

WYKŁAD

doktora honoris causa
dr. Wiesława Rozłuckiego

Giełda Warszawska 1990–2023: odbudowa, rozwój, perspektywy

Kod genetyczny polskiego rynku kapitałowego

Odbudowa rynku kapitałowego w Polsce odbywała się w ramach procesu transformacji gospodarczej rozpoczętej pod koniec 1989 r. Szeroki program liberalizacji i urynkowienia polskiej gospodarki, zwany planem Balcerowicza, zakładał prywatyzację państwowych przedsiębiorstw. Specyficzną cechą polskiego programu prywatyzacji dużych przedsiębiorstw była sprzedaż prywatyzowanych przedsiębiorstw drogą ofert publicznych i następnie notowanie na krajowej giełdzie. W innych krajach postsocjalistycznych transformacja własnościowa polegała na powszechnej, kuponowej prywatyzacji oraz na sprzedaży wybranych przedsiębiorstw inwestorom strategicznym, najczęściej zagranicznym. Rola giełdy w transformacji gospodarczej tych krajów była marginalna.

Polski program transformacji zakładał jak najszybsze powstanie rynku kapitałowego, co nie budziło większych kontrowersji. Istotne różnice poglądów pojawiły się już w pierwszej połowie 1990 r. w kwestii wyboru dróg odbudowy rynku kapitałowego. Najprostsza koncepcja powrotu do polskiego ustawodawstwa i regulacji sprzed 1939 r. została natychmiast odrzucona jako nieprzystająca do współczesnych światowych realiów lat 90.

Prawdziwa dyskusja rozwinęła się w obszarze dwóch koncepcji odbudowy polskiego rynku kapitałowego. Pierwsza z nich zakładała spontaniczny rozwój rynków kapitałowych na bazie lokalnych inicjatyw prywatnych przedsiębiorców, korzystających z niedawno wprowadzonej liberalizacji przepisów i regulacji. W ciągu 1990 r. powstało w Polsce około 60 inicjatyw o nazwie „giełda”, najczęściej o profilu towarowo-pieniężnym. Kilka z nich zamierzało w przyszłości opracować odpowiednie wewnętrzne przepisy i regulaminy, a także poddać

się właściwym regulacjom państwowym. Podstawowym argumentem uzasadniającym taką koncepcję było wskazanie, że tak właśnie powstawały giełdy na świecie w ostatnich stuleciach.

Druga koncepcja wychodziła z założenia, że przyspieszona i szeroko zakrojona prywatyzacja nie może czekać na powolną, ewolucyjną odbudowę infrastruktury instytucjonalnej polskiego rynku kapitałowego. Pod koniec 1989 r. w ramach Biura Pełnomocnika Rządu ds. Przekształceń Własnościowych rozpoczęto opracowywanie koncepcji jak najszybszego uruchomienia kompleksowej infrastruktury rynku kapitałowego, zgodnej ze współczesnymi światowymi standardami. Nowoczesne, w pełni profesjonalne rozwiązania miały zapewnić przejrzystość, łatwy dostęp dla drobnych inwestorów oraz bezpieczeństwo obrotu, rozliczeń i rejestracji praw własnościowych. Każda oferta publiczna musiała być poprzedzona publikacją prospektu emisyjnego, a domy maklerskie i indywidualni maklerzy musieli uzyskać odpowiednie licencje od powstającej Komisji Papierów Wartościowych. Sama Giełda od samego początku miała mieć charakter elektroniczny, chociaż dla popularyzacji rynku notowania odbywały się początkowo na komputerach ustawionych na parkiecie giełdowym.

Najwięcej obaw budziła instytucja Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych (KDPW), którego zadaniem miało być rozliczanie transakcji oraz rejestracja własności papierów wartościowych. Oznaczało to brak fizycznych certyfikatów akcji, które większości ludzi kojarzyły się z giełdą. Na szczęście czas pokazał, że nasi początkujący inwestorzy chętnie przyjęli to nowoczesne rozwiązanie, zapewniające bezpieczeństwo i sprawne rozliczanie transakcji. Wszystkie te założenia trzeba było potem wprowadzić w życie, a to wymagało opracowania szczegółowych przepisów, regulaminów i instrukcji postępowania.

W ciągu 1990 r. stało się jasne, że korzystanie z wiedzy okazjonalnych doradców nie wystarczy; trzeba wybrać jeden podmiot, który zapewni realizację wszystkich założeń, opracuje szczegółowe przepisy i w końcu weźmie na siebie współodpowiedzialność za pełną realizację projektu. We wrześniu i październiku 1990 r. podjęto decyzję wyboru z kilku ofert propozycji Spółki Giełd Francuskich (SBF) oraz francuskiego Centralnego Depozytu Sicovam. Propozycja francuska zapewniała uruchomienie giełdy w ciągu 6 miesięcy w oparciu o oprogramowa-

nie transakcyjne Giełdy w Lyonie. Podobnie jak w przypadku Giełdy i Depozytu, powstanie Komisji Papierów Wartościowych, pod kierownictwem Lesława Pagi, a później Jacka Sochy, przebiegało w oparciu o wzorce zagraniczne, a w szczególności amerykańską Securities and Exchange Commission (SEC).

Zasada profesjonalizmu oraz oparcie o nowoczesne i sprawdzone rozwiązania zagraniczne stanowią swego rodzaju kod genetyczny polskiego rynku kapitałowego. Z perspektywy czasu można stwierdzić, że pierwotne założenia wysokich standardów organizacji i regulacji nie uległy modyfikacji w miarę rozwoju i dojrzenia polskiego rynku kapitałowego.

Koncepcja odgórnej budowy przez Państwo centralnych instytucji rynkowych była od samego początku krytykowana jako biurokratyczna i stojąca w sprzeczności z ogólną linią liberalizacji polskiej gospodarki. Spór w tej kwestii toczył się do początku kolejnego roku, kiedy to 22 marca 1991 r. Sejm uchwalił ustawę o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych. Ustawa zakładała utworzenie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW) w formie spółki Skarbu Państwa, Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych oraz Komisji Papierów Wartościowych, nadzorującej poprawność funkcjonowania rynku.

Równoległe z pracami nad kształtem przyszłej Giełdy trwały przygotowania do pierwszej publicznej oferty akcji, która rozpoczęła się pod koniec 1990 r. Uruchomienie giełdowego rynku wtórnego stało się niezwykle pilne.

W dniu 12 kwietnia 1991 r. Minister Finansów Leszek Balcerowicz i Minister Przekształceń Własnościowych Janusz Lewandowski podpisali akt założycielski GPW SA. Cztery dni później, 16 kwietnia, odbyła się pierwsza po 52 latach sesja giełdowa w Warszawie. Uruchomienie Giełdy w ekspresowym tempie 6 miesięcy wymagało przyjęcia jak najprostszego organizacji rynku. System notowań oparty był na centralnym arkuszu zleceń, który wyznaczał jednolity kurs dnia w formie tzw. fixingu. Sesje giełdowe w pierwszym roku odbywały się raz w tygodniu. Na pierwszej sesji notowano pięć spółek, a obrót tego dnia wyniósł zaledwie 19 800 PLN. Otwarcie niewielkiej, ale „prawdziwej”

giełdy, zwłaszcza w dawnej siedzibie KC PZPR, miało charakter symboliczny i ogromny oddźwięk medialny. Dla wielu ludzi oznaczało to bezpowrotny koniec gospodarki centralnie planowanej i związanej z nią władzy politycznej.

Giełda Warszawska: od rynku wschodzącego do rozwiniętego

Udany początek notowań pokazał jednocześnie dalszy kierunek rozwoju Giełdy Warszawskiej. Początkowa rola wehikulu prywatyzacji miała z biegiem lat ewoluować w kierunku stymulatora rozwoju gospodarczego Polski. Wymagało to ciągłej modernizacji technologii giełdowej oraz znacznego poszerzenia oferty produktowej. Trudno w ramach jednego wykładu szczegółowo opisać kolejne etapy rozwoju GPW. Ograniczę się więc do skrótowego przedstawienia kluczowych kamieni milowych na drodze rozwoju technologii oraz oferty notowanych instrumentów finansowych. Poniższa lista jest moją indywidualną oceną, konsultowaną jednak z wieloma uczestnikami rynku.

1991

- pierwsza sesja na GPW (16 kwietnia)
- wprowadzenie Warszawskiego Indeksu Giełdowego WIG

1992

- pierwsze notowanie obligacji Skarbu Państwa

1993

- skrócenie cyklu rozliczeń post-transakcyjnych z 5 do 3 dni

1994

- debiut Banku Śląskiego (ponad 830 tys. zapisów w ofercie publicznej)
- wprowadzenie indeksu WIG20
- wyodrębnienie KDPW
- codzienne (od poniedziałku do piątku) sesje giełdowe

1996

- przejście najbardziej płynnych spółek z fixingu do notowań ciągłych
- uruchomienie dystrybucji danych giełdowych w czasie rzeczywistym

- pierwsze notowanie świadectw udziałowych Narodowych Funduszy Inwestycyjnych

1997

- rozpoczęcie notowania 62 nowych spółek w jednym roku
- przekroczenie ilości jednego miliona indywidualnych rachunków inwestycyjnych

1998

- uruchomienie rynku instrumentów pochodnych (kontrakty terminowe na WIG20)

2000

- pierwsze notowania obligacji korporacyjnych
- przeprowadzka GPW do nowego budynku Centrum Giełdowego
- uruchomienie systemu transakcyjnego WARSET (od Euronext)
- przewyższenie po raz pierwszy odpowiednich wielkości Giełdy Wiedeńskiej pod względem liczby notowanych spółek, kapitalizacji i obrotów

2003

- pierwsze notowanie opcji na WIG20
- debiut pierwszej zagranicznej spółki (Bank Austria Creditanstalt AG)

2005

- pierwszy zdalny członek Giełdy (Fischer Partners Fondkommission AB)

2007

- uruchomienie dla mniejszych spółek rynku New Connect (alternatywny system obrotu)

2009

- przejęcie kontroli nad spółką MTS-CeTO (obecnie BondSpot SA)
- powstanie rynku instrumentów dłużnych Catalyst

2010

- pierwsze notowanie funduszu typu ETF (Lyxor ETF WIG20)
- debiut akcji GPW SA (ponad 320 tys. zapisów w ofercie publicznej)

2011

- wyodrębnienie KDPW CCP (izba rozliczeniowa w modelu centralnego kontrpartnera)

2012

- przejście Towarowej Giełdy Energii (powstałej w 2000 r.)

2013

- uruchomienie nowego systemu transakcyjnego UTP (od NYSE Euronext)

2014

- skrócenie cyklu rozrachunkowego z T+3 na T+2 przez KDPW

2017

- powstanie GPW Benchmark (przejęcie fixingu stawek WIBID/WIBOR)

2018

- uznanie przez FTSE/Russell oraz STOXX polskiego rynku kapitałowego jako rynku rozwiniętego

2020

- debiut spółki Allegro.eu (największa wartość oferty publicznej – 10,6 mld PLN).

Przegląd zarejestrowanych powyżej kamieni milowych pozwala na wyciągnięcie ogólnego wniosku, że w połowie drugiej dekady XXI w. Giełda Warszawska i cały polski rynek kapitałowy osiągnęły dojrzały poziom technologiczny, organizacyjny i produktowy. Od tego czasu uczestnicy naszego rynku mają do dyspozycji dobrze zorganizowaną, nowoczesną infrastrukturę rynkową oraz pełną paletę instrumentów finansowych, typową dla rynków rozwiniętych. Ogólny obraz polskiego rynku jest daleki od doskonałości, lecz nie wynika to ze słabości podmiotów bezpośrednio zaangażowanych w organizację infrastruktury rynku papierów wartościowych.

Krajowy ekosystem Giełdy Warszawskiej

Trudno sobie wyobrazić udany rozwój rynku kapitałowego bez sprzyjającego otoczenia krajowego, ze szczególnym uwzględnieniem poziomu regulacji i przestrzegania prawa, polityki gospodarczej oraz

uznania podstawowych zasad wolnego rynku. Odbudowa polskiego rynku papierów wartościowych przebiegała w sprzyjających warunkach. Mimo zmieniających się ekip rządowych, Giełda Warszawska wciąż była traktowana jako symbol udanej transformacji gospodarczej. Przez kilkanaście lat służyła jako narzędzie prywatyzacji dużych przedsiębiorstw państwowych. Warto jednak zauważyć, że już od trzeciego roku działalności GPW liczba (a nie wartość) notowanych spółek prywatnych przewyższała tę pochodzącą z prywatyzacji kapitałowej.

Od samego początku GPW starała się upowszechniać wizerunek instytucji profesjonalnej, przejrzystej, otwartej dla drobnych inwestorów. Poszczególne etapy rozwoju systemu notowań były dostosowane do krajowej infrastruktury informatycznej i telekomunikacyjnej, tak aby zapewnić równy dostęp do składania zleceń i dystrybucji danych giełdowych. W pierwszych latach GPW, przy braku inwestorów instytucjonalnych, indywidualni inwestorzy zapewniali płynność obrotu i stałą obecność w mediach. Edukacja inwestorów i popularyzacja giełdy w świadomości publicznej była jednym z priorytetów zarządzania GPW.

Działalność edukacyjna dość szybko przybrała nowe formy organizacyjne. W 1995 r. odbyła się pierwsza edycja dorocznego Forum Inwestycji Kapitałowych „Twoje Pieniądze”. Było to wydarzenie z udziałem kilkudziesięciu emitentów, domów maklerskich oraz banków, całkowicie dostępne dla szerokiej publiczności. W miarę rozwoju rynku wiedza na ten temat musiała być bardziej pogłębiona. Wzorem francuskiej Ecole de la Bourse uruchomiono w 1999 r. Szkołę Giełdową we współpracy z kilkunastoma polskimi uczelniami, które gwarantowały wysoki poziom merytoryczny. Szkoła Giełdowa działa do dziś – prowadzi kursy, wydaje podręczniki na poziomie wiedzy podstawowej i zaawansowanej. Liczba uczestników wszystkich kursów sięga kilkudziesięciu tysięcy.

Jeszcze bardziej masowy charakter ma uruchomiona w 2002 r. Szkolna Internetowa Gra Giełdowa, niezwykle popularna wśród uczniów szkół średnich. W jej 20 edycjach wzięło udział ponad tysiąc szkół i 350 tys. uczniów. Ważnym wydarzeniem jest doroczna wizyta laureatów kolejnych edycji Olimpiady Wiedzy Ekonomicznej, organizowanej przez Polskie Towarzystwo Ekonomiczne. Zwiedzanie siedziby Giełdy i wykład dla uczniów różnych szkół to niemal codzienność GPW.

W celu zwiększenia aktywności edukacyjnej GPW założyła w 2002 r. Fundację Edukacji Rynku Kapitałowego, a po jej likwidacji – aktualnie działającą Fundację GPW.

Bardzo ważnym czynnikiem kształtującym bezpośrednio otoczenie rynku giełdowego i wpływającym na notowania spółek jest ład korporacyjny. Od końca lat 90. z inicjatywy Krzysztofa Lisa nasiła się debata na temat konieczności poprawy *corporate governance* spółek notowanych na GPW. W 2002 r. Giełda przyjęła *Dobre praktyki w spółkach publicznych w 2002 r.*, opracowane przez niezależny Komitet Dobrych Praktyk pod przewodnictwem prof. Grzegorza Domańskiego. Innowacyjne podejście tego dokumentu, wprowadzane później w innych branżach, polegało na zasadzie *comply or explain*, czyli stosuj lub wytłumacz, dlaczego nie stosujesz konkretnej, dobrej praktyki. Często przekazywane tłumaczenia niestosowania danego zalecenia w uzasadnionych okolicznościach okazywały się bardziej przekonujące niż bezrefleksyjna akceptacja. Kolejne wersje *Dobrych praktyk* były wprowadzane w latach 2005, 2007, 2012, 2016 i ostatnia w 2021 r. Obowiązek przekazywania informacji na temat stosowania dobrych praktyk zawsze dotyczy aktualnej wersji dobrych praktyk, nie oznacza to jednak, że poprzednie zasady mogą być pomijane. Mam tu przede wszystkim na myśli pierwszą zasadę w *Dobrych praktykach* z 2002 r., zgodnie z którą „podstawowym celem działania władz spółki jest realizacja interesu spółki, rozumianego jako powiększanie wartości powierzonego jej przez akcjonariuszy majątku”. Zasada ta jest dziś wciąż jak najbardziej aktualna. Koncepcja dobrych praktyk znalazła zastosowanie w bardziej szczegółowych kwestiach, czego przykładem są *Dobre Praktyki Komitetów Audytu 2021*, opracowane przez grupę ekspertów w ramach działalności Fundacji Polski Instytut Dyrektorów.

Otoczenie GPW obejmuje również kształt polityki gospodarczej Państwa w kontekście rozwoju rynku kapitałowego. W początkowym okresie istotna rola GPW w procesie prywatyzacji wpływała pozytywnie na kształtowanie regulacyjne rynku giełdowego. W kolejnych latach uczestnicy oczekiwali dalszej aktywnej i stymulującej roli Państwa w tym zakresie. W 2004 r. przy aktywnej współpracy instytucji rynkowych Ministerstwo Finansów przygotowało rządową strategię rozwoju rynku kapitałowego do 2010 r. pod nazwą *Agenda Warsaw City*

2010. Wyznaczono w niej ambitne cele i zadania do wykonania w najbliższych kilku latach. Nie wszystkie cele zostały zrealizowane, a głównym wytłumaczeniem było załamanie światowych rynków finansowych w 2008 r. Druga dekada XXI w. wzmogła oczekiwania na kolejną strategię rządową, która pod nazwą Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego została uchwalona w 2019 r., a zakończona w 2023 r. Mimo zaplanowania 90 działań w ramach tej Strategii, wiele istotnych problemów naszego rynku nie zostało rozwiązanych.

W okresie ponad 30 lat rozwoju polskiego rynku kapitałowego pewne dylematy decyzyjne dominowały w dyskusji nad celami polityki rządowej w odniesieniu do rynku kapitałowego. Początkowo głównym tematem dyskusji była polityka prywatyzacyjna, a w ostatnich kilkunastu latach kwestia kapitałowych planów emerytalnych. Jedną z najważniejszych dla polskiego rynku kapitałowego było uruchomienie w 1999 r. programu Otwartych Funduszy Emerytalnych (OFE), których inwestycje giełdowe zapewniały stały impuls popytowy dla naszego rynku. Był to fakt pozytywnie doceniany i wyceniany przez polskich i zagranicznych uczestników naszego rynku. Na początku drugiej dekady XXI w. rozpoczęła się dyskusja nad możliwością utrzymania początkowych założeń programu, co doprowadziło w 2014 r. do częściowej reformy OFE, skutkującej ograniczeniem popytu z ich strony. Mechanizm regulacyjny OFE powoduje w ostatnich latach odpływ netto gotówki funduszy z rynku giełdowego. Jest to jeden z kilku czynników wpływających negatywnie na wyceny spółek notowanych na GPW. Od 2019 r. rozpoczęto wdrażanie Pracowniczych Planów Kapitałowych, które część zgromadzonych oszczędności inwestują na rynku giełdowym. Ma to pozytywny, choć jeszcze niewielki wpływ na notowania giełdowe.

Giełda Warszawska w Europie

Odbudowa i późniejsza ewolucja polskiego rynku kapitałowego przebiegała pod wpływem przeobrażeń światowych, a szczególnie europejskich standardów i trendów rozwoju. Ponieważ ciągłość polskiej giełdy została na ponad 50 lat przerwana w 1939 r., jedyną rozsądną drogą była odbudowa rynku w oparciu o wzorce zagraniczne. Sytuacja w Europie na początku lat 90. XX w. była bardzo zróżnicowana.

W wielu krajach działało po kilka giełd o różnych strukturach i zasadach funkcjonowania. Pewnym ułatwieniem wyboru polskiej drogi były kształtujące się trendy modernizacji tradycyjnych giełd, ich konsolidacji, a także pierwsze dyrektywy Unii Europejskiej zmierzające do standaryzacji regulacji giełdowych. Można więc było przy braku jakichkolwiek zastanych struktur kształtować zasady naszego rynku zgodnie z przewidywanymi trendami rynku europejskiego. Dzięki licznym konsultacjom zagranicznym oraz ściślejszej współpracy z giełdą francuską wprowadziliśmy od samego początku rozwiązania przyszłościowe, dopiero debiutujące na niektórych giełdach europejskich. Chodzi tu głównie o handel elektroniczny, dematerializację papierów wartościowych, niezależny nadzór oraz samą GPW w formie spółki akcyjnej.

Ukształtowanie naszego rynku kapitałowego w oparciu o wysokie standardy zagraniczne ułatwiło nam późniejsze uznanie w świecie, czego dowodem było przyjęcie GPW do grona pełnoprawnych członków Międzynarodowej Federacji Giełd (FIBV) w 1994 r. Było to poprzedzone badaniem na miejscu w Warszawie naszych regulacji i standardów oraz pozytywnymi opiniami dwóch prestiżowych recenzentów: New York Stock Exchange i Deutsche Börse. Warto zauważyć, że kolejna giełda z naszego regionu, Giełda w Budapeszcie, została przyjęta do FIBV 10 lat później. Członkostwo GPW w Federacji Giełd Europejskich (FESE) nastąpiło w 2004 r., natychmiast po spełnieniu ostatniego warunku, jakim było przystąpienie Polski do Unii Europejskiej. Dążenie do coraz większego zaangażowania inwestorów zagranicznych wymagało również uznania GPW i jej produktów przez odpowiednie organy nadzorujące inne rynki (USA, Francja, Wielka Brytania), co następowało sukcesywnie w miarę rozwoju rynku.

Podczas gdy na początku lat 90. Giełda Warszawska dopiero kształtowała swoje zasady funkcjonowania, równolegle rozpoczęła się radykalna przemiana światowych i europejskich rynków kapitałowych. Stymulatorem zmian był postęp w technologii informatycznej i telekomunikacyjnej, umożliwiający zdalne przekazywanie zleceń i obrót elektroniczny niewymagający fizycznej obecności maklerów na parkiecie giełdowym. Jednocześnie postępowała deregulacja, harmonizacja regulacji oraz likwidacja prawnego i faktycznego monopolu giełd krajowych. Pojawiła się nowa, ważna grupa organizatorów rynków – elek-

troniczne platformy obrotu. Rosnąca w ślad za tym konkurencja między giełdami i platformami szybko doprowadziła do konsolidacji giełd, ich komercjalizacji oraz powstania giełdowych grup kapitałowych, również w skali międzynarodowej. Niejako uwieńczeniem tego procesu było przekształcenie na początku XXI w. większości dużych giełd w spółki publiczne notowane na własnych wirtualnych parkietach.

Giełda Warszawska, budując własny rynek, dość szybko musiała sprostać konkurencji zagranicznych giełd. Szczególnie aktywna w tym obszarze już w drugiej połowie lat 90. była Giełda Londyńska, a na początku pierwszej dekady XXI w. – giełdy w Wiedniu i Frankfurcie. Było to spore wyzwanie, utrata obrotu największych spółek dramatycznie pogorszyłaby bowiem nasze finanse i perspektywy rozwoju. Na szczęście intensywne działania GPW na różnych polach przyniosły sukces. Wspólna Giełda Newex, założona w 2000 r. przez giełdy w Wiedniu i Frankfurcie, przestała działać po kilku latach. Obecnie Giełda Warszawska ma ponad 90-procentowy udział w obrotach polskimi akcjami, co na całkowicie zderegulowanym rynku europejskim należy do najwyższych wskaźników koncentracji obrotu akcjami krajowych spółek. Inną stroną tego zjawiska jest ponad 60-procentowy udział inwestorów zagranicznych w obrotach akcjami na GPW, a także nadal wysoki w skali europejskiej, bo prawie 20-procentowy udział polskich inwestorów indywidualnych.

Giełda Warszawska od wielu lat uczestniczy również w procesie konsolidacji giełd europejskich w formie sojuszy strategicznych, fuzji i akwizycji. Projekty takie wymagają starannego przygotowania i często nie kończą się sukcesem. Wśród udanych akwizycji trzeba wymienić zakup w 2013 r. 30% udziału w nowej brytyjskiej giełdzie Aquis, który sprzedano (może przedwcześnie) w 2018 r., zarabiając 35 mln PLN. Drugą, skromniejszą finansowo transakcją był zakup większościowego udziału w Giełdzie Armeńskiej z myślą o aktywnym rozwijaniu tamtego rynku w oparciu o nasz przyszły system transakcyjny. Największym projektem konsolidacyjnym prowadzonym przez GPW była próba fuzji z grupą CEESEG, obejmującą giełdy w Wiedniu, Pradze, Budapeszcie i Lublanie. Szczegółowa analiza kosztów i korzyści przystąpienia do takiej organizacji nie wypadła pomyślnie i w 2014 r. projekt został zakończony. Obecnie jedynie Wiedeń i Praga pozostają w tej grupie

kapitałowej, a Giełda Warszawska jest niekwestionowanym liderem regionu Europy Środkowo-Wschodniej.

Proces konsolidacji nie ogranicza się do sojuszy i akwizycji. Giełda Warszawska, będąca spółką z dominującym udziałem Skarbu Państwa, była też przedmiotem strategii prywatyzacji. W pierwszej dekadzie XXI w. rozważano różne koncepcje prywatyzacji, biorąc pod uwagę także pozyskanie zagranicznej dużej giełdy jako inwestora mniejszościowego lub większościowego. Brak spełnienia oczekiwań Skarbu Państwa w poszukiwaniu inwestora strategicznego skierował proces prywatyzacji w stronę oferty publicznej. Nastąpiło to 9 listopada 2010 r. i okazało się dużym sukcesem (liczba zapisów na akcje przekroczyła 320 tys.). Status GPW jako spółki publicznej notowanej na własnym parkiecie w istotnym stopniu zmienił jej strategię. Oprócz zapewnienia rozwoju infrastruktury rynkowej będzie ona od tego momentu realizować również zadanie budowy wartości dla akcjonariuszy i poszukiwać dodatkowych źródeł dochodu.

Ocena, wyzwania, perspektywy

Z perspektywy trzydziestolecia ocena dokonań i pozycji Giełdy Warszawskiej jest w powszechnej opinii pozytywna. Rozwój Giełdy – od założenia przez kolejne fazy ewolucji – następował w modelowy, niemal podręcznikowy sposób, obejmując wszystkie obszary jej działalności. Należy podkreślić, że rozwój ten odbywał się w warunkach dynamicznie zmieniającego się otoczenia krajowego i międzynarodowego.

Już po kilku latach działalności GPW zdecydowanie wyprzedziła giełdy w Pradze i Budapeszcie, a w następnym etapie Giełdę Wiedeńską, która planowała stworzenie u siebie regionalnego centrum finansowego. Dziś Giełda Warszawska jest zdecydowanie największym rynkiem regionu, lecz nie wystarcza to do pełnienia funkcji ponadnarodowego centrum finansowego. Dyskusja na ten temat trwa od kilkunastu lat i nie ma pewności, czy w warunkach ogromnej łatwości zdalnego obrotu jest w ogóle miejsce na regionalne centrum finansowe. Ambitny projekt GPW sprzed kilkunastu lat założenia z innymi interesariuszami Fundacji Warsaw City nie znalazł wsparcia realizacyjnego i pozostał w fazie projektowej.

Obiektywna ocena pozycji Giełdy Warszawskiej powinna również zwrócić uwagę na słabe strony polskiego rynku kapitałowego. Chcę podkreślić, że niezbyt pozytywna ocena nie wynika ze słabości polskich instytucji pośredniczących w usługach finansowych. Powyżej wskazano już na zmieniającą się rolę OFE w rozwoju naszej giełdy, ale i tu decydującą rolę odgrywają regulacje tego obszaru, a nie same OFE.

Najważniejszym, moim zdaniem, czynnikiem osłabiającym nasz rynek giełdowy jest obniżająca się wycena notowanych spółek i nienadążanie kapitalizacji krajowych spółek za wzrostem polskiego PKB. Wskaźnik relacji kapitalizacji spółek krajowych do PKB kształtował się pod koniec 2023 r. w okolicach 25%, a kilkanaście lat temu wielokrotnie przekraczał granicę 40%. Analizując ewolucję naszego Indeksu WIG20 w perspektywie kilkunastu lat, widzimy, że znajduje się on w końcówce rankingu indeksów europejskich. Nie ma jednej przyczyny tego zjawiska. Wiele spółek narzeka na zbyt wymagające regulacje, często dostosowane do możliwości zachodnich, kilkakrotnie większych spółek, a nie do małych i średnich, dominujących na naszym rynku. Przy niskich notowaniach i wysokich wymogach regulacyjnych niektóre spółki, analizując koszty i korzyści, decydują się na wycofanie z Giełdy. Od 2017 r. trwa negatywny bilans liczby debiutów i wycofań spółek z obrotu giełdowego.

W tym miejscu trzeba również wspomnieć o ładzie korporacyjnym, szczególnie w odniesieniu do spółek z udziałem Skarbu Państwa. Spółki te nigdy nie były liderami *corporate governance*, jednakże skala nominacji i interwencji o charakterze politycznym wzrosła znacząco w ostatnich latach. Wielu inwestorów dochodzi do wniosku, że podstawowym celem kierownictwa tych spółek nie jest budowa wartości dla akcjonariuszy, lecz realizacja doraźnych celów politycznych, przekazywanych przez aktualnych rządzących. Dalszy rozwój rynku giełdowego wymaga uporządkowania tego obszaru, co przełoży się na wyższe wyceny spółek, a w konsekwencji na większą gotowość inwestorów do obejmowania nowych ofert na rynku pierwotnym i wtórnym. Problemów do rozwiązania jest o wiele więcej. Wspomniana niedawna rządowa Strategia Rozwoju Rynku Kapitałowego wymieniła ich 90, z których wiele pozostaje do realizacji.

Na zakończenie kilka refleksji na temat samej GPW, a właściwie jej Grupy Kapitałowej. Podstawowy obszar działalności obejmuje obrót instrumentami finansowymi. W ciągu ponad 30 lat liczba notowanych akcji spółek wzrosła od 5 do około 800. Ponadto notowane są obligacje, kontrakty terminowe, opcje, a także najliczniejsza grupa – produkty strukturyzowane. Łączna liczba wszystkich tzw. linii notowań na GPW przekracza 4 tys. Pojawiają się opinie sugerujące zmniejszenie liczby notowanych instrumentów, szczególnie tych o śladowych obrotach.

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA od 2010 r. jest spółką publiczną, co w istotny sposób wpływa na ustawienie priorytetów zarządzania i nadzoru korporacyjnego typowych dla spółek komercyjnych. Ważnymi parametrami stają się: wzrost sprzedaży, dyscyplina kosztowa oraz generowanie i podział zysku. Grupa GPW, wzorem innych współczesnych giełd, poszukuje dodatkowych źródeł dochodów, oferując usługi w nowych obszarach lub przejmując kontrolę nad spółkami operującymi na zbliżonych rynkach. W tym kontekście ważnym wydarzeniem było przejęcie w 2012 r. pełnej kontroli nad Towarową Giełdą Energii. Spółka ta ma istotny udział w łącznym zysku Grupy Kapitałowej GPW. Innym przykładem jest przejęcie w 2009 r. od grupy MTS-CeTO SA obrotu obligacjami skarbowymi. Tego typu akwizycje nie byłyby możliwe, gdyby Giełda nie wypracowała sobie wizerunku instytucji profesjonalnej, innowacyjnej, o wysokim stopniu wiarygodności i niezawodności operacyjnej. Najlepszym tego dowodem jest powierzenie w 2017 r. GPW Benchmark organizowania fixingu stawek referencyjnych stóp procentowych WIBID/WIBOR, a od 2023 r. obliczanie wskaźnika WIRON. W obszarze technologii GPW opracowuje autorski system transakcyjny, którego wdrożenie przewidziane jest na 2024 r. System ten może być również zaoferowany do komercyjnego zastosowania na zagranicznych rynkach giełdowych.

Oceniając perspektywy Giełdy Warszawskiej w najbliższych latach, można założyć scenariusz w miarę optymistyczny. Jako profesjonalna, uznana instytucja, GPW powinna skutecznie realizować swoją strategię wzrostu i budowy wartości dla akcjonariuszy i wszystkich uczestników rynku. Polski rynek kapitałowy musi przełamać dotychczasowe, dobrze zidentyfikowane bariery, aby wzmocnić zaufanie,

podwyższyć wyceny notowanych spółek, uruchomić oferty publiczne dużych firm i zapewnić stopy zwrotu odpowiadające dynamice polskiej gospodarki. Ostatni kwartał 2023 r. pokazuje, że jest to realne.

Podziękowania

Magnificencjo, Wysoki Senacie, Panie i Panowie Dziekani, Panie i Panowie Profesorowie, Szanowni Państwo!

Przyznanie godności doktora honoris causa wiodącej polskiej uczelni ekonomicznej jest dla mnie wydarzeniem szczególnie ważnym. Pragnę je dedykować mojej Małżonce, bez codziennego wsparcia której moje zaangażowanie w odbudowę Giełdy Warszawskiej nie byłoby możliwe.

Dziękuję wszystkim pionierom polskiej transformacji gospodarczej, którzy z głęboką motywacją w profesjonalny sposób zbudowali od podstaw instytucje naszego rynku kapitałowego.

Składam również szczególne podziękowania wszystkim osobom zaangażowanym w złożony proces przyznania mi tego zaszczytnego tytułu.

Dr Wiesław Rożlucki