

Rafał Czyżycki

Uniwersytet Szczeciński
Wydział Zarządzania i Ekonomiki Usług
e-mail: rafal.czyzycki@wzieu.pl

Atrakcyjność polskiego rynku kapitałowego dla inwestorów indywidualnych¹

Kody JEL: D14, E44, G23

Słowa kluczowe: inwestor indywidualny, giełda papierów wartościowych, wskaźniki atrakcyjności

Streszczenie. W artykule przedstawiono rozważania na temat stopnia atrakcyjności polskiego rynku kapitałowego na tle rynków kapitałowych innych państw. Wykorzystano w tym zakresie podstawowe wskaźniki opisujące rozwój Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie zestawiając ich wartości z wartościami postulowanymi w teorii ekonomii i wartościami charakteryzującymi inne giełdy papierów wartościowych.

Wprowadzenie

Wybór form oszczędzania dokonywany przez gospodarstwa domowe zależy od czynników o charakterze zarówno mikroekonomicznym (np. ich sytuacji finansowej), jak i makroekonomicznym (sytuacji gospodarczej w kraju). W zależności od siły oddziaływania poszczególnych czynników, gospodarstwa domowe decydują o wartości utrzymywanych oszczędności oraz wybierają określone produkty oszczędnościowe i inwestycyjne. Struktura aktywów finansowych gospodarstw domowych jest pochodną deklarowanych celów oszczędzania (w Polsce są to przede wszystkim bieżące potrzeby konsumpcyjne oraz nieprzewidziane zdarzenia losowe), a także cech demograficzno-ekonomicznych społeczeństwa, takich jak wiek, płeć, miejsce zamieszkania, wykształ-

¹ W artykule zaprezentowano część rozważań autora na temat atrakcyjności polskiego rynku kapitałowego i czynników ją determinujących, przedstawionych w monografii: R., Czyżycki (2016). *Inwestor indywidualny na polskim rynku kapitałowym*. Szczecin: Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego.

cenie czy dochód. Obecnie najbardziej preferowane przez gospodarstwa domowe w Polsce formy tych aktywów to takie, które umożliwiają natychmiastowe dysponowanie środkami lub łatwe ich wycofanie i jednocześnie są uznawane za najbezpieczniejsze.

1. Ocena atrakcyjności polskiego rynku kapitałowego

Na koniec 2013 roku depozyty w bankach i SKOK-ach oraz gotówka stanowiły łącznie 74,6% aktywów finansowych gospodarstw domowych (NBP, 2014). Przy pełnej akceptacji powszechnie wyrażanego poglądu, że głównym czynnikiem determinującym zainteresowanie inwestorów detalicznych giełdą papierów wartościowych jest poziom ich dochodów, należy jednocześnie stwierdzić, że równie istotnym jest wiedza potencjalnych inwestorów i związane z tym poglądy na temat atrakcyjności rynku kapitałowego. Co więcej, wraz ze stopniowym wzrostem zamożności Polaków znaczenie kryterium dochodowego w tym zakresie będzie malało, zaś coraz większe znaczenie odgrywać będzie indywidualna ocena atrakcyjności rynku kapitałowego. Istnieje jednak niewiele teoretycznych i empirycznych opracowań dotyczących kwantyfikacji determinant rozwoju rynku akcji na rynkach wschodzących, do których nadal zalicza się Polska. Model częściowej równowagi wzrostu rynku akcji Calderona-Rossella stanowi, jak do tej pory, najbardziej kompleksową próbę stworzenia podstaw finansowych teorii rozwoju rynku papierów wartościowych (Gruszczynska-Broźbar, 2013).

W pełni można się również zgodzić z poglądami, że atrakcyjny rynek giełdowy dla inwestorów indywidualnych to przede wszystkim rynek transparentny, pozbawiony manipulacji oraz zapewniający ochronę ich interesów. Nawet niewielka skala przestępstw giełdowych przy ich dużej wykrywalności i adekwatnego poziomu kary za takie nadużycia, godzi w podstawy wolnego rynku finansowego. Dodatkowo, nie zawsze przy tego typu przestępstwach można wskazać konkretnego poszkodowanego, ale na ogół jest to jednak potencjalnie najslabszy, indywidualny akcjonariusz, który nawet nie jest świadomy, że zysk manipulanta jest jego stratą. Warunkiem powszechnej obecności inwestorów indywidualnych na rynku kapitałowym jest więc jego przejrzystość i wzbudzanie zaufania, że ulokowany kapitał w przyszłości można będzie wycofać z nadwyżką. Z punktu widzenia tej grupy inwestorów, przejrzystość oznacza przede wszystkim powszechny i łatwy dostęp do danych na temat sytuacji finansowej emitentów, ich perspektywy rozwoju, struktury akcjonariatu, a także do informacji o zdarzeniach wpływających na dalszą kondycję ekonomiczno-finansową. Bez takich informacji nie można podjąć racjonalnych decyzji o inwestowaniu. Bez zaufania inwestorów i przekonania, że rynek giełdowy działa zgodnie z przyjętymi standardami prawnymi i etycznymi, inwestorzy indywidualni nie będą skłonni do lokowania na nim swoich oszczędności, a dalszy rozwój tego rynku będzie wręcz niemożliwy (Wąsowski, 2011). Brak dostępności odpowiednich analiz rynkowych i niska płynność (co jest ze sobą powiązane) istotnie zniechęcają nie tylko inwestorów indywidualnych, ale i instytucjonalnych, do

rozwoju działalności inwestycyjnej przede wszystkim w segmencie małych i średnich emitentów (Maciejewski, Pawłowicz, Rozłucki, 2014).

Atrakcyjność danego rynku giełdowego dla inwestorów indywidualnych określa nie tylko liczba znajdujących się na nim instrumentów finansowych, ale również zróżnicowany ich charakter. Szeroki wachlarz możliwości inwestycyjnych umożliwia bowiem inwestorom indywidualnym lepsze odwzorowanie w poczynionych na rynku kapitałowym inwestycjach ich zróżnicowanych preferencji. Z tego względu lokalne giełdy konkurują między sobą, starając się przyciągnąć jak największą liczbę emitentów (w tym międzynarodowych), a dodatkowo odpowiednie instytucje państwowe mogą wspierać taki kierunek rozwoju lokalnego rynku przez stworzenie niezbędnej infrastruktury oraz sprzyjających przepisów prawnych (w tym podatkowych) (Perz i in., 2011). W 2008 roku Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie otworzyła swoje pierwsze zagraniczne przedstawicielstwo w Kijowie. Inną inicjatywą GPW w Warszawie w tym zakresie jest program WSE IPO Partner, którego głównym celem jest pozyskanie zagranicznych instytucji finansowych i firm doradczych, chcących promować ideę pozyskania kapitału poprzez emisję akcji na rynku polskim (Perz i in., 2011). Na koniec kwietnia 2015 roku w programie udział brało 22 podmiotów, w tym 10 podmiotów z Ukrainy, 4 z Białorusi, 2 z Litwy oraz po jednym podmiocie z Bułgarii, Republiki Czeskiej, Izraela, Chorwacji, Cypru i USA.

Analizując obecny stopień atrakcyjności polskiego rynku giełdowego dla inwestorów indywidualnych w porównaniu z innymi rynkami, a w szczególności z giełdami funkcjonującymi w regionie, warto zwrócić uwagę na kształtowanie się podstawowych wskaźników charakteryzujących ten rynek, m.in na wskaźnik płynności rynku giełdowego, będący relacją obrotów do kapitalizacji wskazujący na szybkość przesunięć kapitałowych występujących na rynku (Przybylska-Kapuścińska, 2008).

Wskaźnik ten pośrednio informuje o dojrzałości rynku, ponieważ wysoka jego wartość (powyżej 60%), szczególnie w okresie spadków giełdowych, sugeruje dojrzałość alokacyjną uczestników rynku (Przybylska-Kapuścińska, 2010). Z punktu widzenia inwestorów indywidualnych najważniejszymi cechami płynnego rynku giełdowego jest (Gruszczyńska-Broźbar, 2010):

- utrzymywanie ceny, czego wyrazem jest występowanie małej rozpiętości cen, szczególnie wówczas, gdy nie pojawia się nowa informacja,
- głębokość rynku, związana z aktywnością inwestorów, dotyczącą sprzedaży walorów powyżej (oraz do kupna poniżej) obecnej ceny,
- pokupność, czyli zdolność do szybkiej sprzedaży bądź kupna danego instrumentu.

Kształtowanie się wskaźnika płynności Warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych na tle innych giełd zaprezentowano w tabeli 1.

Tabela 1. Wskaźnik płynności rynku giełdowego w Polsce na tle innych giełd w latach 2009–2014 (%)

Giełda	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Warszawa	266,58	274,64	189,21	294,56	281,69	292,23
Nowy Jork	75,91	83,40	72,22	113,75	141,00	130,91
Bratysława	31,02	46,09	20,35	41,94	44,16	b.d
Budapeszt	110,40	104,69	119,94	189,36	182,93	204,02
Berlin	92,88	95,66	75,27	118,91	147,50	136,99
Euronext	145,20	143,06	124,33	176,47	208,84	185,94
Lublana	1175,47	1947,85	1235,28	1619,08	1727,77	1021,87
Praga	286,64	357,38	252,07	466,80	613,72	615,19
Wiedeń	221,46	258,06	219,84	448,56	443,57	337,02

Źródło: opracowanie własne na podst. <http://www.fese.eu/statistics-market-research/historical-data>; <http://www.bsse.sk/bcpben/Statistics/Year/tabid/171/language/en-US/Default.aspx>; http://ftp.pse.cz/Info.bas/Eng/Key_data_05-14.pdf (25.04.2015).

Na podstawie informacji zawartych w tabeli 1 można byłoby przyjąć, że Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie należy już do rynków dojrzałych, a przez to bezpiecznych dla inwestora indywidualnego ze względu na możliwość szybkiego pozbycia się aktywów, koncentracji obrotów czy też łatwości dostępu do informacji a emitentach papierów wartościowych (Gruszczyńska-Broźbar, 2010) szczególnie, że wartość wskaźnika płynności jest dwukrotnie wyższa w porównaniu ze wskaźnikiem dla giełdy nowojorskiej czy też berlińskiej. W dużej mierze korzystna wartość tego wskaźnika wynika jednak z małej kapitalizacji giełdy w Warszawie, na co wskazuje analiza pozostałych wskaźników.

Wskaźnik koncentracji, informujący o obrotach akcjami 10 (lub pięciu) największych spółek w całości obrotów. Przyjmuje się, że jeżeli wartość wskaźnika koncentracji przekracza 60%, pojawia się wówczas zagrożenie płynności danego rynku giełdowego. Na rynkach dojrzałych udział pięciu największych spółek nie przekracza na ogół 35–45% łącznych obrotów, natomiast w przypadku małych, nierozwiniętych giełd występuje silna koncentracja na kilku dużych spółkach (Stępień, 2003). To z kolei dla inwestorów indywidualnych oznacza zwiększone ryzyko inwestowania w mało płynne instrumenty finansowe i w praktyce ogranicza wachlarz możliwości inwestycyjnych tylko do kilku najbardziej płynnych spółek.

Pomimo zdecydowanie korzystniejszego kształtowania się wskaźnika koncentracji dla GPW w Warszawie w porównaniu z innymi rynkami wschodzącymi, niepokojący jest bardzo duży i ciągle rosnący udział 10 spółek o największych obrotach w łącznych obrotach giełdy (por. tab. 2).

Tabela 2. Wskaźnik koncentracji rynku giełdowego w Polsce na tle wybranych giełd w latach 2009–2013 (%)

Giełda	Wskaźnik	2009	2010	2011	2012	2013
Warszawa	A	56,73	53,52	53,33	54,62	b.d.
	B	67,72	68,87	68,22	70,77	b.d.
Nowy Jork	A	15,68	19,17	18,02	16,60	14,95
	B	29,72	24,82	24,40	59,56	43,54
Bratysława	A	60,21	73,57	75,01	70,70	73,39
	B	99,43	99,49	99,81	98,84	99,47
Budapeszt	A	96,46	95,59	95,56	96,35	96,77
	B	99,04	99,24	97,79	99,25	94,62
Berlin	A	48,19	45,62	45,08	46,42	46,00
	B	50,48	48,78	50,80	49,45	45,42
Euronext	A	b.d.	b.d.	39,16	37,76	35,22
	B	b.d.	b.d.	31,90	31,21	29,66
Lublana	A	79,21	79,91	80,93	78,07	90,71
	B	92,93	90,43	94,23	92,94	92,86
Praga	A	99,10	99,38	98,24	95,42	96,21
	B	97,47	96,92	96,97	98,79	98,92
Wiedeń	A	63,78	64,18	61,66	63,55	63,74
	B	77,26	78,58	78,07	81,39	80,09

A – udział 10 spółek o największej kapitalizacji w łącznej kapitalizacji giełdy

B – udział 10 spółek o największych obrotach w łącznych obrotach giełdy

Źródło: opracowanie własne na podst. <http://www.fese.eu/statistics-market-research/historical-data>; <http://www.bsse.sk/bcpben/Statistics/Year/tabid/171/language/en-US/Default.aspx> oraz http://ftp.pse.cz/Info.bas/Eng/Key_data_05-14.pdf (25.04.2015).

Relacja kapitalizacji do produktu krajowego brutto dostarcza z kolei informacji, ile kapitału wyceniane jest za pośrednictwem giełdy w stosunku do PKB. Na ogół przyjmuje się, że jeśli wartość tego wskaźnika kształtuje się powyżej 40%, giełda odgrywa wówczas istotne znaczenie w gospodarce danego kraju (Gruszczynska-Brozbar, 2007).

Tabela 3. Relacja kapitalizacji do PKB w Polsce na tle wybranych rynków w latach 2009–2014 (%)

Giełda	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Warszawa	34,59	40,01	26,36	35,75	38,88	30,82
Nowy Jork	82,10	89,51	76,01	87,15	107,05	111,09
Bratysława	5,74	4,68	5,57	4,97	4,91	b.d
Budapeszt	23,22	21,38	13,46	16,37	14,84	10,59
Berlin	37,87	41,90	31,57	42,07	51,90	45,13
Euronext	43,54	44,30	34,36	41,44	50,54	44,83
Lublana	24,16	19,65	12,34	14,00	14,85	15,22
Praga	34,15	35,30	23,40	28,96	26,31	22,20
Wiedeń	12,32	11,04	6,14	6,91	7,54	6,66

Źródło: opracowanie własne na podst. <http://www.fese.eu/statistics-market-research/historical-data>; <http://www.bsse.sk/bcpben/Statistics/Year/tabid/171/language/en-US/Default.aspx>; http://ftp.pse.cz/Info.bas/Eng/Key_data_05-14.pdf; <http://data.worldbank.org> (25.04.2015).

Z punktu widzenia tego wskaźnika, giełda w Polsce nie odgrywa jeszcze ważnej roli w gospodarce, natomiast pozytywnie wyróżnia się na tle innych giełd w regionie (por. tab. 3).

Przeciętną wielkość spółki, dla którego to wskaźnika przyjmuje się, że jego większa wartość świadczy nie tylko o większej roli danej giełdy w aktywizacji gospodarki, ale o mniejszym ryzyku dla inwestora indywidualnego związanego np. możliwością wystąpienia określonych działań spekulacyjnymi na giełdzie.

Tabela 4. Przeciętna wielkość spółki notowanej na giełdzie w Polsce na tle innych giełd w latach 2009–2014 (mln euro)

Giełda	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Warszawa	215,511	243,991	137,662	155,142	165,982	154,074
Nowy Jork	3529,501	4326,649	3954,316	4565,930	5498,321	6457,081
Bratysława	26,562	28,877	42,877	39,723	40,547	b.d.
Budapeszt	453,036	398,816	268,985	302,692	287,567	248,795
Berlin	1145,142	1398,795	1228,526	1508,564	1952,975	2135,139
Euronext	1716,212	1932,179	1702,456	2001,225	2450,932	2588,686
Lublana	110,835	98,009	74,159	80,477	94,131	121,319
Praga	1949,766	2025,700	1583,106	1621,510	1534,227	1632,544
Wiedeń	688,233	857,537	628,337	812,073	837,859	804,476

Źródło: opracowanie własne na podst. <http://www.fese.eu/statistics-market-research/historical-data>; <http://www.bsse.sk/bcpben/Statistics/Year/tabid/171/language/en-US/Default.aspx>; http://ftp.pse.cz/Info.bas/Eng/Key_data_05-14.pdf; <http://data.worldbank.org> (25.04.2015).

Przeciętna wartość spółki notowanej na giełdzie w Warszawie stanowi zaledwie ok. 2,5% średniej wartości spółki notowanej na nowojorskiej giełdzie i nieco ponad 7% w przypadku giełdy niemieckiej. Wyższą przeciętną wielkość mają jednak również spółki notowane na giełdach w Czechach (ponad dziesięciokrotnie), Austrii (pięciokrotnie), czy na Węgrzech.

Podsumowanie

Polski rynek kapitałowy, pomimo jego ograniczeń wielkościowych, z punktu widzenia funkcjonujących rozwiązań prawnych, technicznych i organizacyjnych, należy już do rynków rozwiniętych. Niewątpliwie przysłużyło się temu przystąpienie Polski do Unii Europejskiej i związana z tym konieczność implementacji określonych rozwiązań wspólnotowych, m.in. dotyczących obowiązkowo przekazywanych informacji, zakresu i sposobów ochrony interesów inwestorów, w tym szczególnie inwestorów indywidualnych czy też stosowanych mechanizmów zapewniających bezpieczeństwo zawieranych transakcji.

Bibliografia

- Gruszczyńska-Brożbar, E. (2010). Płynność jako wyznacznik rozwoju Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 1996–2008. *Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny*, 1 (LXXII).
- Gruszczyńska-Brożbar, E. (2013). Cechy rozwoju giełdowego rynku akcji w Polsce. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego*, 768. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 63.
- Gruszczyńska-Brożbar, E. (2007). *Funkcjonowanie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie*. Poznań: Wydawnictwo AE Poznań.
- Maciejewski, A., Pawłowicz, L., Rozłucki, W. (2014). *Przełomowy projekt na rzecz poprawy wiarygodności rynków*. Pobrane z: http://gpwmedia.pl/upload/pdf/Przelomowy_projekt_16_04_2014.pdf. (25.10.2016).
- Narodowy Bank Polski (2014). *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2013 r.* Pobrane z: www.nbp.pl/systemfinansowy/rozwoj (25.10.2016)
- Perz, P., Kaźmierkiewicz, P., Dzyuma, U., Harasym, R., Bochenek, P., Cebotari, M. (2011). Ukraińskie spółki na GPW w Warszawie: stan obecny i perspektywy. *Finansowy Kwartalnik Internetowy „e-Finanse”*, 4 (7).
- Przybylska-Kapuścińska, W. (2008). Rozwój polskiego rynku giełdowego na tle sytuacji giełd europejskich w XXI wieku. *Roczniki Ekonomiczne Kujawsko-Pomorskiej Szkoły Wyższej*, 1.
- Przybylska-Kapuścińska, W. (2010). Płynność jako wyznacznik rozwoju Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 1998–2008. *Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny*, 1 (LXXII).

Stępień, K. (2003). Drogie akcje i niewielka płynność. *Parkiet*, 2304.

Wąsowski, W. (2011). Manipulacje giełdowe: od fałszywych informacji do nadużyć i przestępstw. *Przegląd Corporate Governance*, 2 (26).

THE ATTRACTIVENESS OF THE POLISH CAPITAL MARKET FOR INDIVIDUAL INVESTORS

Keywords: individual investor, stock exchange, indicators of attractiveness

Summary. The article presents considerations certainly was the degree of attractiveness of the Polish capital market against the background of the capital markets of other countries. Used in the field of basic indicators describing the development of the Warsaw Stock Exchange comparing their values with the values postulated in economic theory and values characterizing other securities exchanges.

Translated by Rafał Czyżycki

Cytowanie

Czyżycki, R. (2017). Atrakcyjność polskiego rynku kapitałowego dla inwestorów indywidualnych. *Ekonomiczne Problemy Usług*, 1 (126/1), 63–70. DOI: 10.18276/epu.2017.126/1-07.