Jacek DUBISZ*

Periodyzacja rozwoju polskiego rynku kapitałowego

Uwagi wprowadzające

Istotnym elementem transformacji politycznej i gospodarczej, jaka dokonała się w Polsce w latach 90., było reaktywowanie rynku kapitałowego i giełdy papierów wartościowych jako jego instytucjonalnej formy. Specyfika polskiej giełdy, odróżniająca ją od rozwiniętych rynków kapitałowych dotyczyła również przyjętego systemu organizacji, sposobu notowań kursów giełdowych, zasady jednokierunkowości „gry" giełdowej, sposobu i ograniczeń we wprowadzaniu nowych instrumentów do obrotu giełdowego itp.

Na zakończenie dekady lat 90. i w przededniu dziesięciolecia istnienia Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie można się pokusić o próbę usystematyzowania procesu kształtowania się rozwiniętego rynku kapitałowego, zbliżonego charakterem do rynków kapitałowych w Europie Zachodniej. Okres funkcjonowania GPW w Warszawie jest już na tyle wystarczający, by można wyodrębnić w nim kolejne etapy, a także przyporządkować im daty graniczne (umowne) i wyodrębnić najważniejsze cechy każdego z nich. Każda periodyzacja ma wymiar czasowy i dzieli arbitralnie badany okres na: fazy, epoki itp. Podział zawsze ma charakter umowny, a kryterium podziału mogą stanowić np. daty zmian organizacyjnych, wprowadzenie nowych walorów giełdowych do publicznego obrotu lub istotne zmiany jakościowe dotyczące notowanych instrumentów itp. Graficzną postać dokonanego w opracowaniu podziału na etapu (fazy) rozwoju polskiego rynku kapitałowego przedstawia załączony schemat.

W literaturze przedmiotu brakuje opracowań dotyczących rozwoju polskiego rynku kapitałowego. Wynika to z faktu, iż okres istnienia GPW jest stosunkowo krótki, trudno jest więc o retrospektywne spojrzenie.

Schemat 1. Umowny podział na fazy rozwojowe okresu funkcjonowania GPW

Źródło: opracowanie własne

* Autor jest pracownikiem naukowym w Wyższej Szkole Zarządzania i Bankowości w Poznaniu.

Powstanie i uwarunkowania polskiego rynku kapitałowego

Rynek kapitałowy jest częścią (subsystemem) sfery finansowej gospodarki rynkowej i obejmuje przepływ strumieni finansowych średnio i długoterminowych. „Rynek kapitałowy jest wytworem rozwiniętej gospodarki rynkowej. Można go określić jako splot powiązań transakcyjnych między sprzedającymi i kupującymi papiery wartościowe"[1]. W ramach systemu gospodarczego rynek ten spełnia określone funkcje po stronie popytowej i podażowej, przekształcając oszczędności w inwestycje kapitałowe[2]. W wąskim ujęciu rynek kapitałowy obejmuje transakcje kupna i sprzedaży papierów wartościowych (udziałowych, dłużnych, praw pochodnych)[3]. Giełda papierów wartościowych jest instytucjonalną formą rozwiniętego rynku kapitałowego, a w sensie podmiotowym – miejscem dokonywania transakcji kupna i sprzedaży z zachowaniem pewnych umownych reguł. Podmiotami strony popytowej i podażowej są gracze giełdowi, inwestorzy instytucjonalni, Skarb Państwa itp. Przedmiotem obrotu są walory giełdowe, tj. towary masowe, standaryzowane, wycenialne, dostępne w czasie i przestrzeni, których cena jest ustalana na podstawie układu podaży i popytu[4]. Od rynku pieniężnego giełda odróżnia się instrumentami będącymi w obrocie, mającymi charakter długoterminowy (termin realizacji wynosi co najmniej jeden rok). Kryterium czasowe dzielące oba rynki nie jest ostre, tym bardziej że strumienie finansowe krótkoterminowe i długoterminowe nawzajem się przeplatają[5].

Rozwinięty rynek kapitałowy cechuje się zinstytucjonalizowaną formą obrotu, tj. **giełdą** i wykształconymi mechanizmami rynkowymi w aspekcie wyceny, transferu i alokacji kapitału. Mobilność i płynność kapitałów, jaką zapewnia giełda jako forma zorganizowanego obrotu rynkowego, skutkuje permanentną równowagą popytowo-podażową i dopasowaniem strumieni pieniężnych do transferu praw przynależnych papierom wartościowym (odsetki obligacyjne, dywidenda, zysk spekulacyjny). Wymóg i nadrzędność zasady równoważenia rynku powodują, że ceny giełdowe cechują się niestabilnością. Zmienność cen (kursów) na rynkach kapitałowych mająca cechy oscylacji, przybiera postać cykli giełdowych.

---

[1] J. Śliwa, Zarządzanie finansami w przedsiębiorstwie, od diagnozy do projekcji, FRR, Warszawa 1998, s. 387. Papiery wartościowe traktowane są w tym wypadku jako dokument określający prawa majątkowe, których realizacja następuje na podstawie okazania i zwrotu dokumentu, Kodeks Handlowy z 28.03.1934 r., art. 321. Na mocy obowiązującej ustawy z 21 sierpnia 1997: Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (Dz.U. nr 118 z 1997 r., art. 3) mianem papieru wartościowego określa się prawa majątkowe, np. akcje lub obligacje oraz inne instrumenty, których kurs bezpośrednio lub pośrednio wynika z kursów praw majątkowych.

[2] V. Jog, C. Suszyński, Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa, CIM, Warszawa 1995, s. 67.

[3] W. Tarczyński, Rynki kapitałowe, metody ilościowe, cz. 1, Placet, Warszawa 1997, s. 12.

[4] W. Tarczyński, M. Zwolankowski, Inżynieria finansowa, Placet, Warszawa 1999, s. 31.

[5] W przypadku części instrumentów rynku kapitałowego, np. praw pochodnych, strumienie pieniężne mają wyłącznie krótkoterminowy charakter, np. obrót opcjami o terminie realizacji do 1 roku.

Historia zorganizowanego obrotu giełdowego papierami wartościowymi sięga na ziemiach polskich XVIII w.[6] W okresie międzywojennym giełdy istniały w siedmiu miastach, a dominującą pozycję miała giełda w Warszawie. W zasadzie były to giełdy pieniężno-walutowe (czeki, weksle, przekazy, listy zastawne, kruszce), obrót akcjami stanowił margines. Ustawa o organizacji giełd z 20.01.1921 r. regulowała obrót papierami wartościowymi i organizację giełd w II Rzeczypospolitej. W pierwszych latach po II wojnie światowej podejmowano próby uruchomienia obrotu papierami wartościowymi. Próby miały charakter „pseudorynkowy" i ograniczony zakres. Przykłady istnienia papierów wartościowych to: akcje, np. przedsiębiorstwo spedycyjne Hartwig S.A., bank PeKaO S.A., Bank Handlowy S.A. oraz obligacje emitowane przez ministra skarbu od 1946 r.[7] Ostatecznie zaniechano prób reaktywowania rynku kapitałowego w 1951 r., w wyniku wejścia w życie ustawy o planowaniu społeczno-gospodarczym kraju.

Zmiany polityczne, jakie dokonały się w końcu lat osiemdziesiątych, stworzyły przesłanki powstania rynku kapitałowego, a rynkowe zasady funkcjonowania podmiotów gospodarczych i rynkowe metody wyceny (towaru, pracy, kapitału) „wymusiły" wprowadzenie obrotu giełdowego także do sfery kapitałowej. Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie reaktywowano na mocy ustawy z 22 marca 1991 r. „Prawo o Publicznym Obrocie Papierami Wartościowymi i Funduszami Powierniczymi"[8]. Zainicjowano tym sposobem publiczny obrót akcjami, restytuowano zorganizowany i zinstytucjonalizowany rynek papierów wartościowych. Wsparcia finansowego i organizacyjnego udzieliło konsorcjum z udziałem francuskiego odpowiednika KDPW, tj. SICOVM i Zrzeszenia Giełd Francuskich.

---

6 Szerzej o historii polskiej giełdy zob. m.in.: R. Czerwiński, Giełdy, Park, Warszawa 1991, s. 14 i dalsze; K. Nowak, Polski rynek kapitałowy, instrumenty, uczestnicy, inwestycje, WSB, Poznań 1998, s. 93-94; M. Puławski, Rynek kapitałowy w Polsce, Warszawa 1997, s. 9 i dalsze.

7 Obligacje miały różne nominały i co najmniej kilkuletnie terminy wykupu. Obligacje sygnowane były jako: *„Premiowa Pożyczka Odbudowy Kraju"*, a emitentem był minister skarbu.

8 Dz.U. z 1994 r., nr 58, poz. 239, wraz z późniejszymi zmianami. Od 4.01.1998 r. obowiązuje ustawa: Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi z 21.08.1997 r., Dz.U. nr 118. Inne akty prawne dotyczące funkcjonowania i organizacji rynku kapitałowego w Polsce to: Ustawa o Narodowych Funduszach Inwestycyjnych i ich prywatyzacji z 30.04.1993 r., Dz.U. nr 44 z późniejszymi zmianami; Ustawa o obligacjach z 29.06.1995 r., Dz.U. nr 83, poz. 429; Ustawa o prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych z 13.07.90 r., Dz.U. nr 51, poz. 298; Ustawa o prywatyzacji i komercjalizacji przedsiębiorstw państwowych z 30.08.1996 r., Dz.U. nr 118, poz. 561; Ustawa o funduszach inwestycyjnych z 21.01.1998 r., Dz.U. nr 44, poz. 202; Ustawa Ordynacja podatkowa z 29.08.1997 r., Dz.U. nr 137, poz. 926; Rozporządzenie Rady Ministrów z 30.06.1995 r. w sprawie form regulowanego pozagiełdowego, wtórnego, publicznego, obrotu papierami wartościowymi, Dz.U. z 1995 r., nr 81, poz. 407; Rozporządzenie Rady Ministrów z 11.10.1994 r. w sprawie szczegółowych warunków, jakim powinien odpowiadać prospekt emisyjny i memorandum informacyjne, Dz.U. z 1994 r., nr 12, poz. 150; Rozporządzenie Rady Ministrów z 18.04.1995 r. w sprawie zasad działania Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych, Dz.U. z 1995 r., nr 56, poz. 293 i inne akty prawne.

Polski rynek kapitałowy powstał w specyficznych warunkach dokonującej się transformacji ustrojowej; politycznej i społecznej, w okresie kształtowania się mechanizmów gospodarki rynkowej. Najważniejsze determinanty rozwoju rynku kapitałowego to:

1. zmiana systemu zarządzania gospodarką narodową, reformy gospodarcze firmowane przez L. Balcerowicza, prywatyzacja i demonopolizacja gospodarki, rozpad RWPG, powstanie giełd kapitałowych w Budapeszcie, Pradze, Moskwie,
2. zmiana mentalności społeczeństwa, które godziło się na wyrzeczenia w imię lepszej przyszłości, ale oczekiwało i oczekuje sukcesów gospodarczych,
3. wysoka inflacja, która wypaczała każdy rachunek efektywnościowy, w tym także (a może zwłaszcza) w zakresie inwestycji kapitałowych o dłuższym horyzoncie czasowym zwrotu,
4. globalizacja procesów gospodarczych, mobilność kapitału „światowego", integracja gospodarcza, fuzje w bankowości, przemyśle samochodowym, telekomunikacji,
5. postęp techniczny i technologiczny, zwłaszcza w telekomunikacji, przepływie informacji oraz komputeryzacji.

Oficjalne otwarcie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie nastąpiło 2 lipca 1991 roku, ale pierwsza sesja giełdowa odbyła się 16 kwietnia 1991 r. Na pierwszej sesji zadebiutowały akcje pięciu spółek, na koniec 1999 r. notowanych było już przeszło 220 spółek, wartość obrotów akcjami przekroczyła 88 000 mln zł, stanowiło to przeszło 16% PNB[9]. Do tego dochodzą obligacje Skarbu Państwa. W 1998 r. pojawiły się na GPW kolejne instrumenty, tj. prawa pochodne: kontrakty terminowe i warranty.

Cechy „niedoskonałego" polskiego rynku kapitałowego

Polski rynek kapitałowy jest w okresie tworzenia, określa się go mianem rynku niedoskonałego, rozwijającego się rynku wschodzącego, będącego w okresie „dziecięcym", w okresie inkubacji itp. Z uwagi na chęć podkreślenia opozycji w stosunku do rynków kapitałowych w rozwiniętych gospodarkach rynkowych, o długiej tradycji systemu giełdowego, wydaje się, że najbardziej odpowiadającą istocie rzeczy jest pojęcie „rynku niedoskonałego". To określenie nie zawiera w sobie pierwiastka pejoratywnego określa jedynie stan względem rynków „doskonałych" – „rozwiniętych", różnice bowiem względem tych rynków są istotne, ale systematycznie maleją. Skutkiem niedoskonałości nowopowstałego rynku kapitałowego są specyficzne cechy przebiegu wahań kursów giełdowych, wysoka podatność na negatywne impulsy koniunkturalne generowane przez rynki światowe (San Paulo, Korea). „Niedoskonałość" polskiego rynku kapitałowego determinuje możliwości diagnozowania i prognozowania zmian koniunktury na giełdzie.

---

[9] Dane serwisu internetowego GPW z dnia 7.02.1999 i 13.03.2000.

Najważniejsze cechy „niedoskonałego" polskiego rynku kapitałowego to[10]:

1. brak rodzimego kapitału oraz fakt, że pierwotna akumulacja kapitału nie zawsze odbywa się w majestacie prawa,
2. stały wzrost (można zaryzykować stwierdzenie, że nawet nadmierny) liczby notowanych walorów giełdowych (akcje i ich substytuty, np. prawa poboru, prawa do nowych akcji oraz obligacje skarbowe, komunalne, przedsiębiorstw, prawa pochodne, np. warranty, kontrakty terminowe),
3. nacisk od strony popytu na rynek kapitałowy, poszukiwanie kapitałów przez podmioty gospodarcze, co skutkuje presją na wprowadzanie do publicznego obrotu spółek średniej wielkości, a nawet małych, które nie spełniają wszystkich wymagań; dotyczy to również nowych emisji akcji spółek już notowanych na giełdzie[11],
4. płytkość rynku kapitałowego i mobilność kapitału, który swobodnie przenoszony jest pomiędzy segmentami rynku, parkietami i instrumentami o zróżnicowanym ryzyku,
5. niedorozwój usług finansowych zwłaszcza bankowych i ubezpieczeniowych, skomplikowane procedury prawno-organizacyjne, mała wiarygodność instytucji finansowych,
6. konkurencyjność rynku pozagiełdowego; Centralna Tabela Ofert, powstała w 1996 r.[12] winna być komplementarna względem GPW; praktyka wskazuje, że stanowi konkurencję ze względu na atrakcyjniejsze (łagodniejsze) warunki dopuszczenia do publicznego obrotu, a także cieszące się powodzeniem obligacje,
7. zachowanie się inwestorów instytucjonalnych, które jest analogiczne jak „drobnych" graczy giełdowych, tj. nakierowane na szybkie zyski z transakcji krótkoterminowych o charakterze w większym stopniu spekulacyjnym aniżeli inwestycyjnym; do tego dochodzą transakcje pakietowe, których liczba i wartość wzrasta[13],

---

[10] J. Dubisz, Z. Olejniczak, Wybrane zagadnienia polskiego rynku kapitałowego, WSzZiB, Poznań 2000, s. 7-8.

[11] Wszystkie funkcjonujące na GPW spółki dążą do pozyskiwania kapitału poprzez nowe emisje akcji. W roku 1994 było ich 24, w 1995 roku 6, w 1996 roku 21. Niektóre ze spółek dokonywały emisji wielokrotnie, podnosząc w sposób znaczący swój kapitał akcyjny, ale generując dodatkowy popyt na kapitał. Niektóre spółki zabiegały o kapitały w drodze emisji niepublicznej (np. inwestorzy strategiczni). W rezultacie dopływu nowych spółek akcyjnych, nowych emisji, innych walorów giełdowych następował permanentny drenaż polskiego rynku kapitałowego. Por. M. Puławski, Rynek..., op. cit., s. 76-97.

[12] 12.02.1996 r. – rejestracja spółki akcyjnej, 6.12.1996 r. pierwsze notowanie spółek Polisa i Rafamet, aktualnie notowane są na akcje na rynku centralnym i powszechnym, obligacje i warranty, i certyfikaty.

[13] W 1995 r. transakcji pakietowych było 64, na łączną kwotę 388 mln zł, w 1996 r. już 149, na kwotę 1574 mln zł, w 1997 r. 426 na kwotę 4332 mln zł; dane serwisu internetowego GPW z 8.02.1999 r. Transakcje pakietowe realizowane według negocjowanych kursów wpływają na kursy bieżące i podobnie jak kursy proponowane w wezwaniach do sprzedaży wyznaczając na długi okres poziomy graniczne fluktuacji kursów giełdowych.

8. przyjęty system dwoistości kursów giełdowych, tj. system kursu jednolitego i notowań ciągłych dla wybranych walorów giełdowych wraz z obowiązującymi widełkami zmian, skutkuje segmentacją rynku, utrudnia prawidłową wycenę instrumentów, ogranicza prawidłowe działanie mechanizmów dostosowywania popytu do ilości oferowanych walorów na sesji (redukcje i oferty kupna lub sprzedaży),
9. jednokierunkowość rynku papierów wartościowych; na GPW możliwa jest tylko i wyłącznie gra na wzrost kursów, nie ma natomiast tzw. krótkiej sprzedaży, tj. gry na zniżkę kursów; nie ma również możliwości stosowania hedgingu i arbitrażu, a instrumentów pochodnych nie można wykorzystywać do „stabilizacji" portfela inwestycyjnego[14],
10. system rozliczeń transakcji, niemożność kompensaty zobowiązań wynikających z dokonanych transakcji, a do tego jeszcze wprowadzony w lipcu 1999 r. system D+3 powodujący, że „uwolniona" gotówka jest do dyspozycji inwestora dopiero po trzech dniach roboczych; obowiązujący system rozliczeń ogranicza płynność papierów wartościowych[15],
11. wysokie koszty transakcyjne, tj. prowizje pobierane przez biura maklerskie, sięgające 3-4% wartości każdej transakcji; koszty te stanowią istotny parametr decyzyjny, ale pełnią swoistą rolę „stabilizatora" portfela inwestycyjnego.

Szczególną uwagę, jeśli chodzi o przebieg wahań cyklicznych i długookresowych trendów, należy zwrócić na zależności popytowo-podażowe określane mianem „nacisk" lub „ciśnienie" od strony popytu na kapitał. Popyt znacznie przekraczający stopę akumulacji kapitału (ograniczoności podaży kapitału rodzimego) musi wywoływać efekt w postaci długookresowej tendencji spadkowej cen (kursów). Wzmacnia tę tendencję wzrost liczby prywatnych papierów dłużnych[16]. Działanie mechanizmów popytowo-podażowych dodatkowo komplikuje możliwość szybkiego spieniężania darmowych akcji otrzymanych z tytułu komercjalizacji[17].

---

[14] Od 2000 r. dopuszczona została przez KPWiG możliwość gry na spadek kursów. Krótka sprzedaż będzie dotyczyć tylko największych i najbardziej płynnych spółek i inwestorów dysponujących dużymi kapitałami; szerzej w: „Rynek terminowy", 1999, nr 4, s. 6.

[15] W praktyce wygląda to jeszcze gorzej, gdyż procedura księgowania na dobro rachunku inwestora i wypłata gotówki maże trwać kolejne dwa dni. M. Węglowski, Rozliczanie transakcji giełdowych, D+3+1=5, „Gazeta Wyborcza", 27.07.1999 r., s. 18. Być może poprawi sytuację nowy system Warset; szerzej w: Biuletyn Informacyjny GPW nr 1-4.

[16] Prywatne papiery dłużne występujące w Polsce to: bony komercyjne (PBR i PeKaO); KWITy (ING); bony dłużne (RCB); bony handlowe (Bank Handlowy); weksle (Citibank); certyfikaty depozytowe; szerzej na temat emitentów i wielkości emisji prywatnych papierów dłużnych w: Z. Fedorowicz, Rynek pieniądza i rynek kapitału, Poltext, Warszawa 1997, s. 68-74.

[17] Ustawa o prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych z 13.07.1990 r. Dz.U. nr 51, poz. 298, przewiduje, że pracownikom należy się 15% darmowych akcji przedsiębiorstw prywatyzowanych. Zgodnie z ustawą, obdarowani muszą odczekać dwa lata, aby je spieniężyć. Darmowe akcje otrzymało kilkaset tysięcy pracowników. M. Samcik, Reakcje na akcje, „Gazeta Wyborcza" 12.07.1999 r., s. 18 pisze: „Przebicie, jakie pracownicy osiągają sprzedając swoje darmowe akcje na parkiecie, jest tak duże, że niemal zawsze wejście pracowniczej puli na giełdę powoduje krótkotrwały spadek notowań".

Etapy rozwoju rynku papierów wartościowych

Powstanie giełdy papierów wartościowych jest początkiem procesu formowania się rynku kapitałowego. Kolejnym fazom rozwoju przyporządkować można daty, z zastrzeżeniem, że mają one charakter umowny, bowiem rozwój rynku ma charakter ciągły a nie skokowy. Przyjęte daty wiążą się najczęściej ze zmianami organizacyjno-instrumentalnymi, ale istota poszczególnych etapów rozwoju polega na zmianie priorytetów i spełnianych funkcji przez giełdę[18]:

Faza organizacji – trwa począwszy od pierwszej sesji giełdowej (16.04.1991 r.), tj. do momentu wprowadzenia pełnego tygodnia giełdowego (notowania 5 razy w tygodniu od 1.10.1994 r.). Debiutujące spółki notują kursy otwarcia znacznie wyższe niż kursy zakupu na rynku pierwotnym, a nawet wyższe niż prognozowali najwięksi optymiści. Bank Śląski, (debiut 25.01.1994 r.), stał się synonimem sukcesu giełdowego (1 350% różnica kursów), choć na jego przykładzie widać, jak taki pozorny sukces negatywnie odbija się na przyszłych notowaniach[19].

Początek giełdy to czas, w którym drobni ciułacze, często nie mający pojęcia o giełdzie, inwestują nakręcając popyt, który winduje kursy na często niebotyczne, abstrakcyjne poziomy. Wzrasta ilość notowanych walorów, ale nie zaspokaja to rosnącego „głodu inwestycyjnego". W społeczeństwie bowiem narasta optymizm i przekonanie, że „cud" hossy może być wieczny. Inwestorzy instytucjonalni nie odgrywają praktycznie żadnego znaczenia, rola Skarbu Państwa wzrasta natomiast sukcesywnie wraz z emisjami nowych serii obligacji skarbowych. Zachodni kapitał tylko obserwuje zmiany na giełdzie, sporadycznie uczestnicząc aktywnie w grze giełdowej, i to stosunkowo niewielkimi środkami. Zachowanie giełdy pozostaje stosunkowo niezależne względem światowych rynków kapitałowych. Okres ten charakteryzuje się tym, że pojawiają się pierwsze *spółdzielnie* (ang. *pool*) próbujące mobilizować kapitały celem dywersyfikacji portfela inwestycyjnego.

Faza manipulacji (trwa od 1.10.1994 r. do początku 1998 r.), to najtrudniejszy okres giełdy, bowiem zgodnie z zasadą „każdy sposób zarobienia pieniędzy jest dobry" wszyscy próbują na kończącej się hossie okresu poprzedniego, zarobić szybko i najmniejszym kosztem jak największe pieniądze. Na porządku dziennym są manipulacje kursami, tworzą się nieformalne, nielegalne związki graczy, którym nie jest w stanie przeciwdziałać rodzące się usta-

18 J. Dubisz, Z. Olejniczak, Wybrane..., op. cit., s. 23-27.

19 Bank Śląski na pierwszych dwóch sesjach, 25 i 27.01.1994 r., notował kurs 675 zł (z uwzględnieniem denominacji, 1.01.1995 r.), najniższy kurs to 73,5 zł na sesji w dniu 28.03.1995 r.

wodawstwo prawne i instytucje kontroli i nadzoru nad obrotem papierami wartościowymi[20].

Nad przestrzeganiem zasad obrotu papierami wartościowymi winny czuwać instytucje do tego powołane[21]. Praktyka, nie tylko polska, wykazuje, że wykrywanie przestępstw giełdowych natrafia na spore trudności. Koniec roku 1998 szczególnie obrodził w afery związane z zatajaniem przez zarządy spółek ważnych informacji (Elektrim, Górażdże, Morliny, TPSA)[22]. Zmienność i nieostrość przepisów, możliwości „interpretacji" przepisów zwłaszcza podatkowych i księgowych, dają pełne pole manewru dla sprytnych księgowych i finansistów[23].

Manipulacje, niezależnie od formy, zakłócają prawidłowy przebieg cykli giełdowych. Jak jednak określić granicę pomiędzy „normalną" grą giełdową a manipulacją wynikającą ze zmowy *spółdzielni* lub innych przestępstw.

Na rozwiniętym, w pełni ukształtowanym rynku kapitałowym inwestorzy instytucjonalni podejmują inwestycje w papiery wartościowe obliczone na dłuższy czas, stabilizują tym samym koniunkturę. W przypadku gdy inwestorzy instytucjonalni, dysponując stosunkowo dużym kapitałem, zachowują się jak drobni gracze – spekulujący na krótkie okresy, rola ich jest wybitnie destabilizująca.

Faza spekulacji – rozpoczyna ją wprowadzenie do publicznego obrotu na GPW (styczeń 1998 rok) instrumentów finansowych o cechach wybitnie spe-

---

[20] Wyróżnia się następujące rodzaje przestępstw dotyczących obrotu giełdowego: wykorzystywanie informacji poufnych; blokowanie akcji; tworzenie nielegalnych związków (pool); zatajanie informacji lub podawanie informacji nieprawdziwych; transakcje „czyste", bez faktycznej zmiany właściciela akcji; „bicie piany" dokonywanie obrotów wyłącznie w celu uzyskania prowizji (najczęściej maklerski); transakcje wyprzedzające; pranie brudnych pieniędzy; legalizacja zysków. Por. K. Nowak, Polski..., op. cit., s. 134-138.; J. Wójcik, USA, Przestępstwa giełdowe. Od bicia piany do zmiany rąk, „Rzeczpospolita" 1997, nr 223; P. Węgrowski, S. Karpiński, Afery podważają zaufanie do giełdy, „Rzeczpospolita" 2.12.1998 r., s. 1; J. Dubisz, Manipulacje na giełdzie, „Merkuriusz Leszczyński" 1999, nr 1, s. 24-25.

[21] Komisja Papierów Wartościowych i Giełd, Zarząd Giełdy, Departament Kontroli i Nadzoru GPW, Specjalne Zespoły w Prokuraturze i Policji.

[22] Przestępstwo, o którym mowa, zagrożone jest karą do 5 lat pozbawienia wolności. Przykładem, który przekroczył wszelkie pozory działania zgodnego z prawem, jest TPSA. Spółka należąca do Skarbu Państwa, największa obecnie spółka giełdowa, debiutowała 18 listopada 1998 r., po długiej, absolutnie bezsensownej kampanii reklamowej, w atmosferze skandali, znacznej redukcji kupna, debaty sejmowej nt. przydziału akcji, zmienności koncepcji Ministerstwa Finansów odnośnie transz na zapisy oraz transz do dalszej sprzedaży na wtórnym rynku itp.

[23] Możliwości lawirowania w niespójnych przepisach podatkowych, np. odnośnie amortyzacji, rozliczeń międzyokresowych, kosztów zaliczanych do reklamy, leasingu, konsolidacji bilansów są przeogromne. Największym paradoksem polskiego systemu finansowo-podatkowego jest rozróżnienie zysku bilansowego i podatkowego. Wynika to z dwóch kategorii kosztów: stanowiących i nie stanowiących kosztów uzyskania przychodów. Przypadki gdy firma wykazuje straty, a jednocześnie płaci podatek dochodowy, nie są odosobnione w polskich realiach.

kulacyjnych, takimi instrumentami są prawa pochodne[24], np. opcje, warranty, kontrakty terminowe. W przypadku prawidłowych decyzji, stopa zysku z inwestycji w instrumenty pochodne, jest wielokrotnie wyższa aniżeli w instrumenty bazowe typu akcje, obligacje. Wynika to z działania swoistej „dźwigni finansowej". Ryzyko w przypadku tych walorów jest jednak również zwielokrotnione, wynikiem błędnej decyzji jest utrata całej zainwestowanej kwoty. Instrumenty pochodne stanowią atrakcyjną dla wielu graczy alternatywę w stosunku do typowej gry na zwyżkę kursów akcji. Na rozwiniętych rynkach finansowych, przy transakcjach wiązanych, zwanych krzyżowymi, np. gra instrumentami bazowymi – pozycja długa i „przeciwstawne zabezpieczenie" w postaci instrumentu pochodnego (kontrakt terminowy lub opcja na taki kontrakt), istnieje możliwość wykorzystywania instrumentów pochodnych do minimalizacji strat (hedging). Ilość otwartych pozycji i wielkość obrotów *futures* jest obecnie stosunkowo niewielka[25]. Wynika to z przyjętego systemu rozliczeń, wysokości obowiązkowego depozytu zabezpieczającego i opodatkowania transakcji podatkiem dochodowym od osób fizycznych[26].

Faza ta charakteryzuje się również tym, że pojawiają się elementy spekulacyjne spoza endogenicznego systemu giełdowego, z pogranicza hazardu, loterii itp., ale z wykorzystaniem instrumentów giełdowych, np. Konkursy na WIG 20 i gry internetowe powstające z inicjatywy bądź pod egidą GPW, KPWiG lub KDPW.

Faza konsolidacji – po okresie dominacji na giełdzie elementów spekulacyjnych, krótkookresowych transakcji obliczonych na krótki, szybki pieniądz, przyjdzie czas na inwestorów giełdowych traktujących papiery wartościowe jako długoterminową lokatę kapitałową, a nie obiekt spekulacji. Operacje walorami giełdowymi obliczone będą na dłuższą perspektywę. Zmianie ulegnie

---

[24] Instrumenty pochodne w polskiej nomenklaturze zwane prawami pochodnymi to prawa majątkowe, których cena rynkowa zależy bezpośrednio lub pośrednio od kształtowania się kursów giełdowych instrumentów bazowych, np. kursów walut, akcji, obligacji, indeksów giełdowych, stóp procentowych (lokat, depozytów) itp. Uchwałą Rady Giełdy nr 71/457/97 z 21.05.1997 r. dopuszczono prawa pochodne do obrotu publicznego w ramach notowań ciągłych. Kontrakty terminowe na indeks WIG20, pierwsze notowanie 16.01.1998 r.; kontrakty terminowe na kurs USD (Uchwała Rady Giełdy nr 61/606/98 z 24.06.1998 r.) pierwsze notowanie 25.09.1998 r.; kontrakty terminowe na kurs EURO, notowane od 31 maja 1999 r.; warranty emitowane przez BRE S.A. na akcje Elektrimu S.A. i indeks NIF, debiut 9.03.1998 r. Opcje występują, jak dotąd, na rynku pozagiełdowym CeTO. Instrumenty pochodne mają wybitnie spekulacyjny charakter, dają jednak możliwość stosowania ich do ograniczenia skali ryzyka, tj. transakcje hedgingowe. Instrumenty te wykorzystywane są również do arbitrażu, czyli do gry giełdowej wykorzystującej różnice cen instrumentów bazowych i pochodnych. Instrumenty pochodne są atrakcyjne również dla emitentów z tytułu tzw. premii gwarancyjnej i reinwestycyjnej. Por. J. Dubisz, Opcje – instrumenty pochodne o zwiększonym ryzyku, „Merkuriusz Leszczyński", 1998, nr 7, s. 22-24.

[25] Liczba otwartych pozycji dla wszystkich serii kontraktów terminowych na USD i Euro nie przekracza 1000, „Rzeczpospolita" B7, nr 117 z 21.05.2000 r.

[26] Rozporządzenie ministra finansów z 14.12.1998 r. w sprawie zaniechania poboru podatku dochodowego od osób fizycznych.

przede wszystkim zachowanie inwestorów instytucjonalnych, a zwłaszcza tzw. instytucje „zaufania publicznego". Instytucje finansowe: banki, towarzystwa ubezpieczeniowe, fundusze powiernicze itp. staną się inwestorami długookresowymi. Zmiana funkcji wiązać się musi z dokapitalizowaniem, zwłaszcza banków, zmianą systemu przepisów prawnych, zasadami utrzymywania aktywów płynnych itp.

Na rynku długoterminowym szczególną rolę odgrywają fundusze powiernicze i inwestycyjne[27]. Wymogi bezpieczeństwa lokowanych środków oraz zachowania płynności – wynikające z obowiązku nieodwołalnego umarzania jednostek uczestnictwa – powodują, że Towarzystwa Funduszy Powierniczych jako dysponenci gromadzonych środków, muszą lokować znaczną ich część w papiery wartościowe dopuszczone do publicznego obrotu[28].

Banki jako instytucje rynku finansowego (detaliczne – zwane także depozytowymi i inwestycyjne) spełniają specyficzną rolę na rynku kapitałowym: reprezentują zarówno stronę popytową (jako inwestor), jak i podażową (jako emitent, np. bonów komercyjnych, weksli bankierskich, KWIT-ów, certyfikatów, ADR, GDR[29]). Dalszy rozwój bankowości typowo inwestycyjnej (wg standardów amerykańskich określających; ścisłe oddzielenie działalności operacyjnej od lokacyjnej) wiązać należy z dalszą koncentracją kapitałową sektora bankowego, zwiększaniem udziału kapitału zagranicznego w sektorze bankowym i postępującą już specjalizacją banków[30].

Na rynkach europejskich i po części amerykańskim największym inwestorem instytucjonalnym są towarzystwa ubezpieczeniowe. W polskich realiach towarzystwa ubezpieczeniowe w mniejszym stopniu angażują się aktywnie na

---

[27] Fundusz powierniczy jest wyodrębnioną finansowo wspólną masa majątkową uczestników, o zmiennej wartości i stałym przeznaczeniu gospodarczym, zarządzaną przez Towarzystwo Funduszu Powierniczego. Pierwsze fundusze powiernicze (Pioneer – pierwsze notowanie 29.09.1992 r.) powstały na mocy ustawy o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszami powierniczymi z 22.03.1991 r., Dz.U. z 1994 r., nr 58, poz. 239, aktualnie działają z mocy ustawy o funduszach inwestycyjnych z 21.02.1998 r. Szerzej w: G. Kościelniak, Fundusze powiernicze, Zakamycze, Kraków 1998; A. Lavine, Wszystko o funduszach powierniczych, Warszawa 1996; B. Meluch, E. Nietrzepka, E. Orlik, Fundusze powiernicze – zbiorowy inwestor na rynku kapitałowym, Twigger, Warszawa 1993; D. Dziawgo, L. Dziawgo, Fundusze powiernicze, Toruń 1994.

[28] Zgodnie z ustawą, 90% środków musi być ulokowanych w papiery wartościowe nabywane na rynku pierwotnym, wtórnym lub CeTO. Dodatkowo ustawodawca nałożył liczne wymogi na Towarzystwa Funduszy Powierniczych (spółka akcyjna, wysokość kapitału, pułap zobowiązań) oraz ustalił zasady inwestowania zgromadzonych środków, dywersyfikacji ryzyka tych inwestycji, nieodwołalność świadczeń względem inwestorów, terminowość wypłat zobowiązań itp.

[29] ADR i GDR są papierami wartościowymi dopuszczonymi (notowanymi) do obrotu na giełdzie amerykańskiej (SEC) lub giełdach zachodnioeuropejskich i są zamiennikami akcji spółek notowanych na GPW. Pierwszym emitentem ADR była spółka Mostostal Export w 1995 r.

[30] Przykładem takiej specjalizacji jest działalność banku ING na polskim rynku finansowym (między innymi pierwotny i wtórny obrót papierami wartościowymi nie oferowanymi w publicznym obrocie), BRE (instrumenty pochodne), PBR (pośrednictwo w emisji bonów i innych papierów dłużnych – Elektrim, Swarzędz, Tonsil, Exbud). Por. Z. Fedorowicz, Rynek..., op. cit., s. 68-73.

rynku papierów wartościowych. Spośród działających prawie 50 towarzystw ubezpieczeniowych większość zajmuje się działem II ubezpieczeń, tj. ubezpieczeniami majątkowymi. Polskie towarzystwa ubezpieczeniowe mają niskie kapitały i fundusze własne, co jest największą barierą ich uczestnictwa w transakcjach kapitałowych[31].

Faza rynku dojrzałego – trudno dzisiaj prognozować, kiedy polski rynek spełni wszelkie obowiązujące na największych giełdach standardy. Potencjał gospodarczy wskazywałby, że może to nastąpić stosunkowo szybko, różnica dzieląca polski system finansowy i rynek kapitałowy od najwyżej rozwiniętych krajów jest tak duża, że proces ten potrwać może długo. Możliwe jest sformułowanie czterech najważniejszych dezyderatów koniecznych do spełnienia:

1. zwiększenie liczby notowanych spółek i innych instrumentów giełdowych,
2. zwiększenie kapitalizacji giełdy,
3. dalsza prywatyzacja gospodarki,
4. wejście do Unii Europejskiej.

Pierwsze dwa warunki są związane bezpośrednio z GPW, kolejny wiąże się z nią pośrednio poprzez Program Powszechnej Prywatyzacji i Narodowe Fundusze Inwestycyjne[32]. Realizacja ostatniego postulatu skutkować będzie wzrastającą rolą kapitału zagranicznego w polskiej gospodarce, a tym samym i na giełdzie. Wzrastać będzie również skorelowanie koniunktury na GPW z koniunkturą na najważniejszych rynkach światowych.

Konsekwencje niedoskonałość i polskiego rynku kapitałowego

Na GPW dominują spółki małej i średniej wielkości, wielkie przedsiębiorstwa państwowe czekają jeszcze na swoją prywatyzację. Ze względów politycznych, gospodarczych itp. na giełdę dotychczas trafiły tylko nieliczne z tych największych: KGHM (10.07.1997 r.), Elektrim (26.03.1992 r.), Uniwersal (19.06.1997 r.), TPSA (18.11.1998 r.), Orbis (20.11.1997 r.), banki: PeKaO (30.06.1998 r.), Śląski (25.01.1994 r.), Handlowy (30.06.1997 r.)[33]. Każde wejście na giełdę dużej spółki zmieniało konfigurację indeksu WIG 20, w znaczący sposób oddziaływało mobilizująco na wolne oszczędności drobnych ciułaczy, przyciągało kapitały zachodnie, wreszcie dzięki mediom wzbudzało zainteresowanie tzw. opinii publicznej. Zawsze wpływało to bardzo pozytywnie na nastroje inwestorów i wywoływało znaczący wzrost kursów większości notowanych spółek i indeksów, działo się ta za sprawą Banku Śląskiego, PeKaO, TPSA. Wiele małych spółek przeżywało kłopoty, najbardziej spektakularnym przykładem jest spółka Espebepe, której wielokrotnie groziła upadłość, a któ-

[31] Suma kapitałów własnych towarzystw ubezpieczeniowych wynosiła w 1997 roku 1073 mln zł, dla porównania banków komercyjnych 17,5 mld zł (dane za: J. Czekaj, S. Owsiak (red), Prywatyzacja a rynek kapitałowy w Polsce, PWN, Warszawa 1999, s. 49.

[32] Szerzej w: B. Wawrzyniak, I. Koładkiewicz, J. Solarz, M. Trocki, Narodowe Fundusze Inwestycyjne, Zarządzanie nową strukturą, PWN, Warszawa 1998, s 13-47.

[33] 20 największych spółek notowanych na rynku podstawowym tworzy indeks WIG20.

ra notowała wielokrotnie stan pełnego wykupienia rynku. Były wreszcie i takie spółki, które zostały wycofane z publicznego obrotu giełdowego albo w wyniku połączenia z inną spółką giełdową (PBR), albo w wyniku przejęcia przez zagranicznego inwestora (Wedel). W ostatnich dwóch latach nasiliła się fala wezwań do sprzedaży inicjowanych przez zagranicznych inwestorów chcących przejąć pakiety kontrolne notowanych spółek (Exbud, Bank Handlowy, Poligrafia).

Niektóre małe spółki borykają się z problemem płynności, nawet w ramach kursu jednolitego. Przykładem może być spółka WKSM, która w 1998 r. i w następnym roku wykazywała nadzwyczaj skromne obroty, co rodziło uzasadnione obawy, że małe zlecenia będą decydować o kursach, co sprzyja wszelkiego rodzaju manipulacjom i „nakręcaniu" kursów pod dyktando *spółdzielni*. By zapobiec takim podejrzeniom wielokrotnie zawieszano notowania niektórych spółek, w tym także WKSM.

Drugą, co do ważności, cechą charakteryzująca rozwój polskiego rynku kapitałowego były spadkowe trendy kursów większości spółek i nieregularne cykle giełdowe. Badaniu statystycznemu poddano 113 spółek, które zadebiutowały do 16.01.1998 r., tj. do wprowadzenia instrumentów pochodnych do publicznego obrotu, ostatni debiut to spółka Wilbo S.A., który nastąpił w dniu 8.01.1998 r.[34] Większość spółek wykazuje w całym okresie egzystencji na GPW malejące trendy – 71 spółek. Tylko w przypadku 42 spółek stwierdzono istnienie trendów wzrostowych, przy czym trendy spadkowe charakteryzują się relatywnie większymi wartościami bezwzględnych współczynników kierunkowych funkcji prostoliniowych, co wskazuje na większą dynamikę spadków kursów aniżeli dynamikę ich wzrostów. Próbowano ocenić regularność cykli giełdowych za pomocą prostej funkcji sinusoidalnej[35], stopień dopasowania oszacowano współczynnikiem korelacji wartości estymowanych i wartości teoretycznych. Współczynniki korelacji przyjęły wartości maksymalne dla spółki Exbud (0,38 i 0,35), dla innych spółek współczynniki dopasowania były tak małe, że trudno wnioskować o stopniu dopasowania takiej funkcji. Uzyskane wyniki potwierdzają dominacje spadkowych trendów i nieregularność cykli giełdowych. Na postać analityczną funkcji trendu (wartości współczynników kierunkowych) w przypadku spółek debiutujących w pierwszych dwóch latach istnienia giełdy wpływ miała hossa z lat 1991-1993. Indeks WIG osiągnął poziom przekraczający 20 000 punktów w początkach marca 1994 r., poziom ten przekroczony został dopiero w 2000 r. Hossa była wywołana euforią i „hurra" optymizmem graczy i inwestorów, płytkością ówczesnego rynku kapitało-

34 Posłużono się danymi sesyjnymi (kurs jednolity) udostępnionymi przez Dom Maklerski BOŚ S.A. Szeregi miały różną długość, zależną od daty debiutu, najkrótsze liczyły co najmniej 450 obserwacji. Parametry prostoliniowej funkcji trendu o postaci $y = a + b(t)$, oszacowano metodą najmniejszych kwadratów. Badania własne autora przeprowadzone z wykorzystaniem arkusza kalkulacyjnego Excel 97.

35 Przyjęto następującą funkcję $y = a\pi e + \sin(t)^b$, starano się dopasować parametry a, e, b na poziomie istotności 0,05 i 0,1.

wego, inflacją, stymulującym oddziaływaniem mediów i Skarbu Państwa na giełdę itp. Jak szybko kursy wzrastały, tak szybko spadały w ciągu następnego roku, indeks WIG spadł do poziomu poniżej 6 000 punktów w następnym okresie.

Drugim ważnym czynnikiem wpływającym na trendy średniookresowe i cykle giełdowe jest tzw. okres akomodacji. Początkowy okres egzystencji na giełdzie jest okresem specyficznym. Określić go można mianem okresu akomodacji, czyli dostosowania do warunków aktualnej rzeczywistości giełdowej. Okres ten trwa od momentu debiutu do końca pierwszego, pełnego, cyklu giełdowego. Szczególne znaczenie ma akomodacja w przypadku akcji, bowiem w tym okresie następuje:

1. weryfikacja rynkowa wartości akcji,
2. realna wycena giełdowa spółki,
3. porównanie osiąganych wyników finansowych z zakładanymi w prospekcie emisyjnym,
4. ocena perspektyw spółki (giełda dyskontuje przyszłość),
5. odniesienie realnej wartości akcji względem innych walorów giełdowych (innych akcji tej samej branży lub wielkości),
6. (w szczególnych przypadkach – ADR, GDR) następuje wycena wartości akcji przez inne giełdy kapitałowe.

W odniesieniu do każdej giełdy i każdej debiutującej spółki, okres akomodacji charakteryzuje się spadkową trendu kursów, o silnych kilku sesyjnych fluktuacjach, nie mających charakteru wahań cyklicznych. Okres akomodacji trwa od kilku do kilkunastu miesięcy. Na nowo powstałych rynkach kapitałowych okres ten jest dłuższy, w miarę dojrzewania rynku ulega stopniowemu skróceniu. Dopiero po zakończeniu okresu akomodacji wahania kursów przybierają charakter „typowych" wahań cyklicznych.

W okresie akomodacji dopiero kształtują się regularne, typowe cykle giełdowe, kursy są szczególnie podatne na oddziaływanie tzw. czynnika rynku, czyli ogólnej koniunktury na giełdzie. Zgodnie z jednoczynnikowym modelem rynku *W.F. Sharpe'a*[36] kursy i-tej akcji determinowane są zmianami zachodzącymi na rynku papierów wartościowych, traktowanym jako zamknięty układ zależności. Sytuacja ogólnogiełdowa wpływa na zachowanie się kursów pojedynczej akcji i jest to zmienna niezależna[37]. W wyniku oddziaływania ogólnej sytuacji na rynku (rynku traktowanego jako układ zależności) składowe tego rynku (układu) zachowują się zgodnie z ogólną tendencją. W odniesieniu do giełdy, czynnik rynku generuje impulsy koniunkturalne kształtując nastroje i klimat inwestycyjny, a także – poprzez efekt demonstracji – skłania do zachowań zgodnych z ogólną koniunkturą na giełdzie. Wpływ czynnika rynku w odniesieniu do cykli giełdowych może spowodować:

---

[36] W.F. Sharpe, Portfolio Theory and Capital Markets, New York 1970.

[37] Szerzej w: W. Tarczyński, Rynki kapitałowe, cz. II, Placet, Warszawa 1997, s. 103-104; K. Jajuga, T. Jajuga, Jak inwestować w papiery wartościowe, PWN, Warszawa 1994, s. 140.

a. zwiększenie lub zmniejszenie dynamiki zmian kursów w danej fazie cyklu,
b. przesunięcie punktów zwrotnych i wydłużenie lub skrócenie fazy.

Wpływ czynnika rynku jest szczególnie duży w sytuacji nowopowstałych giełd kapitałowych, deformując cykle giełdowe, a symptomem tego jest nieregularność cykli, którą stwierdzono w odniesieniu do wszystkich 113 analizowanych spółek. Czynnik rynku mierzony jest indeksami giełdowymi, o sile jego oddziaływania świadczą wskaźniki korelacji złożonej lub analiza spektralna. Sprawdzono rachunkiem korelacyjnym stopień zbieżności wahań kursów i indeksów, stwierdzono iż stopień dopasowania[38]:

1. wzrasta wraz ze wzrostem liczby obserwacji; dopasowanie jest tym lepsze, im dłuższe szeregi czasowe, tj. im spółka debiutowała wcześniej,
2. jest większy dla spółek notowanych na rynku podstawowym aniżeli na innych parkietach,
3. wzrasta w miarę „dojrzewania" polskiego rynku kapitałowego.

Czynnik rynku determinuje zachowanie się kursów na sesjach następujących bezpośrednio po debiucie. Hossa na giełdzie sprzyja wysokim kursom debiutu, które mogą być znacznie powyżej rzeczywistej wartości akcji, a pozytywne oddziaływanie czynnika rynku wzmacnia presję popytową na akcje, windując kursy jeszcze bardziej. Przewartościowanie akcji skutkuje, w dalszej perspektywie, spadkiem kursów, często bardzo gwałtownym. Bessa na giełdzie to niesprzyjający moment debiutu, zwłaszcza dla spółek małych i nieznanych, akcje są niedowartościowane, a mimo to kursy mogą na kolejnych sesjach wykazywać spadek.

Bezpośrednio po debiucie następuje realizacja zysków z inwestycji na rynku pierwotnym lub wyzbycie się papieru w celu uniknięcia dalszych strat. Wyniki finansowe, które najczęściej odbiegają in minus od zakładanych w prospektach emisyjnych i planach wieloletnich, zniechęcają potencjalnych inwestorów i pogłębiają presję podażową. Konsekwencją presji podażowej jest spadek kursów, negatywne oddziaływanie rynku pogłębia trend spadkowy.

Zakończenie

Reaktywowanie giełdy papierów wartościowych to początek tworzenia rynku kapitałowego. Jego rozwój w Polsce przebiegał w zbliżony sposób jak w innych krajach Europy Środkowej (giełdy w Pradze i Budapeszcie) i mimo swojej specyfiki przechodzą też przez analogiczne etapy rozwoju. Relatywną wielkością (mierzoną względem PNB lub potencjału majątkowego) giełdy te niewiele odbiegają od giełdy w Warszawie. Wydaje się jednak, że GPW rozwija się najszybciej (wzrost kapitalizacji giełdy, wprowadzenie instrumentów pochodnych, plany wdrożenia nowoczesnego systemu rozliczeń itp.).

[38] Badania własne autora przeprowadzone w ramach szerszego opracowania dotyczącego zastosowania modelu R.N. Elliotta do prognozowania zmian kursów na GPW.

W rozwoju polskiego rynku kapitałowego można wyodrębnić kolejne jego fazy i przyporządkować im umowne daty. Możliwe jest również określenie aktualnego stanu i perspektyw na najbliższą przyszłość. Dojście do w pełni rozwiniętego rynku wydaje się nieodległą przyszłością, wymaga jednak spełnienia kilku warunków. Niewątpliwie procesy integracyjne i globalizacja rynków finansowych będą przyspieszały te procesy. Już dzisiaj około 40-60% transakcji na GPW przypisuje się kapitałowi zagranicznemu. Wzrost znaczenia inwestorów instytucjonalnych powiązanych kapitałowo z zachodnim kapitałem jest nieunikniony. Procesy globalizacji przepływów strumieni finansowych postępują bardzo szybko. Na rynkach kapitałowych przejawem tego jest łączenie się giełd, wzrost znaczenia instrumentów finansowych (papierów wartościowych) o charakterze ponadnarodowym. Integracja gospodarcza Europy sprzyja tym procesom. Wraz z dojrzewaniem polskiego rynku kapitałowego wzrastać będą możliwości diagnozowania i prognozowania trendów, cykli, krótkookresowych wahań kursów giełdowych. W większym zakresie niż ma to miejsce obecnie znajdą zastosowanie nowoczesne metody i narzędzia z zakresu analizy technicznej, to z kolei przyczynić się może do wzrostu realizowanych zysków przez inwestorów giełdowych.

Być może wraz z wydłużeniem się horyzontu czasu, i pojawieniem się innych opracowań w tym zakresie, możliwe będzie szczegółowe określenie specyfiki każdej z faz. Niewykluczone jest również przesunięcie w czasie daty granicznej fazy trwającej i kolejnych faz. W niniejszym opracowaniu przedstawiono jedną z możliwych wersji podziału procesu rozwoju polskiego rynku kapitałowego; uzasadnione jest kontynuowanie badań z tego zakresu.