie przychodzi dekonjunktura, a po niej wielkie zniechęcenie do całego rynku, z którym w Polsce zmagamy się do tej pory. Gdyby fundusze inwestycyjne nie pobierały tak wysokich opłat, jednostki uczestnictwa trafiałyby do osób o odpowiednim profilu ryzyka, ich sprzedaż powoli, ale systematycznie by rosła, w miarę jak Polacy oswajaliby się z tą formą oszczędzania. Prawdopodobnie do dziś czekalibyśmy na rekordowe pięć miliardów złotych napływu netto miesięcznie, ale za to aktywa zarządzane przez TFI, a zatem prawdopodobnie także ich przychody, byłyby większe. Krótkowzroczność branży inwestycyjnej (nie tylko samych TFI, ale i banków dystrybuujących jednostki uczestnictwa) w okresie boomu lat 2004-2007, zaszkodziła więc nie tylko jej klientom, ale także jej samej.

Doprowadzenie do spadku opłat w funduszach inwestycyjnych bez zniechęcenia podmiotów prywatnych do tej działalności wymaga przemyślanego i skoordynowanego podejścia. Jest to bowiem problem, który można skutecznie rozwiązać wyłącznie przy zrozumieniu i aktywnej współpracy sektora prywatnego. Pierwszym koniecznym krokiem, jest jak najszybsze wdrożenie dyrektywy MIFID 2 wymuszającej ujawnianie dekompozycji kosztów funduszy inwestycyjnych na koszty zarządzania oraz koszty wynagradzania dystrybutora jednostek uczestnictwa. Świadomość, ile z przekazywanej co roku opłaty za zarządzanie trafia do dystrybutora, który – po tym jak ułatwił klientowi zakup jednostki uczestnictwa – w żaden sposób nie przyczynia się dalej do jej wzrostu, powinna podzielać na klientów trzeźwiąco. Spodziewalibyśmy się reakcji w postaci poszukiwania tańszych pośredników lub prób bezpośredniego dotarcia do TFI.

Problem, który tu występuje, jest jednak na tyle trudny do rozwiązania, że sama jawność może nie wystarczyć. Zmiana sposobu funkcjonowania doradców finansowych tak, by wzorem doradców brytyjskich nie pobierali wynagrodzenia bezpośrednio od instytucji, której produkt sprzedają, ale od klienta, wydaje się być pożądanym kierunkiem zmian także dla rynku polskiego. Musi być ona jednak wypracowana w dialogu z pośrednikami finansowymi, gdyż jednostronna regulacja może łatwo zaszkodzić tej istotnej dla rozwoju rynku kapitałowego branży. Ważnymi aktorami tego dialogu powinni być nowy nadzorca rynku kapitałowego (por. niżej) oraz pełnomocnik rządu ds. rynku kapitałowego (por. wyżej), którzy powinni monitorować koszty pośrednictwa finansowego i być rozliczani za ew. zaniedbania regulacyjne rzutujące na wysokość tych kosztów. Celem polityki publicznej powinno być obniżenie średnich kosztów zarządzania i dystrybucji jednostek TFI w Polsce w horyzoncie roku 2020 co najmniej do średniego poziomu zachodnioeuropejskiego, a w dalszej perspektywie do poziomu brytyjskiego lub amerykańskiego.

7.3. Inwestorzy i nadzór

Mocniejsza ochrona inwestorów

Z przeprowadzonych analiz wynika, że stan ochrony akcjonariuszy mniejszościowych w Polsce nie jest dobry. Jego poprawa mogłaby teoretycznie dokonać się na dwa sposoby. Z jednej strony, można by zaostrzyć regulacje dla spółek publicznych i wyposażyć nadzór w potężniejsze instrumenty celem ścigania wszelkiego rodzaju nadużyć. Z drugiej, mogłoby dojść do wzrostu aktywności akcjonariuszy na drodze sądowej tak, by po kilku precedensowych wyrokach odszkodowawczych, sama jej groźba wystarczyła do zachowania należytego poziomu dyscypliny działania spółek. Opowiadamy się za tym drugim rozwiązaniem.

Po pierwsze, szczegółowe wymagania administracyjne i drobiazgowo kontrole działają zniechęcająco na emitentów, w szczególności na tych, którzy rozważają publiczną emisję akcji i nie mają złych zamiarów względem akcjonariuszy mniejszościowych. Obserwowany na wielu dobrze rozwiniętych rynkach (USA, Szwecja) trend wycofywania się spółek publicznych z giełd jest prawdopodobnie świadectwem nadmiernych obowiązków i jakie na spółki narzuciły zbyt ścisłe regulacje i ryzyka jakie wiąże się z ich (nawet nieumyślnym) naruszeniem. W trakcie przeprowadzonych rozmów odnotowaliśmy podobne obawy ze strony przedstawicieli polskich spółek. Obarczanie

dodatkowymi ciężarami regulacyjnymi całego rynku, angażujące dodatkowe zasoby nie tylko w spółkach o niskich standardach korporacyjnych, ale i w tych, w których jest on wysoki, a także po stronie nadzorczy jest rozwiązaniem suboptymalnym. Dużo lepszym modelem jest skuteczna ochrona interesów akcjonariuszy poprzez szybkie rozliczanie winnych w systemie sądowym. Po drugie, w warunkach polskich istnieje obawa, że dodatkowe uprawnienia nadzoru byłyby wykorzystywane nie zawsze zgodnie z intencją ich wprowadzania. Nawet gdyby dla przykładu, nadaniu nadzorczy uprawnień śledczych towarzyszyły dobre intencje i wykonanie, po zmianie władzy mogłoby dojść do nadużyć, a już sama obawa, że może dojść do takiej sytuacji zniechęcałaby emitentów do rynku publicznego. Po trzecie, badania nad zagranicznymi rynkami wskazują, że ważniejsze od zwiększonych kompetencji nadzoru są obowiązki związane z zatajaniem informacji oraz ściganie za ich zatajenie z powództwa prywatnego⁶⁴.

Najlepszym sposobem na poprawę jakości ochrony praw akcjonariuszy jest postawienie na szybkie rozliczanie winnych w systemie sądowym.

Problemem, na który napotyka w Polsce rozwiązanie opierające nadzór zewnętrzny nad spółkami w większym stopniu na pozwach sądowych, jest niewydolność i niekompetencja wymiaru sprawiedliwości. Choć najlepiej byłoby rozwiązać ten problem w całości, gdyż stanowi on duże obciążenie dla całej gospodarki, do czasu aż to się stanie proponujemy rozwiązanie częściowe. Polegałoby ono na utworzeniu centralnego sądu dla rynku kapitałowego. Sąd ten zajmowałby się przede wszystkim sprawami spółek publicznych i ich relacjami z otoczeniem – inwestorami, domami maklerskimi, giełdą i organami nadzoru. Byłby władny orzekać zarówno w sprawach cywilnych, jak i administracyjnych oraz karnych. Zasiadaliby w nim sędziowie po specjalnych szkoleniach, które obowiązywałyby również występujących przed nim prokuratorów. Zadaniem sądu i odpowiadającego mu wydziału prokuratury byłoby, między innymi, ściganie oszustw giełdowych i nadużyć w spółkach publicznych, w tym działań zarządów nieleżących w interesie spółki i jej akcjonariuszy. Większość spraw trafiałaby tam z doniesienia prywatnego tak, że aparat sprawiedliwości interweniowałby wyłącznie na wniosek poszkodowanych. Zawiadomienia składane do wyspecjalizowanego wydziału prokuratury powinny być wiarygodne, jednak nie może być tak, że – jak to się dzieje dzisiaj – na zawiadamiającym o przestępstwie w praktyce spoczywa ciężar zebrania szczegółowych dowodów. Należałoby też na nowo przemyśleć wykorzystanie instytucji pozwów zbiorowych, by ułatwić akcjonariuszom ich składanie, ponieważ obecnie, jak pisaliśmy, jest to praktycznie niemożliwe.

Zmiana priorytetów nadzoru

Przeprowadzone rozmowy z uczestnikami rynku wskazują na potrzebę reformy nadzoru nad rynkiem kapitałowym w Polsce. W zglobalizowanym świecie rozumiejący potrzeby inwestorów i emitentów sprawny nadzór jest ważnym czynnikiem przewagi konkurencyjnej lokalnego rynku

kapitałowego. Z drugiej strony w Polsce problemy z nadzorem nie są kluczowymi deficytami instytucjonalnej i regulacyjnej otoczki rynku kapitałowego. Nadzór nie znajduje się też w stanie wymagającym przeprowadzenia ekspresowego planu sanacyjnego. Jego standardy działania ustępują co prawda znacząco najlepszym wzorcom europejskim (zwłaszcza brytyjskim), ale jednocześnie pozwalają rynkowi kapitałowemu na w miarę niezakłócone funkcjonowanie. Mając na uwadze ambicję uczynienia z Warszawy ważnego rynku kapitałowego, przynajmniej w skali regionalnej, trzeba jednak pomyśleć także o reformie instytucji nadzorczych.

Pierwszym składnikiem takich zmian powinno być wydzielenie osobnego podmiotu odpowiadającego za rynek kapitałowy. Ze względu na prawdopodobne przeniesienie nadzoru nad sektorem bankowym z powrotem do NBP, którego uwaga z konieczności koncentruje się na instrumentach dłużnych, taki podmiot powinien znaleźć się poza strukturą banku. Nie ma bowiem silnych argumentów przemawiających za włączeniem nadzoru nad rynkiem kapitałowym do NBP, są zaś przeciwskazania będące uogólnieniem obecnych doświadczeń z KNF – duża instytucja zajmująca się szeregiem innych ważnych problemów nie poświęci należytej uwagi kwestiom rynku kapitałowego. Wydzielenie nadzoru nad rynkiem kapitałowym z KNF/NBP sprzyjałoby rzeczy najważniejszej, czyli zmianie priorytetów jego funkcjonowania. Nowy nadzór powinien przestać być instytucją kontrolno-biurokratyczną, a zamienić się w agencję (najlepiej w postaci spółki prawa handlowego) dbającą o rozwój rynku, działającą dla rynku i rozliczaną z konkretnych efektów tych działań. Pewnym wzorcem mogłoby być brytyjskie Financial Conduct Authority (Ramka 3). Także to, iż nadzorca zajmuje się jednocześnie pilnowaniem reguł rynku publicznego, a zarazem dba o interes konsumenta w relacji z pośrednikami finansowymi, wydaje się nam właściwym kierunkiem, umożliwiającym całościowe podejście zwłaszcza do tych słabości rynku polskiego, których korzenie leżą bardziej po stronie prywatnej.

Ważnym zadaniem agencji byłaby poprawa wiedzy o polskim rynku kapitałowym, w tym sprawozdawczości publicznej. Szczegółowe materiały, dotyczące rynku kapitałowego na stronach KNF, dostępne są głównie w odniesieniu do OFE. Informacje o pozostałej części rynku, jeśli są w ogóle dostępne (vide PPE) to trzeba ich szukać u rozproszonych prywatnych dostawców. Utrudnia to znacznie dokładniejsze rozpoznanie silnych i słabych stron polskiego rynku kapitałowego, czego jednym z przejawów jest duża bierność strony polskiej (tak administracji, jak sektora prywatnego) w dyskusjach toczonych na forum europejskim wokół Unii Rynków Kapitałowych. Obok następcy KNF na rynku kapitałowym, ważną rolę w tym zakresie mogłaby odegrać publiczna agencja ratingowa, której powstanie zapowiedziano w Strategii Odpowiedzialnego Rozwoju. Jej działalność powinna obejmować także akcje, które mogłyby być oceniane pod kontem poziomu ochrony inwestora (ładu korporacyjnego) u emitentów, w tym Skarbu Państwa. Mogłaby też wziąć na siebie rolę huba informacyjnego, jeśli chodzi o pozyskiwanie danych ze spółek – tak, by te mogłyby być nieodpłatnie udostępniane szerokiemu gronu inwestorów. Ten ostatni element mógłby wpłynąć na rozszerzenie pokrycia analitycznego polskiego rynku, postulowane od lat przez środowisko inwestorów indywidualnych. Przy obniżeniu kosztu dostępu do danych, niezależni analitycy mogliby bowiem oferować swoje porady szerokiemu gronu odbiorców tak, jak to się dzieje zagranicą poprzez portale internetowe takie jak Seeking Alpha. Łatwo dostępne dane umożliwiłyby także rozwój bardziej zautomatyzowanych sposobów oceny spółek, przyczyniając się do lepszego wykorzystania informacji i tym samym większej efektywności polskiego rynku.

8. Aneks

8.1. Konstrukcja indeksu WE CMI

Stworzony przez nas WE CMI jest podobny pod względem metodologii do wskaźnika HDI, publikowanego przez Organizację Narodów Zjednoczonych. WE CMI składa się z siedmiu składowych:

1. kapitalizacji rynkowej krajowych spółek publicznych w relacji do PKB;
2. liczby spółek notowanych na rynkach publicznych w przeliczeniu na milion mieszkańców;
3. wartości emisji obligacji w relacji do PKB;
4. udziału rynków kapitałowych w finansowaniu przedsiębiorstw;
5. stosunku obrotów na lokalnej giełdzie do jej kapitalizacji;
6. udziału młodych firm w czołowych indeksach giełdowych;
7. długookresowej, historycznej stopy zwrotu na rynku akcji.

Każda składowa wchodzi w skład indeksu z taką samą wagą. Jednakże z powodu różnych jednostek i miar wielkości, powyższe zmienne muszą zostać wcześniej doprowadzone do porównywalnej postaci. Odbywa się to poprzez podzielenie wartości zmiennej przez wartość referencyjną, którą ekspercko przyjęliśmy dla danej zmiennej, jako wartość naszym zdaniem cechująca rynek idealny w tym aspekcie. Maksymalną wartością unormowanej postaci jest 1 i jeśli powyższy stosunek jest większy od niej, to jest równy jedności. Kiedy wszystkie wartości zostaną unormowane, końcowa wartość indeksu wyliczana jest jako średnia geometryczna wszystkich siedmiu wartości.

I Etap

- Zebranie danych i oszacowanie wartości referencyjnych dla wskaźników.

II Etap

- Obliczenie wartości unormowanych - stosunku wartości zmiennych i wartości referencyjnych (wartość maksymalna 1).

III Etap

- Końcowa wartość indeksu jako średnia geometryczna siedmiu wartości unormowanych.

Tabela 4. Przykładowy proces obliczania wartości indeksu dla Australii:

	Kapitalizacja	Liczba spółek	Obroty do kapitalizacji	Obligacje (średnia trzyletnia)	Udział rynku	Stopa zwrotu od 1950 roku	Udział młodych
Australia	87,34%	86,19	59,72%	2,36%	61,37%	5,80%	5%
Wartość referencyjna	150%	35	100%	5%	100%	9%	40%
Wartość unormowana	0,6	1,0	0,6	0,5	0,6	0,6	0,1
WE CMI	0,50						

Gdzie:

$$\text{Wartość unormowana} = \min \left(\frac{\text{Wartość wskaźnika}}{\text{Wartość referencyjna dla danego wskaźnika}}, 1 \right)$$

$$\text{WE CMI} = \sqrt[7]{\prod_{i=1}^7 \text{Wartość unormowana}_i}$$

i – indeks kolejnego wskaźnika

W przypadku wskaźnika „Liczba spółek”, odnotowana liczba spółek przypadająca na milion mieszkańców okazała się znacznie większa od przyjętej wartości referencyjnej. W takim przypadku, wartość unormowana otrzymuje maksymalną wartość 1.

W trzech poniższych tabelach zawarte są dane przedstawione w WE CMI oraz na wykresach w rozdziale trzecim. Źródła poszczególnych wskaźników podane są w wymienionym rozdziale, przy odpowiednich wykresach. Znajdują się tutaj te dane, z których korzystaliśmy przy opracowaniu indeksu oraz analizie wzajemnych zależności między znaczeniem rynków kapitałowych a poziomem wskaźników makroekonomicznych obrazujących poszczególne, w naszym mniemaniu ważne obszary gospodarki. Uważamy, że mogą być one przydatne w dalszych opracowaniach zajmujących się tą tematyką.

Tabela 5. Wskaźniki mierzące rozwój rynków kapitałowych.

	Kapitalizacja publicznych spółek akcyjnych w 2013 roku	Liczba spółek na 1 mln mieszkańców	Stopa zwrotu w latach 1966-2015	Stosunek wartości obrotów rocznych do kapitalizacji giełdy	Udział emisji obligacji przedsiębiorstw w PKB	Udział firm młodszych niż 50 lat w czołowych indeksach giełdowych	Udział rynku kapitałowego w finansowaniu firm w 2013 roku
Australia	87%	86,2	5,8%	60%	2,2%	5%	61%
Austria	27%	8,3	3,3%	24%	1,3%	15%	31%
Belgia	72%	13,8	5,8%	34%	3,0%	20%	37%
Dania	61%	31,1	7,5%	54%	1,3%	15%	45%
Finlandia	57%	22,0	8,6%	86%	2,6%	4%	49%
Francja	82%	13,1	5,6%	54%	3,5%	15%	53%
Hiszpania	82%	67,7	4,6%	87%	2,4%	37%	32%
Holandia	95%	6,3	6,4%	65%	3,5%	24%	41%
Irlandia	71%	9,2	6,4%	11%	3,3%	35%	23%
Japonia	92%	27,2	4,3%	152%	1,5%	7%	55%
Kanada	115%	111,5	4,5%	64%	3,7%	25%	64%
Niemcy	52%	8,3	5,6%	81%	2,7%	10%	53%
Norwegia	51%	36,7	6,3%	47%	4,2%	46%	39%
Nowa Zelandia	45%	32,2	5,5%	15%	1,3%	50%	42%
Polska	39%	22,3	4,2%*	38%	0,2%	33%	46%
Portugalia	35%	4,4	3,1%	54%	3,3%	39%	34%
RPA	257%	6,6	7,9%	34%	1,6%	47%	92%
Szwajcaria	225%	29,8	5,7%	51%	3,5%	10%	73%
Szwecja	93%	34,9	8,7%	75%	3,2%	7%	44%
Średnia	89%	28,6	5,7%	69%	2,8%	22%	50%
USA	143%	13,1	5,3%	164%	4,6%	29%	80%
Wlk. Brytania	114%	34,2	6,4%	62%	4,2%	26%	67%
Włochy	21%	4,7	1,4%	172%	1,8%	10%	28%

* Od 1995 roku

Tabela 6. Wskaźniki użyte w rozdziale 3 – część I

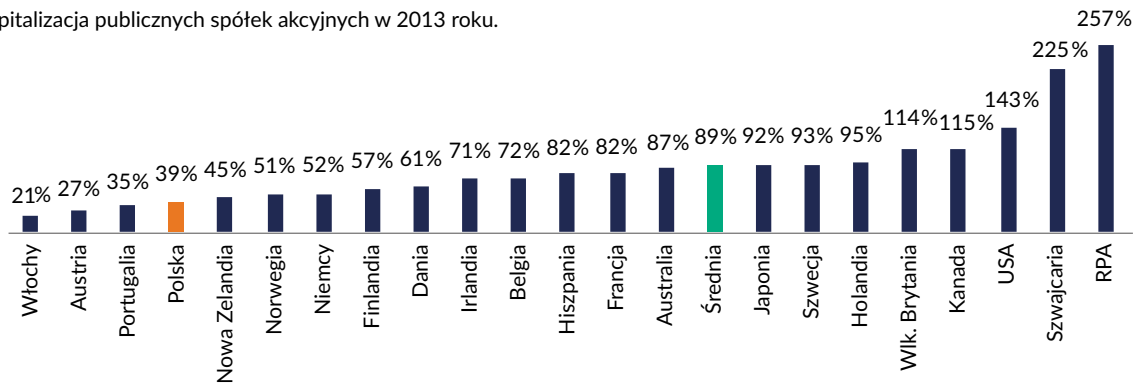
	Indeks znaczenia rynku kapitałowego	Poziom indeksu wolności gospodarczej Heritage	International Property Rights Index	Udział firm o rozproszonym akcjonariacie wśród dwudziestu firm o największej kapitalizacji	Szacowana premia za kontrolę
Australia	0,50	82,6	7,9	65%	2%
Belgia	0,46	69,2	7,5	5%	
Kanada	0,67	79,4	8	60%	1%
Dania	0,51	76,1	7,9	40%	8%
Finlandia	0,46	74	8,4	35%	2%
Francja	0,51	64,1	7,3	60%	2%
Niemcy	0,43	72,8	7,7	0%	10%
Hiszpania	0,60	68	5,8	34%	4%
Holandia	0,50	73,5	8	30%	2%
Japonia	0,48	71,8	8,1	0%	-4%
Norwegia	0,59	70,5	8,3	25%	1%
Nowa Zelandia	0,49	81,4	8,3	30%	3%
Portugalia	0,36	63,1	6,6	10%	20%
RPA	0,54	61,8	6,6		2%
USA	0,72	76	7,7	80%	1%
Szwajcaria	0,63	81	8,2	60%	6%
Szwecja	0,57	72,9	8,1	25%	7%
Wielka Brytania	0,73	74,8	7,8	100%	1%
Włochy	0,25	60,6	5,7	20%	37%
Austria	0,27	71,8	7,6	5%	38%
Irlandia	0,37	75,7	7,6	65%	
Polska	0,32	66	5,9	5%	13%

Tabela 7. Wskaźniki użyte w rozdziale 3 – część II

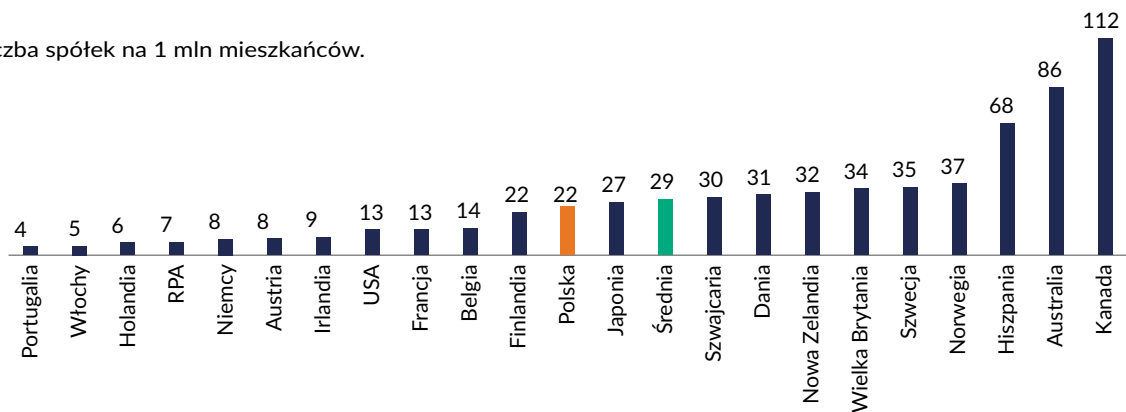
	Indeks znaczenia rynku kapitałowego	Udział spółek będących częścią grupy rodzinnej w liczbie spółek ogółem	Średnia liczba firm dzieląca reprezentatywną firmę rodzinną od kontrolującej ją ostatecznie rodziny.	Udział aktywów funduszy emerytalnych w PKB	Stosunek aktywów funduszy inwestycyjnych do depozytów gospodarstw domowych
Australia	0,50	7%	0,12	102,31%	0,30
Belgia	0,46	24%	0,37	4,61%	0,25
Kanada	0,67	5%	0,12	70,70%	0,62
Dania	0,51	10%	0,09	67,78%	0,44
Finlandia	0,46	11%	0,23	50,33%	0,61
Francja	0,51	11%	0,15	0,42%	0,69
Niemcy	0,43	9%	0,09	14,61%	0,72
Hiszpania	0,60	12%	0,24	10,98%	0,21
Holandia	0,50	5%	0,10	154,35%	0,15
Japonia	0,48	3%	0,05	29,20%	0,16
Norwegia	0,59	9%	0,17	8,61%	0,55
Nowa Zelandia	0,49	7%	0,30	17,93%	0,25
Portugalia	0,36	23%	0,19	9,25%	0,06
RPA	0,54	10%	0,18	40,81%	0,66
USA	0,72	3%	0,04	83,18%	0,67
Szwajcaria	0,63	4%	0,02	117,79%	0,38
Szwecja	0,57	20%	0,25	20,79%	0,55
Wielka Brytania	0,73	2%	0,07	104,94%	0,45
Włochy	0,25	19%	0,29	6,18%	0,16
Austria	0,27	5%	0,05	5,53%	0,53
Irlandia	0,37	11%	0,06	52,96%	0,93
Polska	0,32	13%	0,18	18,48%	0,16

Wykres 44. Pierwsza grupa wskaźników mierzących rozwój rynku kapitałowego.

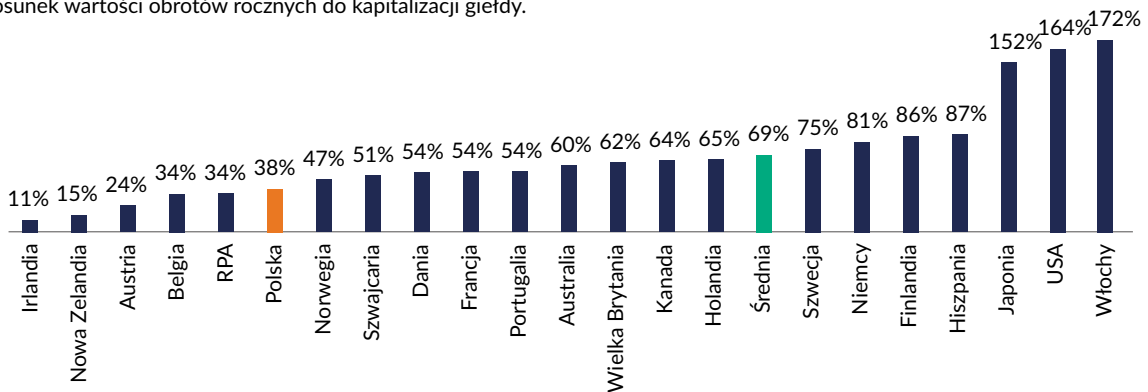
Kapitalizacja publicznych spółek akcyjnych w 2013 roku.



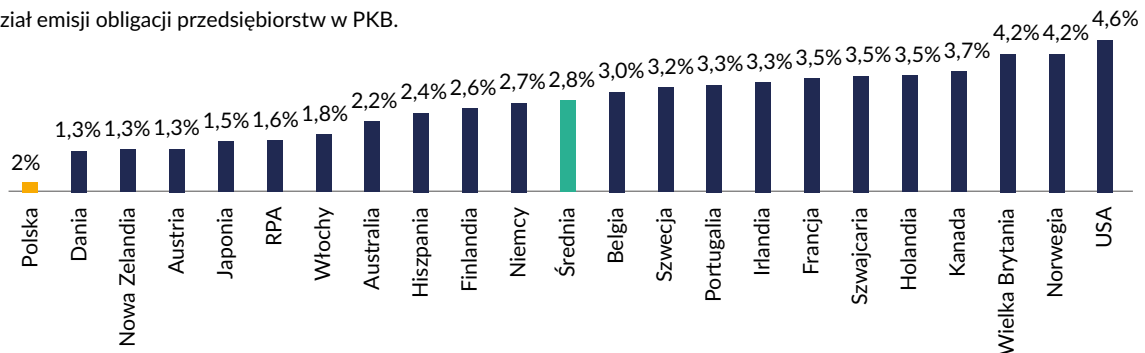
Liczba spółek na 1 mln mieszkańców.



Stosunek wartości obrotów rocznych do kapitalizacji giełdy.



Udział emisji obligacji przedsiębiorstw w PKB.

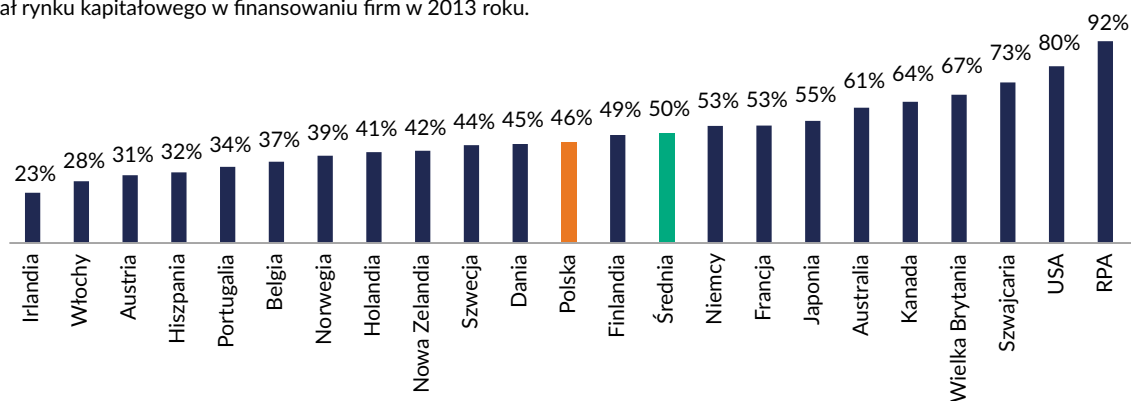


Źródło: Bank Światowy.



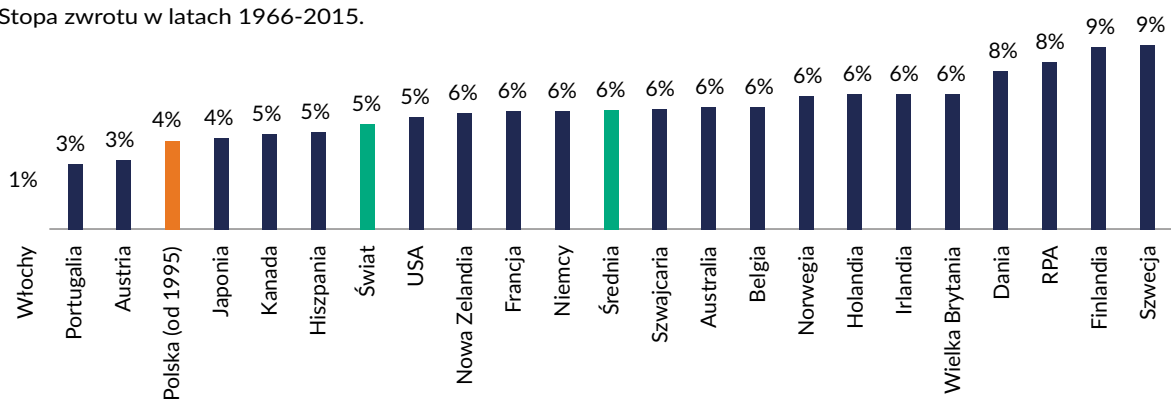
Wykres 45. Druga grupa wskaźników mierzących rozwój rynku kapitałowego.

Udział rynku kapitałowego w finansowaniu firm w 2013 roku.



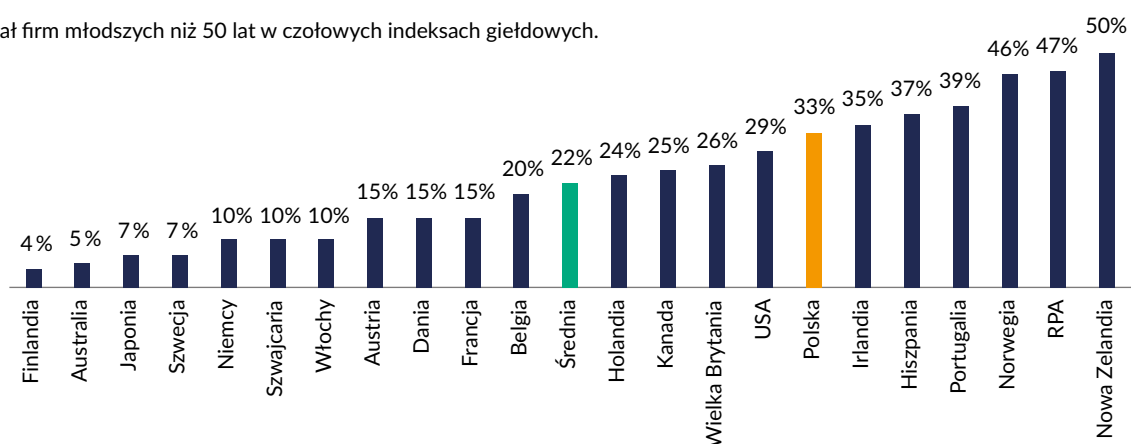
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych OECD, BIS, Eurostatu i Banku Światowego.

Stopa zwrotu w latach 1966-2015.



Źródło: Credit Suisse Yearbook 2016.

Udział firm młodszych niż 50 lat w czołowych indeksach giełdowych.



Źródło: Opracowanie własne.

Uwaga: Do badania zostały wykorzystane następujące indeksy: OMXF25, S&P/ASX 20, TOPIX30, OMX Stockholm 30, DAX, Swiss Market Index, FTSE MIB, ATX, OMXC20, CAC40, BEL20, AEX-INDEKS, S&P/TSX, FTSE 100 Index, S&P 100, WIG30, ISEQ 20, IBEX35, PSI 20, OBX Index, FTSE/JSE Africa Top40, S&P/NZX 20. Liczebność indeksu była tym większa, im większa badana gospodarka, jednak dla większości krajów ustalonym przedziałem było między 20 a 40 spółek. Tylko dla USA i Wielkiej Brytanii wzięta została większa próba. W pierwszym wypadku uzasadnia to rozmiar gospodarki, w drugim duży udział firm międzynarodowych traktujących rynek brytyjski jako macierzysty (wynik dla USA dla indeksu Dow Jones 30 to 27%, co wskazuje że wysoka pozycja Stanów Zjednoczonych nie jest skutkiem doboru próby).

Bibliografia

- Analizy Online. „Efektywność OFE na tle innych form oszczędzania”, 16 marzec 2016.
- Bebchuk, Lucian. „Corporate Pyramids in the Israeli Economy: Problems and Policies: A Report Prepared for the Committee on Increasing Competitiveness in the Economy”. Ministry of Finance, Government of Israel, 2012.
- Bitner, Maciej, i Maciej Bukowski. „Emerytury kapitałowe – nowe otwarcie.” Warszawa: WiseEuropa, 2016.
- . „Emerytury kapitałowe bez przymusu.” *Ubezpieczenia Społeczne. Teoria i praktyka*, nr 2 (2016).
- Bitner, Maciej, Maciej Bukowski, i Urszula Siedlecka. „Poryw i flauta. Jak giełda napędza polską gospodarkę?” Warszawa: WiseEuropa, 2016.
- Brealey, Richard, Stewart Myers, i Franklin Allen. *Principles of Corporate Finance*. 10 edition. Boston: McGraw-Hill/Irwin, 2010.
- Brzoza-Brzezina, Michał, Marcin Kolasa, Krzysztof Makarski, i others. *Crisis, contagion and international policy spillovers under foreign ownership of banks*. National Bank of Poland Education and Publishing Department, 2016. http://www.nbp.pl/publikacje/materialy_i_studia/231_en.pdf.
- Bukowski, Maciej, Urszula Siedlecka, i Aleksander Śniegocki. „Zapaść - czy fuzja z energetyką uratuje polskie górnictwo?” Warszawa: WiseEuropa, maj 2016.
- Capital Strategy. „Wpływ rozwiązań dotyczących przyszłości OFE na rynek kapitałowy i rozwój gospodarki”. Warszawa, 27 sierpień 2013.
- CFA Institute. „EU Prospectus Directive Reform to Ease Investor Access to SME Information”. *CFA Institute Market Integrity Insights*, 28 maj 2015. <https://blogs.cfainstitute.org/marketintegrity/2015/05/28/eu-prospectus-directive-reform-to-ease-investor-access-to-sme-information/>.
- Czapiński, Janusz, i Marek Góra. „Świadomość «emerytalna» Polaków. Raport z badania ilościowego.” Warszawa: Europejski Kongres Finansowy, maj 2016.
- Deloitte. „Europe’s fund expenses at a crossroads The benefits of mutualizing the cost of distribution”, czerwiec 2015.
- Dyck, Alexander, i Luigi Zingales. „Private Benefits of Control: An International Comparison”. *The Journal of Finance* 59, nr 2 (Kwiecień 2004): 537–600. doi:10.1111/j.1540-6261.2004.00642.x.
- Ferreira, Miguel A., Aneel Keswani, António F. Miguel, i Sofia B. Ramos. „The Determinants of Mutual Fund Performance: A Cross-Country Study”. *Review of Finance*, 18 kwiecień 2012, rfs013. doi:10.1093/rof/rfs013.
- Finer, Samuel E. *The history of government*, 3 vols. Oxford: Oxford University Press, 1997.
- Fundacja Kronenberga. „Postawy Polaków wobec finansów.” City Handlowy, 2015.
- IGTE. „Przegląd systemu emerytalnego”, 2016.
- Jamróż, Paweł. „Efektywność wybranych FIO rynku akcji w latach 2003–2011”. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego*, nr 768 (2013). http://www.wneiz.pl/nauka_wneiz/frfu/63-2013/FRFU-63-193.pdf.
- KE. „Economic Analysis Accompanying the document « Action Plan on Building a Capital Markets Union. Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions»”. Brussels: European Commission, 30 wrzesień 2015.
- Kierska-Woźny, Eliza Marta. „Porównanie i ocena funkcjonowania zintegrowanego nadzoru finansowego na rynku niemieckim, brytyjskim i polskim”. *International Journal of Management and Economics* 37, nr 1 (2013): 114–129.
- Komisja Finansów Publicznych. „Zapis przebiegu posiedzenia komisji finansów publicznych”, 21 grudzień 2011. <http://www.sejm.gov.pl/Sejm7.nsf/biuletyn.xsp?documentId=971AB15CF8234FB6C125798100514D90>.

Kowalski, Przemysław, Max Büge, Monika Sztajerowska, i Matias Egeland. „State-Owned Enterprises: Trade Effects and Policy Implications”. *OECD Trade Policy Papers*, nr 147 (2013): 22–47.

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, i Robert W. Vishny. „Law and Finance”. Working Paper. National Bureau of Economic Research, lipiec 1996. <http://www.nber.org/papers/w5661>.

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, i Andrei Shleifer. „What works in securities laws?” *The Journal of Finance* 61, nr 1 (2006): 1–32.

La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, i Robert W. Vishny. „Investor Protection: Origins, Consequences, and Reform”. Working Paper. National Bureau of Economic Research, grudzień 1999. <http://www.nber.org/papers/w7428>.

Lin, Lin, i Michael Ewing-Chow. „The Doing Business Indicators in Minority Investor Protection: The Case of Singapore”. SSRN Scholarly Paper. Rochester, NY: Social Science Research Network, 7 lipiec 2014. <https://papers.ssrn.com/abstract=2464407>.

Masulis, Ronald W., Peter Kien Pham, i Jason Zein. „Family business groups around the world: financing advantages, control motivations, and organizational choices”. *Review of Financial Studies* 24, nr 11 (2011): 3556–3600.

Mercer. „Ocena działalności otwartych funduszy emerytalnych – perspektywa towarzystw emerytalnych i klientów OFE. Analizy z wykorzystaniem danych za okres 2000-2014.”, 23 listopad 2015.

Ministerstw Finansów. „Strategia rozwoju rynku kapitałowego “Agenda Warsaw City 2010””, 2004.

Morck, Randall K. *A history of corporate governance around the world: family business groups to professional managers*. University of Chicago Press, 2007. https://www.google.com/books?hl=pl&lr=&id=X6knlE-47BAC&oi=fnd&pg=PR9&dq=A+History+of+Corporate+Governance+around+the+World:+Family+Business+Groups+to+Professional+Managers&ots=b32jSYhvbC&sig=5H5a1-tW3Q8yeHdVSCTIz3eo_xU.

Morningstar. „2015 Fee Study: Investors Are Driving Expense Ratios Down”, 2015.

Moskal, Agnieszka, i Danuta Zawadzka. „Efektywność funduszy akcyjnych w Polsce”. *Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, sectio H-Oeconomia* 48, nr 3 (2015): 241.

MR. „Strategia na Rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju. Projekt do konsultacji społecznych.” Warszawa: Ministerstwo Rozwoju, 5 sierpień 2016.

„Oficjalna strona Prezydenta Rzeczypospolitej Polskiej / Aktualności / Wypowiedzi Prezydenta RP / Wystąpienia / Wystąpienie Prezydenta podczas uroczystej gali z okazji 25-lecia GPW”, 6 październik 2016. <http://www.prezydent.pl/aktualnosci/wypowiedzi-prezydenta-rp/wystapienia/art,85,wystapienie-prezydenta-podczas-uroczystej-gali-z-okazji-25-lecia-gpw.html>.

Ostrowska, Katarzyna. „OFE: premier zakończył konflikt OFE - Moja Emerytura - rp.pl”, 25 sierpień 2016. <http://www.rp.pl/artukul/527044-OFE--premier-zakonczy-l-konflikt-OFE.html>.

Pacud, Radosław. *Podmioty uprawnione do środków OFE*. Self Publishing, 2013.

PAP. „Tusk: wybrałem ZUS, bo mam do Zakładu większe zaufanie”, 30 marzec 2014. http://wyborcza.pl/1,91446,15712133,Tusk__wybralem_ZUS__bo_mam_do_Zakladu_wieksze_zaufanie.html.

Perez, Katarzyna. *Fundusze inwestycyjne: rodzaje, zasady funkcjonowania, efektywność*. Wolters Kluwer, 2012.

Rajan, Raghuram G., i Luigi Zingales. „The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century”. *Journal of financial economics* 69, nr 1 (2003): 5–50.

Ramotowski, Jacek. „Banki centralne przyciągają nadzór finansowy”. *Obserwator finansowy.pl*, 8 czerwiec 2016. <https://www.obserwatorfinansowy.pl/tematyka/bankowosc/banki-centralne-przyciagaja-nadzor-finansowy/>.

Rutecka, Joanna, Ryszard Petru, Kamila Bielawska, Sylwia Pieńkowska-Kamieniecka, Marek Szczepański, i Maciej Żukowski. „Dodatkowy system emerytalny w Polsce - diagnoza i rekomendacje zmian”. Warszawa: Towarzystwo Ekonomistów Polskich, grudzień 2014.

Strategic Insight. „Funds fees in Europe: Analyzing investment management fees, distribution fees, and operating expenses.” European Fund and Asset Management Association (EFAMA), październik 2011.

TNS Polska. „Oszczędzanie długoterminowe – opinie, postawy, oczekiwania polskiego społeczeństwa. Raport dla Związku Banków Polskich.” Warszawa, listopad 2014.

———. „Skłonność Polaków do dodatkowego oszczędzania na emeryturę – mit czy rzeczywistość? Raport dla Nationale-Nederlanden.” Warszawa, marzec 2016.

Witkowska, Dorota. „Efektywność wybranych funduszy akcyjnych w latach 2005-2007”. *Ekonomika i Organizacja Gospodarki Żywnościowej*, nr 74 (2009): 39–61.

Przypisy

- 1 Ministerstw Finansów, „Strategia rozwoju rynku kapitałowego “Agenda Warsaw City 2010””, 47.
- 2 Ibid., 31.
- 3 Ibid., 38.
- 4 Ibid., 39.
- 5 Ostrowska, „OFE”.
- 6 Komisja Finansów Publicznych, „Zapis przebiegu posiedzenia komisji finansów publicznych”.
- 7 PAP, „Tusk: wybrałem ZUS, bo mam do Zakładu większe zaufanie”.
- 8 „Oficjalna strona Prezydenta Rzeczypospolitej Polskiej / Aktualności / Wypowiedzi Prezydenta RP / Wystąpienia / Wystąpienie Prezydenta podczas uroczystej gali z okazji 25-lecia GPW”.
- 9 Ministerstw Finansów, „Strategia rozwoju rynku kapitałowego “Agenda Warsaw City 2010””, 99.
- 10 MR, „Strategia na Rzecz Odpowiedzialnego Rozwoju. Projekt do konsultacji społecznych.”
- 11 Ibid., 100.
- 12 KE, „Economic Analysis Accompanying the document « Action Plan on Building a Capital Markets Union. Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions»”, 72.
- 13 CFA Institute, „EU Prospectus Directive Reform to Ease Investor Access to SME Information”.
- 14 KE, „Economic Analysis Accompanying the document « Action Plan on Building a Capital Markets Union. Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions»”, 76.
- 15 Ibid., 106.
- 16 Bitner, Bukowski, i Siedlecka, „Poryw i flauta. Jak giełda napędza polską gospodarkę?”
- 17 Rajan i Zingales, „The great reversals”.
- 18 Bitner, Bukowski, i Siedlecka, „Poryw i flauta. Jak giełda napędza polską gospodarkę?”, 25–26, 31.
- 19 La Porta i in., „Law and Finance”; La Porta i in., „Investor Protection”.
- 20 Finer, The history of government, 3 vols.
- 21 Bitner, Bukowski, i Siedlecka, „Poryw i flauta. Jak giełda napędza polską gospodarkę?”, 11.
- 22 Morck, A history of corporate governance around the world.
- 23 Dyck i Zingales, „Private Benefits of Control”.
- 24 Bebchuk, „Corporate Pyramids in the Israeli Economy: Problems and Policies: A Report Prepared for the Committee on Increasing Competitiveness in the Economy”.
- 25 Masulis, Pham, i Zein, „Family business groups around the world”.
- 26 Bitner, Bukowski, i Siedlecka, „Poryw i flauta. Jak giełda napędza polską gospodarkę?”
- 27 Brealey, Myers, i Allen, Principles of Corporate Finance, 373.
- 28 http://www.gkpge.pl/media/pdf/NWZ20160905_trescuchwal.pdf
- 29 http://www.sii.org.pl/static/img/010574/ministerstwo-energii---pismo-dkn-iv-0960-188_16--2-.pdf
- 30 [http://biznes.pap.pl/pl/news/search/info/25295737,w-ciagu-kilku-lat-wartosc-nominalna-spolek-sp-wzrosnie-o-50-mln-zl---tchorzewski-\(opis\)](http://biznes.pap.pl/pl/news/search/info/25295737,w-ciagu-kilku-lat-wartosc-nominalna-spolek-sp-wzrosnie-o-50-mln-zl---tchorzewski-(opis))
- 31 Bukowski, Siedlecka, i Śniegocki, „Zapaść - czy fuzja z energetyką uratuje polskie górnictwo?”
- 32 <http://biznes.pap.pl/pl/news/all/info/1695871,w--16-oczyszczona-ebitda-moze-byc-wyzsza-rdr--w--16-i--17-bedzie-strata-netto---jsw>
- 33 Brzoza-Brzezina i in., Crisis, contagion and international policy spillovers under foreign ownership of banks.
- 34 <http://www.bankier.pl/wiadomosc/PZU-podpisal-umowe-nabycia-akcji-Alior-Bank-7261886.html>
- 35 Lin i Ewing-Chow, „The Doing Business Indicators in Minority Investor Protection”.

- 36 Ibid., 18.
- 37 Kierska-Woźny, „Porównanie i ocena funkcjonowania zintegrowanego nadzoru finansowego na rynku niemieckim, brytyjskim i polskim”; Ramotowski, „Banki centralne przyciągają nadzór finansowy”.
- 38 Kowalski i in., „State-Owned Enterprises: Trade Effects and Policy Implications”, 50.
- 39 Analizy Online, „Efektywność OFE na tle innych form oszczędzania”.
- 40 Jamróz, „Efektywność wybranych FIO rynku akcji w latach 2003–2011”; Witkowska, „Efektywność wybranych funduszy akcyjnych w latach 2005-2007”; Moskal i Zawadzka, „Efektywność funduszy akcyjnych w Polsce”; Analizy Online, „Efektywność OFE na tle innych form oszczędzania”.
- 41 Perez, Fundusze inwestycyjne, 320.
- 42 Ibid., 315.
- 43 Analizy Online, „Efektywność OFE na tle innych form oszczędzania”, 5.
- 44 Capital Strategy, „Wpływ rozwiązań dotyczących przyszłości OFE na rynek kapitałowy i rozwój gospodarki”.
- 45 Pacud, Podmioty uprawnione do środków OFE.
- 46 Mercer, „Ocena działalności otwartych funduszy emerytalnych – perspektywa towarzystw emerytalnych i klientów OFE. Analizy z wykorzystaniem danych za okres 2000-2014.”
- 47 TNS Polska, „Oszczędzanie długoterminowe – opinie, postawy, oczekiwania polskiego społeczeństwa. Raport dla Związku Banków Polskich.”; Fundacja Kronenberga, „Postawy Polaków wobec finansów.”; Czapiński i Góra, „Świadomość «emerytalna» Polaków. Raport z badania ilościowego.”; TNS Polska, „Skłonność Polaków do dodatkowego oszczędzania na emeryturę – mit czy rzeczywistość? Raport dla Nationale-Nederlanden.”
- 48 IGTE, „Przegląd systemu emerytalnego”.
- 49 TNS Polska, „Skłonność Polaków do dodatkowego oszczędzania na emeryturę – mit czy rzeczywistość? Raport dla Nationale-Nederlanden.”
- 50 Czapiński i Góra, „Świadomość «emerytalna» Polaków. Raport z badania ilościowego.”
- 51 Ibid.
- 52 Fundacja Kronenberga, „Postawy Polaków wobec finansów.”
- 53 TNS Polska, „Oszczędzanie długoterminowe – opinie, postawy, oczekiwania polskiego społeczeństwa. Raport dla Związku Banków Polskich.”, 5.
- 54 Rutecka i in., „Dodatkowy system emerytalny w Polsce - diagnoza i rekomendacje zmian”, 37–39.
- 55 TNS Polska, „Oszczędzanie długoterminowe – opinie, postawy, oczekiwania polskiego społeczeństwa. Raport dla Związku Banków Polskich.”, 8.
- 56 Deloitte, „Europe’s fund expenses at a crossroads The benefits of mutualizing the cost of distribution”, 4.
- 57 Ferreira i in., „The Determinants of Mutual Fund Performance”, 33–34,49.
- 58 Mercer, „Ocena działalności otwartych funduszy emerytalnych – perspektywa towarzystw emerytalnych i klientów OFE. Analizy z wykorzystaniem danych za okres 2000-2014.”; Morningstar, „2015 Fee Study: Investors Are Driving Expense Ratios Down”; Deloitte, „Europe’s fund expenses at a crossroads The benefits of mutualizing the cost of distribution”; Strategic Insight, „Funds fees in Europe: Analyzing investment management fees, distribution fees, and operating expenses.”
- 59 Strategic Insight, „Funds fees in Europe: Analyzing investment management fees, distribution fees, and operating expenses.”, 13.
- 60 Ibid., 8.
- 61 Deloitte, „Europe’s fund expenses at a crossroads The benefits of mutualizing the cost of distribution”, 7.
- 62 Strategic Insight, „Funds fees in Europe: Analyzing investment management fees, distribution fees, and operating expenses.”, 12.
- 63 Bitner i Bukowski, „Emerytury kapitałowe – nowe otwarcie.”; Bitner i Bukowski, „Emerytury kapitałowe bez przymusu.”
- 64 La Porta, Lopez-de-Silanes, i Shleifer, „What works in securities laws?”, 20.

Spis wykresów

Wykres 1. Ilościowe cele "Agendy 2010" i ich niepełna realizacja.	16
Wykres 2. Rozwój rynku kapitałowego a poziom rozwoju gospodarczego.	31
Wykres 3. Rozwój rynku kapitałowego w 2000 roku a tempo rozwoju gospodarczego w latach 2001-2016.	31
Wykres 4. Rozwój rynku kapitałowego a wolność gospodarcza.	34
Wykres 5. Rozwój rynku kapitałowego a przestrzeganie praw własności.	34
Wykres 6. Rozwój rynku kapitałowego a rozproszenie akcjonariatu.	36
Wykres 7. Rozwój rynku kapitałowego a premia za kontrolę nad spółkami publicznymi.	36
Wykres 8. Rozwój rynku kapitałowego a rozpowszechnienie firm działających w strukturze grupy rodzinnej.	37
Wykres 9. Rozwój rynku kapitałowego a liczba szczebli w piramidalnej strukturze własnościowej.	37
Wykres 10. Rozwój rynku kapitałowego a fundusze emerytalne.	38
Wykres 11. Rozwój rynku kapitałowego a fundusze inwestycyjne.	38
Wykres 12. Wybrane wskaźniki finansowe KGHM Polska Miedź.	46
Wykres 14. Zmiana WIG Energia od czerwca do listopada 2016.	48
Wykres 15. Kapitały zakładowe i niepodzielony zysk z lat ubiegłych na dzień 31 grudnia 2015 wybranych SSP.	48
Wykres 16. Kurs akcji spółki Tauron.	49
Wykres 17. Kurs akcji JSW.	49
Wykres 18. Struktura własnościowa sektora bankowego w Polsce – udział w aktywach (%).	53
Wykres 19. Struktura własnościowa sektora bankowego w wybranych krajach regionu w roku 2009 – udział w aktywach (%).	53
Wykres 20. Kurs akcji PZU, PKO BP i Alior Banku.	54
Wykres 21. Wartość indeksu polskiego sektora bankowego od stycznia 2001 (indeks cenowy, banki notowane na GPW).	54
Wykres 22. Opinie analityków giełdowych o ochronie praw akcjonariuszy w spółkach notowanych na GPW.	58
Wykres 23. Stopa zwrotu z inwestycji w spółkę giełdową a ocena jakości ochrony praw jej akcjonariuszy.	58
Wykres 25. Inwestorzy w funduszach inwestycyjnych w USA.	64



Wykres 26. Inwestorzy na amerykańskim rynku akcji po uwzględnieniu pośredniego zaangażowania funduszy emerytalnych, ubezpieczycieli i zagranicy w fundusze inwestycyjne.	64
Wykres 24. Udział poszczególnych grup inwestorów we własności amerykańskich akcji i obligacji korporacyjnych w 2015 roku (rynek publiczny oraz niepubliczny, bez korekty o udziałowców funduszy inwestycyjnych).	64
Wykres 27. Szacunkowa dekompozycja inwestorów na polskim rynku akcji na koniec 2015 roku.	65
Wykres 28. Realna roczna stopa zwrotu z czołowych rynków rozwiniętych w latach 1990-2015 oraz 2000-2015 w zestawieniu ze stopą zwrotu z indeksu WIG.	66
Wykres 29. Średnioroczna nominalna stopa zwrotu w PLN w latach 2000-2015 dla jednorazowej inwestycji dokonanej w styczniu 2000 roku.	68
Wykres 30. Nominalna wartość kapitału pochodzącego z odkładania co roku przeciętnego miesięcznego wynagrodzenia w różnych aktywach.	68
Wykres 31. Różnica między stopą zwrotu z syntetycznego benchmarku składającego się w 90% z indeksu WIG i 10% ze stopy WIBOR 3M, a inwestycją w portfel akcyjnych funduszy inwestycyjnych.	69
Wykres 32. Udział OFE w kapitalizacji spółek na rynku podstawowym oraz rynku NewConnect.	71
Wykres 33. Stopy zwrotu z OFE w porównaniu z benchmarkiem w latach 2000-2015.	71
Wykres 34. Wskaźnik kosztów całkowitych dla OFE oraz funduszy stabilnego wzrostu (jednostka dedykowana do produktów emerytalnych) oraz detalicznych funduszy akcji.	73
Wykres 35. Ocena funkcjonowania OFE w badaniach opinii społecznej.	73
Wykres 36. Liczba aktywnych rachunków w ramach wspieranych przez państwo dobrowolnych produktów emerytalnych.	74
Wykres 37. Rozpoznawalność wspieranych przez państwo dobrowolnych produktów emerytalnych.	74
Wykres 38. Opinie Polaków odnośnie spodziewanego stosunku emerytury do ostatniej pensji.	75
Wykres 39. Potencjalne możliwości Polaków w zakresie dodatkowego oszczędzania.	75
Wykres 40. Rozkład wskaźnika kosztów całkowitych w próbie polskich funduszy akcji.	77
Wykres 41. Zależność między kosztami całkowitymi a wielkością funduszu w podpróbie funduszy niestosujących dodatkowych opłat typu success fee.	77
Wykres 42. Wskaźnik kosztów całkowitych w różnych funduszach akcji w Polsce i na świecie.	79
Wykres 43. Napływ środków do funduszy inwestycyjnych na tle zmian indeksu WIG w latach 2007-2015.	80
Wykres 44. Pierwsza grupa wskaźników mierzących rozwój rynku kapitałowego.	98
Wykres 45. Druga grupa wskaźników mierzących rozwój rynku kapitałowego.	99



Spis tabel

Tabela 1. Zbiorcze rekomendacje dla polskiego rynku kapitałowego.	10
Tabela 2. Ranking rozwiniętych rynków kapitałowych dla roku 2015 – WiseEuropa Capital Market Index (WE-CMI).	28
Tabela 3. Poziom ochrony akcjonariuszy mniejszościowych (MIPI) według badania Doing Business.	55
Tabela 4. Przykładowy proces obliczania wartości indeksu dla Australii.	94
Tabela 5. Wskaźniki mierzące rozwój rynków kapitałowych.	95
Tabela 6. Wskaźniki użyte w rozdziale 3 – część I	96
Tabela 7. Wskaźniki użyte w rozdziale 3 – część II	97

Spis schematów

Schemat 1. Rynek kapitałowy w Polsce – poryw lat 1991-2010 i flauta lat 2011-2016.	14
Schemat 2. Przebieg procesu prowadzącego do wzrostu (lub spadku) znaczenia rynku kapitałowego w gospodarce.	40
Schemat 3. Wyniki dla Polski w poszczególnych kategoriach indeksu MIPI w 2016 roku.	55
Schemat 4. Jak dystrybutorzy skutecznie nie dopuszczają do spadku opłat w funduszach inwestycyjnych.	82

Spis ramek

Ramka 1. Agenda 2010 – co z niej zostało?	15
Ramka 2. Problemy metodologiczne zrozumienia czynników determinujących rozwój rynku kapitałowego.	32
Ramka 3. Charakterystyka brytyjskiego systemu nadzoru nad rynkiem kapitałowym.	61
Ramka 4. Dlaczego opłaty dystrybucyjne są w Polsce wysokie?	82



Maciej Bukowski

Prezes Zarządu **WiseEuropa**

Doktor nauk ekonomicznych. Pracownik naukowy Wydziału Nauk Ekonomicznych, Uniwersytetu Warszawskiego. Jest współautorem wielu polskich dokumentów strategicznych (m.in. Plan Hausnera, Polska 2030 – wyzwania rozwojowe, Długookresowa Strategia Rozwoju Kraju do roku 2030). Autor publikacji naukowych, komentarzy i artykułów prasowych dotyczących makroekonomii, rozwoju gospodarczego, systemu emerytalnego, rynku pracy, polityki przemysłowej, energetycznej i innowacyjności.



Maciej Bitner

Główny ekonomista **WiseEuropa**

Absolwent ekonomii i filozofii Uniwersytetu Warszawskiego. Posiada wieloletnie doświadczenie zawodowe, w tym naukowo-badawcze. Naukowo interesuje się szczególnie: zagadnieniem wzrostu gospodarczego, rynkiem pracy, polityką pieniężną i problematyką emerytalną. Aktywny uczestnik debaty publicznej. Autor i współautor wielu publikacji naukowych oraz kilkuset artykułów o tematyce ekonomicznej i finansowej. W latach 2010-2015 wykładowca akademicki.



Kamil Pastor

Młodszy Ekonomista **WiseEuropa**

Absolwent Szkoły Głównej Handlowej. W WiseEuropa zajmuje się analizami ekonometrycznymi oraz wsparciem w projektach dotyczących makroekonomii i rynków finansowych. Do jego zainteresowań naukowych należą również historia gospodarcza i ekonomia polityczna. Doświadczenie zawodowe zbierał w Narodowym Banku Polskim oraz w Spotdata.pl.

Program Polityki Publiczne i Governance

Dostęp do najwyższej jakości wiedzy może pozwolić na prowadzenie polityk oraz organizowanie instytucji publicznych w sposób maksymalizujący dobrobyt społeczeństwa. Dlatego w WiseEuropa powołaliśmy Program Polityk Publicznych i Governance, którego zadaniem jest dostarczanie decydom wiedzy na temat skutków prowadzonych przez nich polityk oraz rozwiązań instytucjonalnych.

W ramach programu tworzymy własne analizy, zbieramy wyniki badań z całego świata oraz wchodzimy w dialog z sektorem prywatnym i publicznym, aby w najważniejszych obszarach życia gospodarczego proponować rozwiązania dopasowane do potrzeb polskiego społeczeństwa. Zajmujemy się takimi dziedzinami jak: budżet i podatki, regulacje, instytucje, nauka i innowacje, kapitał ludzki, zdrowie i bezpieczeństwo socjalne, czy polityka rozwoju.



POLITYKI PUBLICZNE I GOVERNANCE

Inne publikacje:

„Zrozumiały i prosty VAT”, Bukowski M., Morawski I., WiseEuropa, Warszawa 2016

„Poryw i flauta. Jak giełda napędza polską gospodarkę?”. Bitner M., Bukowski M., Siedlecka U., WiseEuropa, Warszawa 2016

„Emerytury kapitałowe – nowe otwarcie”, Bitner M, Bukowski M, WiseEuropa, Warszawa 2016