

Wpływ instytucji finansowych na rozwój rynku papierów wartościowych w Polsce

Michał Szymański

1. Możliwości wpływu instytucji finansowych na rynek papierów wartościowych

Rynek papierów wartościowych jest jednym ze sposobów przekazywania kapitału podmiotom zgłaszającym na niego zapotrzebowanie. Alternatywnym sposobem jest kredyt bankowy, w przypadku papierów dłużnych, i bezpośredni zakup udziałów, w przypadku papierów udziałowych. Owe sposoby przekazywania środków dość dobrze się uzupełniają i brak rozwoju któregoś z nich ogranicza możliwości rozwoju gospodarczego i zwiększa ryzyko gospodarcze. Rozwój rynku kapitałowego z pewnością zalicza się do czynników stymulujących długoterminowy wzrost gospodarczy¹. Brak rozwiniętego krajowego rynku papierów wartościowych np. znacznie utrudni podmiotom krajowym, nieosiągającym istotnej w Europie skali działalności, korzystanie z międzynarodowego kapitału portfelowego. Warto zauważyć, że wartość napływu netto tego kapitału w przypadku krajów rozwijających się często przekraczała wielkość netto pożyczek bankowych.

Budowa rozwiniętego i efektywnego rynku papierów wartościowych w Polsce nie jest i nie będzie jedynie funkcją rozwoju gospodarczego. Sama wielkość gospodarki nie gwarantuje ukształtowania się znaczącego rynku papierów wartościowych. Widać to na przykładach krajów rozwiniętych, między którymi obserwujemy znaczne zróżnicowanie, jeśli chodzi o kształt i wielkość tego rynku. Aby rynek ten mógł się rozwijać, niezbędne jest istnienie instytucji, które ze względu na profil swej działalności są zainteresowane i stymulują rozwój rynku papierów wartościowych, stymulują go i osiągają dzięki temu realne korzyści ekonomiczne. Sama, nawet największa, wola polityczna jest dalece niewystarczająca. Trudno także oczekiwać, by odpowiednie urzędy, choćby najbardziej kompetentne, tworzyły instrumenty finansowe, zapewniały ich podaż i odpowiedni popyt i organizowały obrót nimi na rynku wtórnym. Naturalnie, aby dana grupa instytucji (sektor) mógł mieć jakikolwiek wpływ na dany rynek musi faktycznie prowadzić na nim działalność. W przypadku instytucji, w których jednym z podstawowych rodzajów działalności jest lokowanie kapitału (banki, fundusze inwestycyjne oraz emerytalne), oznacza to lokowanie kapitału na danym rynku.

Na polskim rynku kapitałowym następują obecnie bardzo głębokie zmiany struktury inwestorów. Przez

¹ Wykazują to m.in.: L. Ross, Z. Sara: *Stock Market Development and Long-Run Growth*. „The World Bank Economic Review”, Vol. 10, No 2, 1996; L. Ross: *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*. „Journal of Economic Literature” Vol. XXXV, czerwiec 1997 r.

długi okres dominującym sektorem w Polsce był sektor bankowy (banki komercyjne). Obecnie coraz większą rolę zaczynają odgrywać fundusze emerytalne. Swą aktywność zaznaczają fundusze *venture capital*. Zmiany instytucjonalne dotyczące rynku kapitału w Polsce mogą i powinny prowadzić do rozwoju rynku papierów wartościowych.

Ogólnie, na rozwój rynku papierów wartościowych w poszczególnych krajach bardzo silnie wpływa stopień rozwoju poszczególnych segmentów instytucjonalnych i wzajemne relacje pomiędzy nimi. Inwestorzy instytucjonalni są stroną dostarczającą kapitał. Gdy popyt na kapitał jest wysoki, a inwestorzy instytucjonalni są dobrze rozwinięci, w naturalny sposób zaczynają oddziaływać na warunki udostępniania kapitału. Zmieniają w ten sposób rynek kapitału zgodnie ze swymi preferencjami. Spośród segmentów instytucjonalnych będących stroną podaży kapitału do najważniejszych zaliczam: sektor bankowy, ubezpieczycieli (majątkowych i na życie), fundusze emerytalne, fundusze inwestycyjne, fundusze *venture capital*.

Możliwości stymulowania rozwoju danego rynku kapitałowego przez sektor instytucjonalny, jako stronę dostarczającą kapitał, są trudne do przecenienia. Postaram się wymienić kilka przykładów zakresu i możliwości takiego oddziaływania.

Bardzo dobrym przykładem potencjalnego wpływu sektora instytucjonalnego może być publiczny rynek akcji, gdzie inwestorzy instytucjonalni dzięki posiadaniu zaplecza mogą znacznie lepiej niż inwestorzy indywidualni wpływać na poprawę jakości zarządzania firmami. W skrajnych przypadkach mogą doprowadzić do odwołania zarządu. Ich aktywność przeciwdziała (przynajmniej takie są intencje) dyskryminacji akcjonariuszy mniejszościowych (portfelowych) przez inwestorów strategicznych. Aktywność dużych inwestorów portfelowych jako akcjonariuszy wynika z dużej skali inwestycji w dany podmiot.

Należy w tym miejscu dodać, że – jak dowodzą badania rynków rozwijających się – jakość ochrony praw akcjonariuszy mniejszościowych, a takimi z reguły są inwestorzy finansowi, jest jednym z krytycznych czynników decydujących o możliwości rozwoju publicznego rynku akcji². Można wręcz dowodzić silnej, pozytywnej korelacji pomiędzy jakością ochrony praw akcjonariuszy mniejszościowych a wielkością rynku akcji w danym kraju³. Równie ważna jest ochrona wierzycieli w przypadku rynku pożyczkowego. Dotyczy to zwłaszcza młodych gospodarek wolnorynkowych, gdzie rynek kapitału dopiero jest rozwijany i które z reguły charakteryzują się dużym popytem

na kapitał. Z kolei podmiot dostarczający kapitał ma bardzo różnorodne możliwości lokowania swych środków: może wybierać pomiędzy konkretnymi podmiotami, pomiędzy przedsięwzięciami gospodarczymi a papierami skarbowymi czy pomiędzy poszczególnymi krajami. Trudno oczekiwać, że w skrajnym przypadku ktoś będzie chciał udostępnić swój kapitał drugiej stronie, która będzie mogła ten kapitał bezkarne zdefraudować. Wzrost ryzyka takiej sytuacji powoduje zwiększenie wymaganej premii za ryzyko, a tym samym kosztu kapitału. Innymi słowy, w przypadku takiej gospodarki jak Polska, dla rozwoju rynku kapitału bardzo ważna, jeśli nie decydująca, jest ochrona strony dostarczającej kapitał. Dobra jakość regulacji prawnych w tym zakresie pozwala budować silny i sprawny system finansowy i, w efekcie, rynek kapitałowy. W przypadku, gdy stroną dostarczającą kapitał są znaczne instytucje finansowe, nie trzeba udowadniać, że ich możliwość wpływu na powstanie odpowiednich regulacji jest dużo większa, niż ma to miejsce, gdy mamy do czynienia z przeciętną osobą fizyczną. O ile w przypadku segmentu kredytów sektor bankowy charakteryzuje się dość dużymi rozmiarami poszczególnych instytucji, o tyle na rynku papierów wartościowych, a ściślej rzecz biorąc publicznym rynku akcji, dotychczas nie było obecnych na większą skalę podmiotów krajowych o tak dużych kapitałach i takim znaczeniu dla gospodarki. Takimi podmiotami niewątpliwie w coraz większym stopniu stają się fundusze emerytalne.

Silny segment instytucjonalny stymuluje rozwój nowych produktów finansowych. Rozwijający się sektor instytucjonalny tworzy popyt na takie produkty. Ponadto ten typ inwestora charakteryzuje się znacznie wyższym poziomem wiedzy od przeciętnego inwestora indywidualnego. W efekcie instytucje są zdolne do oceny ryzyka nowych produktów, profilu ich rentowności, świadomości ich użyteczności. Jak wskazuje Bank Światowy, brak wiedzy i popytu uniemożliwia rozwój rynku papierów wartościowych w krajach rozwijających się⁴. Taka sytuacja miała i ma miejsce w przypadku polskiego rynku papierów wartościowych.

Trudny do przecenienia jest także wpływ na stronę „techniczną” (operacyjną) rynku papierów wartościowych. Duża skala transakcji i aktywność inwestorów instytucjonalnych wymuszają i czynią ekonomicznie uzasadnionym rozwój systemów transakcyjnych, takich jak np. wysoce sprawna izba rozliczeniowa, efektywny system notowań giełdowych. Sprzyjają także obniżeniu kosztów transakcyjnych, wskutek dużej siły negocjacyjnej poszczególnych podmiotów instytu-

² Przykładem bardzo dobrych badań w tym zakresie może być choćby praca S. Claessens, S. Djankov i D. Klingebiel: *Stock Markets in Transition Economies*. The World Bank Financial Discussion Paper No. 5, wrzesień 2000 r.

³ R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Schleifer, R. Vishny: *Investor Protection and Corporate Valuation*. National Bureau of Economic Research, Working Paper 7428, 1999.

⁴ Jest to przedstawione przez np. C. Borraez, C. Del Valle, M. Batlay i E. Togo: *Overview of Fixed-Income Securities Markets in Emerging Economies*. Paryż, The World Bank OECD/World Bank Workshop on the Development of Fixed-Income Securities Markets in Emerging Market Economies 14-16 grudnia 1998 r., Capital Markets Development Department.

cyjonalnych uzyskiwanej dzięki ich wielkości. Dobrym tego przykładem może być sytuacja na polskim rynku, gdzie po rozpoczęciu działalności przez Otwarte Fundusze Emerytalne doszło do znacznych obniżek prowizji maklerskich na rynku akcji.

Innym efektem uczestnictwa inwestorów instytucjonalnych w rynku kapitałowym może być obniżenie kosztu pozyskania kapitału akcyjnego na rynku publicznym. Koszty nowych emisji są często istotnie niższe w przypadku firm, w których kapitale akcyjnym znaczące udziały mają inwestorzy instytucjonalni⁵. Efekt ten powinien być istotny zwłaszcza w Polsce ze względu na bardzo wysoki realny koszt kapitału.

Wpływ inwestorów instytucjonalnych na poszczególne obszary rynku kapitałowego, zarówno w przypadku krajów rozwijających się, jak i tych największych, jest niezaprzeczalny. Jednak pojawia się pytanie o warunki konieczne, aby takie oddziaływanie mogło wystąpić.

Jednym z podstawowych czynników determinujących możliwość wpływu instytucjonalnych uczestników rynku finansowego na jego kształt jest wielkość tych instytucji. Skala może być mierzona zarówno w relacji do całości gospodarki, jak i do danego segmentu rynku finansowego. Tylko mając odpowiednią wielkość, a tym samym gospodarcze znaczenie, dana grupa instytucji może oddziaływać na zmiany w interesującym je segmencie rynku finansowego, np. banki na rynek wierzycielności (pożyczki i kredyty), fundusze inwestycyjne na rynek papierów wartościowych. Naturalnie nie ma ścisłych reguł pozwalających zakreślić ostre granice wielkości, po której osiągnięciu zaczyna się określony wpływ. Jednak aby poznać rząd wielkości, warto przytoczyć wyniki otrzymane przez D. Vittasa⁶. Wynika z nich, że masa krytyczna aktywów zarządzanych przez inwestorów instytucjonalnych powinna wynosić co najmniej 20% PKB. W przypadku rynku akcji stan posiadania przez fundusze kapitału akcyjnego notowanych spółek powinien wynosić minimum 20%. Znaczenie wielkości inwestorów dla ich potencjalnego wpływu na kształt rynku widać choćby w USA i Wielkiej Brytanii, gdzie inwestorzy instytucjonalni posiadają około 50% notowanych akcji i ich wpływ jest znaczący. Z drugiej strony w Chile, gdzie przeprowadzono reformę emerytalną bardzo podobną do polskiej, fundusze posiadają około 10% notowanych akcji i w efekcie ich wpływ na regulacje dotyczące tego segmentu rynku jest dość ograniczony. Istotna jest także wzajemna relacja pomiędzy poszczególnymi grupami instytucji finansowych. Gdy na rynku kapitału dany segment instytucji dysponuje znacznie większymi aktywami, niż inne grupy instytucji, to kształt rynku kapitału bę-

dzie odzwierciedlał głównie jego preferencje. Z taką sytuacją mamy nadal do czynienia w Polsce, gdzie sektor bankowy całkowicie dominuje pod względem wielkości aktywów, które nadal stanowią powyżej 80% sumy aktywów sektora bankowego, ubezpieczeniowego, funduszy inwestycyjnych i emerytalnych.

Drugim czynnikiem, po wielkości aktywów, jest stopień koncentracji w ramach danego sektora firm finansowych. Silna koncentracja, skutkująca powstawaniem struktur oligopolistycznych, negatywnie wpływa na innowacyjność poszczególnych firm i, w rezultacie, danego sektora. W efekcie ograniczeniu ulega oddziaływanie prorozwojowe na dany segment rynku związany z określonym sektorem. Rozwój staje się niepotrzebny w warunkach satysfakcjonującej wszystkich równowagi, a wręcz stanowi źródło ryzyka, a nie okazji biznesowych.

Odpowiednia skala inwestorów instytucjonalnych i stopień koncentracji są jednak, w mojej opinii, jedynie warunkami koniecznymi do powstania możliwości ich pozytywnego oddziaływania na kształt danego rynku. Po osiągnięciu odpowiedniej skali czynnikiem o największym znaczeniu staje się charakter instytucji. Wpływ poszczególnych typów instytucji na kierunek rozwoju rynku jest uwarunkowany ich charakterystyką i znacznie różni się w zależności od rodzaju instytucji. Inne są ekonomika i kierunki oddziaływania banków komercyjnych, firm ubezpieczeniowych czy funduszy emerytalnych. Inne są też konsekwencje dominacji któregoś z tych typów instytucji. Na przykład, nieco upraszczając: sektor bankowy rozwija kredyty (np. ochrona wierzyciela, centralny rejestr zastawów etc.), a np. fundusze emerytalne rozwijają rynek papierów wartościowych (np. prawa akcjonariuszy mniejszościowych, standardy informacyjne etc.).

Przy ocenie wpływu danego typu instytucji finansowych na określony segment rynku finansowego nieodzowne staje się wyjaśnienie kwestii, co jest przyczyną, a co skutkiem. Czy rozwój danego typu instytucji jest efektem rozwoju określonego segmentu rynku czy też na odwrót, czy może zależność ta jest dwukierunkowa. Wydaje się, że zależność powinna być dwukierunkowa. Dynamiczny rozwój rynku kapitałowego sprzyja wzrostowi oszczędności lokowanych w funduszach. Z kolei wzrost oszczędności i tym samym aktywów instytucji lokujących na rynku kapitałowym, jakimi są fundusze emerytalne i ubezpieczeniowe, w naturalny sposób pobudza ten rynek. Okazuje się jednak, że wpływ jest w zasadzie jednokierunkowy. Rozwój instytucji rynku kapitałowego, jakimi są fundusze emerytalne i ubezpieczyciele na życie pobudza rynek kapitałowy. Obserwowany jest także wzajemny, równoległy wpływ rynku kapitałowego i wspomnianych instytucji. Zależność taka jest jednak znacznie słabsza od pierwszej⁷.

⁵ R.S. Hansen, P. Torregrosa: *Underwriter Compensation and Corporate Monitoring*, „Journal of Finance” nr 47/1992, s. 1537-1555.

⁶ D. Vittas: *Pension Reform and Capital Market Development: „Feasibility” and „Impact” Preconditions*, The World Bank Working Paper, sierpień 2000 r.

⁷ M. Catalan, G. Impavido, A.R. Musalem: *Contractual Savings or Stock Market Development: Which Leads? The World Bank Financial Sector Development Department, Working Paper, sierpień 2000 r.*

Wzrost oszczędności zgromadzonych w funduszach emerytalnych u ubezpieczycieli na życie poprzedza i w konsekwencji stymuluje rozwój rynku kapitałowego⁸. W przypadku instytucji będących stroną podaży kapitału w ramach danego segmentu rynku finansowego mamy więc do czynienia z zależnością rozwoju rynku od rozwoju tych instytucji. Dzieje się tak dlatego, że kapitał jest dobrem rzadkim, a dany typ instytucji z zasady udostępnia środki w ściśle określony sposób, np. banki poprzez kredyty, fundusze inwestycyjne poprzez rynek papierów wartościowych. W efekcie podmiot, który pragnie skorzystać z podmiotu zgromadzonego w funduszach, jest zmuszony do wykorzystania rynku papierów wartościowych, ponieważ fundusz nie udzieli mu kredytu. Inaczej jest w przypadku typowych instytucji pośredniczących – ich rozwój jest następstwem rozwoju rynku. Trudno sobie wyobrazić sytuację, że np. w kraju, gdzie giełda papierów wartościowych ma marginalne znaczenie, a aktywność na niej jest znikoma, będziemy mieć do czynienia z rozbudowanymi domami maklerskimi.

2. Polityka lokacyjna i ewolucja znaczenia poszczególnych typów instytucji finansowych na rynku papierów wartościowych

Przechodząc do analizy polskiego rynku finansowego, można stwierdzić, że nadal dominującym typem instytucji będących stroną podaży kapitału w Polsce czy gromadzenia oszczędności jest sektor bankowy. Tabela 1 przedstawia wzajemne wielkości aktywów sektora bankowego, ubezpieczeniowego i funduszy.

Tabela 1 ilustruje także skalę i kierunek zmian wzajemnych wielkości poszczególnych segmentów instytucji. Jak widać od połowy lat 90. obserwujemy sys-

tematyczny spadek znaczenia banków. Proces ten przyspiesza wraz ze zwiększaniem się wielkości aktywów funduszy emerytalnych, a w ostatnim okresie także funduszy inwestycyjnych.

Jak już wspominałem, typ instytucji determinuje jej zachowania lokacyjne, a przez to wpływ na rozwój rynku kapitałowego. Dlatego aby zrozumieć kierunek potencjalnego wpływu trzeba przeanalizować politykę lokacyjną (udostępniania kapitału) prowadzoną przez dany typ instytucji finansowych.

Sektor bankowy udostępnia kapitał poprzez różnego rodzaju kredyty. Lokaty w papiery wartościowe mają charakter marginalny. Inwestycje w papiery wartościowe jeśli już występują, to koncentrują się na papierach skarbowych. Są one więc raczej sposobem bezpiecznego lokowania nadpłynności, niż udostępniania kapitału podmiotom gospodarczym.

Pasywność sektora bankowego w przypadku rynku papierów wartościowych można dobrze zobrazować porównując skalę lokat tego sektora z aktywnością pozostałych typów instytucji finansowych. Analizując poniższe dane, warto pamiętać o różnicach wielkości poszczególnych typów instytucji, co zostało przedstawione w tabeli 2.

Obliczone proporcje inwestycji w papiery wartościowe niezwykle wyraziście przedstawiają sposób udostępniania kapitału przez banki. Papier wartościowy zdecydowanie nie jest traktowany jako metoda udostępniania kapitału podmiotom gospodarczym. Przy tego typu wzajemnych proporcjach można sformułować tezę, że do rozwoju rynku nieskarbowych papierów wartościowych, a więc pełnego rynku kapitałowego, absolutnie niezbędny jest wzrost znaczenia instytucji finansowych spoza sektora bankowego. Instytucje te ze względu na sposób lokowania zgromadzonego kapitału zorientowane są na rynek papierów wartościowych. Takimi instytucjami są głównie fundusze inwestycyjne i emerytalne oraz, do pewnego stopnia, ubezpieczyciele.

Ubezpieczyciele dzielą się na dwa, dość zróżnicowane, rodzaje instytucji: ubezpieczenia na życie i ma-

⁸ D. Vittas: *Institutional Investors and Securities Markets: Which Comes First?* The World Bank Policy Research Paper 2032, 1998.
D. Vittas, M. Skully: *Overview of Contractual Savings Institutions*. The World Bank Working Paper 605, marzec 1991 r.

Tabela 1

(%)

Data	Aktywa banków	TFI	Lokaty ubezpieczycieli	OFE
Grudzień 1995	97,2	0,4	2,4	0,0
Grudzień 1996	96,4	0,6	3,0	0,0
Grudzień 1997	95,4	0,7	3,9	0,0
Grudzień 1998	94,7	0,5	4,8	0,0
Grudzień 1999	92,9	0,8	5,8	0,5
Grudzień 2000	90,1	1,3	6,6	2,0
Grudzień 2001	87,3	2,1	7,3	3,3
Grudzień 2002	83,0	3,7	8,3	5,0

Źródło: Narodowy Bank Polski, raporty funduszy inwestycyjnych, biuletyn Państwowego Urzędu Nadzoru Ubezpieczeń i KNUiFE, raporty otwartych funduszy emerytalnych, obliczenia własne.

Tabela 2 *Udział poszczególnych segmentów instytucji finansowych w sumie inwestycji w nieskarbowe papiery wartościowe dokonywanych przez ubezpieczycieli na życie, otwarte fundusze emerytalne i banki (w %)*

	Ubezpieczenia na życie i OFE	Banki emitenci spoza sektora budżetowego i bankowego (monetarnych instytucji finansowych)
Grudzień 1998	43,3	56,7
Grudzień 1999	20,4	79,6
Grudzień 2000	34,9	65,1
Grudzień 2001	45,6	54,4
Grudzień 2002	56,4	43,6

Źródło: Narodowy Bank Polski, raporty funduszy inwestycyjnych, biuletyny Państwowego Urzędu Nadzoru Ubezpieczeń i KNUiFE, raporty otwartych funduszy emerytalnych, obliczenia własne.

jątkowe. Aktywność inwestycyjna ubezpieczycieli majątkowych jest ograniczona. Nie gromadzą oni *stricte* oszczędności, które muszą korzystnie lokować. Głównym czynnikiem determinującym charakter lokat jest możliwość zaspokojenia roszczeń wynikających z wykupionych polis. W efekcie polityka inwestycyjna jest bardzo pasywna.

Inaczej ma się rzecz w przypadku ubezpieczycieli na życie. Oprócz „czystych” polis gromadzą oni środki w różnych formach oszczędzania, najczęściej pod postacią funduszy inwestycyjnych (ubezpieczeniowych). Środki zgromadzone w funduszach są z definicji lokowane w celu uzyskania jak największej dochodowości. Dodatkowo gromadzone przez ubezpieczycieli na życie fundusze, czy to w postaci polis, czy funduszy, mają z założenia charakter długoterminowy, co stymuluje rozwój strategii inwestycyjnych i poszukiwanie odpowiednich instrumentów. Funkcja oszczędnościowa jest jednym z elementów produktu oferowanego klientowi przez ubezpieczycieli na życie i nie występuje w przypadku ubezpieczeń majątkowych. Strukturę lokat firm ubezpieczeniowych na życie przedstawia wykres 1.

Nieco innym typem instytucji są fundusze inwestycyjne zarządzane przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Instytucje te udostępniają swe środki prawie wyłącznie poprzez rynek papierów wartościowych. Polityka inwestycyjna funduszu jest funkcją jego konstrukcji. Fundusz obligacji inwestuje w papiery dłużne, fundusz akcji w akcje itp. W efekcie, najłatwiej poznać spektrum inwestycyjne funduszy, przyglądając się strukturze oferowanych produktów. Praktycznie cały rynek stanowią otwarte fundusze inwestycyjne, co powoduje silne zawężenie spektrum inwestycyjnego. Rygory prawne powodują, że fundusze inwestycyjne mogą nabywać za niewielką część swych aktywów niepubliczne papiery wartościowe (np. obligacje przedsiębiorstw). Obecnie podstawowe rozróżnienie funduszy ze względu na ich lokaty opiera się na inwestycjach na rynku akcji i dłużnych papierów wartościowych. Wy-

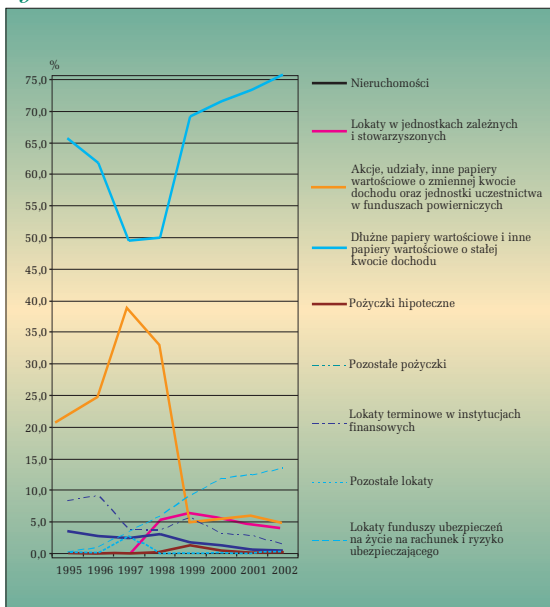
kres 2 ilustruje strukturę rynku funduszy inwestycyjnych w zależności od typu funduszu (grupa „Zrównoważone” obejmuje fundusze zrównoważone i stabilnego wzrostu).

Analizując charakter strategii inwestycyjnych i ich realizację, a także wybór oferowanych funduszy, należy stwierdzić, że do niedawna segment funduszy inwestycyjnych w Polsce wykazywał bardzo niską innowacyjność. Nie mógł być zatem katalizatorem rozwoju rynku kapitałowego. Kolejne firmy otwierające fundusze starały się jedynie powtarzać stan zastany, a następnie, za pomocą wojny cenowej, pozyskać satysfakcjonujący je udział w rynku. Sytuacja ta zaczęła się zmieniać na początku 1999 r. Jednak dopiero w 2000 r. nastąpił zwrot w działaniu funduszy inwestycyjnych. Istniejące firmy rozpoczęły bardzo intensywne poszukiwanie nowego rodzaju funduszy, celem pozyskania klientów. Doszło do stworzenia funduszy dywidendowych, a także silnej promocji funduszy inwestujących za granicą, oraz inwestujących z założenia część swych aktywów w instrumenty pochodne (jak fundusze gwarantowane). W efekcie znacznie zwiększyły się aktywa, w tym także – jak w przypadku funduszy dywidendowych – kosztem sektora bankowego, co do tej pory zupełnie się nie udawało.

W najbliższej przyszłości czynnikiem mogącym wpłynąć na rozwój krajowych funduszy inwestycyjnych jest przeprowadzana reforma emerytalna. Często obserwuje się, że dzięki wprowadzeniu obowiązkowego systemu emerytalnego następuje wzrost rynku dla funduszy inwestycyjnych⁹. Innego rodzaju stymulatorem rozwoju funduszy inwestycyjnych zaobserwowanym na świecie są rozwiązania podatkowe preferujące ten sposób oszczędzania (w Polsce dzięki takiemu rozwiązaniu powstały tzw. fundusze dywidendowe, a obecnie tworzone są fundusze emitujące certyfikaty inwestycyjne).

⁹ Na taki efekt wskazuje D. Vittas: *Pension Reform and Capital Market Development: „Feasibility” and „Impact” Preconditions*. The World Bank Working Paper, sierpień 2000 r.

Wykres 1 Struktura lokat ubezpieczeń na życie

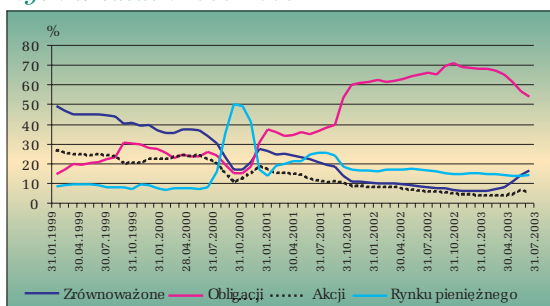


Przedstawiona sytuacja dotycząca rozwoju, polityki inwestycyjnej i w efekcie potencjalnego wpływu poszczególnych typów instytucji na rynek kapitałowy pokazuje, że bez zasadniczych zmian w strukturze nie byłaby możliwa aktywizacja rynku pozaskarbowych papierów wartościowych zarówno udziałowych, jak i dłużnych. Taką zmianą jest reforma emerytalna. Powoduje ona radykalne zmiany w strukturze oszczędności populacji na rzecz instytucji lokujących na rynku papierów wartościowych, a także pojawienie się na tym rynku instytucji krajowych o nieznanym dotychczas skali.

Fundusze emerytalne udostępniają podmiotom gospodarczym zgromadzony przez siebie kapitał podobnie jak fundusze inwestycyjne. Środki są przekazywane praktycznie wyłącznie za pośrednictwem rynku papierów wartościowych. Strukturę lokat funduszu przedstawia wykres 3.

Z wyjątkiem początkowego okresu, na bardzo niskim poziomie kształtuje się wielkość lokat bankowych.

Wykres 2 Struktura funduszy inwestycyjnych w latach 1999-2003



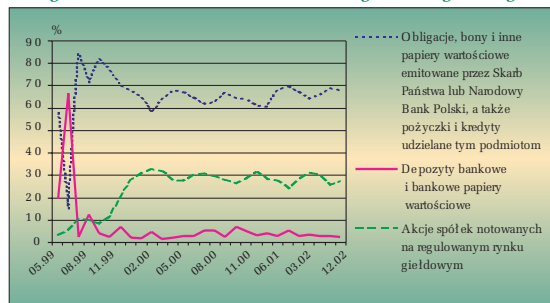
Zródło: STFI.

Ich niski poziom jest bardzo stabilny i świadczy, że instrument ten służy praktycznie wyłącznie do utrzymywania płynności. Jest także zasadniczo odmienny niż jest w przypadku ubezpieczycieli na życie. Struktura lokat jest praktycznie całkowicie zorientowana na rynek papierów wartościowych, z pominięciem sektora bankowego jako pośrednika w przekazywaniu kapitału podmiotom gospodarczym, co stanowi bardzo istotny element kształtujący wpływ otwartych funduszy emerytalnych na rynek kapitału. W praktyce jedyną możliwością pozyskania kapitału zgromadzonego w funduszach emerytalnych kapitału jest i, moim zdaniem będzie, co pokazują doświadczenia międzynarodowe, emisja papierów wartościowych.

Kolejną ważną cechą polityki inwestycyjnej funduszy emerytalnych jest utrzymywanie wysokiego udziału akcji w całości lokat, kształtującego się na poziomie 25-30% całości aktywów. Jeśli weźmie się pod uwagę obecnie realizowaną strategię przez ubezpieczycieli na życie, nie mówiąc już o strukturze lokat banków w papiery wartościowe, jest to stan bardzo wysoki. Co istotne, jest to poziom bardzo stabilny od początku 2000 r.

Podsumowując analizę strategii inwestycyjnych otwartych funduszy emerytalnych, pragnę zwrócić uwagę na jeden istotny element. Presja natury marketingowej mogłaby skłaniać do podejmowania bardzo zachowawczych decyzji przez zarządzających aktywami w poszczególnych funduszach. Jest bowiem rzeczą pożądaną posiadanie najlepszych wyników inwestycji, jednakże biorąc pod uwagę rodzaj produktu („bezpieczna przyszłość”), ewentualny negatywny wynik zarządzania aktywami już na samym starcie jest katastrofą. Mimo to od samego początku fundusze inwestowały na rynku akcji w proporcji wyższej niż np. ubezpieczyciele na życie. Pod koniec 1999 r. jeszcze znacząco zwiększyły skalę tych inwestycji: z około 10% do 30% aktywów. Ponadto, fundusze poszukiwały nowych możliwości inwestycyjnych na rynku papierów dłużnych i realizowały je pomimo relatywnie dużego wysiłku organizacyjnego, biorąc pod uwagę skalę tych inwestycji w relacji do aktywów. Świadczy to o dużej otwartości

Wykres 3 Udziały najważniejszych klas aktywów w lokatach funduszy emerytalnych



krajowych funduszy emerytalnych na inwestycje w wiele klas aktywów. Szybkość przeprowadzenia dywersyfikacji, w tym odejście od lokowania środków w systemie bankowym, i stosunkowo duża stabilność późniejszych zachowań potwierdzają wysokie prawdopodobieństwo utrzymania się zaobserwowanych tendencji.

Strategia lokacyjna krajowych funduszy emerytalnych jest dość zbieżna z tendencjami obserwowanymi na świecie dla tego typu instytucji. W przypadku funduszy emerytalnych w przekroju ogólnoswiatowym poziom inwestycji w akcje wynosi około 35%¹⁰ całości aktywów. Występuje to także wówczas, gdy na danym obszarze nie ma ograniczeń poziomu inwestycji w akcje. Wśród krajowych funduszy emerytalnych w miarę stały poziom zaangażowania w akcje ustalił się nieco poniżej 30%. Pokazuje to, że krajowe fundusze dość szybko osiągnęły poziom powszechny na rynkach światowych. Z drugiej strony taki poziom zaangażowania na świecie pozwala wysnuć wniosek o trwałości proporcji inwestycji w akcje funduszy krajowych, czyniąc z rynku akcji jednego z głównych, jak dotąd, beneficjentów reformy.

Aby lepiej oddać skalę potencjalnego wpływu funduszy na krajowy rynek kapitałowy, warto prześledzić sytuację w Chile, gdzie znacznie wcześniej przeprowadzono reformę emerytalną podobną do polskiej. W tym kraju fundusze emerytalne silnie zdynamizowały rozwój rynku nieskarbowych papierów wartościowych. Reforma zaczęła się na początku lat 80., a już na początku lat 90. tamtejsze fundusze emerytalne posiadały przykładowo ponad 95%¹¹ wyemitowanych dłużnych papierów komercyjnych i listów zastawnych (ang. *mortgage bonds*). Wielkość emisji każdej z tych kategorii papierów wartościowych wzrosła z niemal zera w 1981 r. do 4% PKB w 1993 r. w przypadku papierów komercyjnych i 9% PKB w przypadku listów zastawnych. Dla porównania w 1993 r. łączna wartość wyemitowanych skarbowych papierów wartościowych i papierów wartościowych emitowanych przez bank centralny wyniosła 28% PKB¹².

Na przykładzie Chile można też zauważyć silną tendencję do zastępowania inwestycji w akcje na rynku krajowym inwestycjami w akcje zagraniczne. Zwiększanie inwestycji w akcje na rynkach zagranicznych automatycznie powodowało obniżenie udziału lokat w akcje krajowe. W Chile w przypadku inwestycji w akcje zagraniczne taka możliwość istniała w 1997 r., kiedy to aktywa sektora funduszy emerytalnych przekraczały 30%

PKB. Dla porównania, obecnie aktywa funduszy emerytalnych w Polsce nie przekraczają 5% PKB.

W Polsce rozwój funduszy emerytalnych będzie najsilniej wpływał na wzrost kapitalizacji rynkowej. Początkowo znacznie mniejszy będzie ich wpływ na wzrost obrotu akcjami, czyli poprawę płynności. W przejściowym okresie powinno dojść do dość paradoksalnego efektu pewnego spadku płynności. Wiąże się to ze strategią przyjętą przez fundusze emerytalne. Dla dominującej części portfela jest to strategia kup i trzymaj (ang. *buy and hold*). Największe na rynku fundusze mają ściśle ustalone limity minimalnego zaangażowania w walory największych spółek. Przy pięciu największych spółkach z reguły jest to połowa ich udziału w indeksie. Kolejnym czynnikiem, który wpływa na decyzje zarządzających jest stały, znaczny w stosunku do posiadanych aktywów, dopływ aktywów. Oznacza to, iż jeśli zarządzający dochodzi do wniosku, że należy zmniejszyć udział danej spółki w portfelu, to może on po prostu nie kupować danych walorów. W efekcie napływu gotówki ich udział w aktywach z upływem czasu sam się zmniejsza. Rozpoczęcie aktywnej sprzedaży walorów wiąże się z istotnym ryzykiem sprowokowania spadku kursu danych akcji. Ryzyko to jest tym silniejsze, im większe aktywa ma dany fundusz emerytalny. Informacja, że duży fundusz emerytalny sprzedaje walory danej spółki, niemal natychmiast powoduje negatywną reakcję rynku.

Zjawisko silnego wpływu rozwoju funduszy emerytalnych na kapitalizację rynku kapitałowego nie jest charakterystyczne dla polskiego rynku. Zaobserwowano je także w innych krajach¹³. Wpływ dynamicznego wzrostu oszczędności zgromadzonych w funduszach emerytalnych na rozwój rynku kapitałowego istotnie zależy od wielkości tego rynku. Oddziaływanie jest najsilniejsze, gdy rynek kapitałowy jest niewielki w stosunku do gospodarki. Z taką sytuacją mamy niewątpliwie do czynienia w Polsce.

Specyficznym typem instytucji są fundusze typu *venture capital*. Ich specyfika w porównaniu z pozostałymi omawianymi instytucjami polega na tym, że działają głównie na rynku niepublicznym, są zainteresowane znacznymi udziałami w kapitale akcyjnym firmy, w którą inwestują, oraz angażują się w ścisły nadzór właścicielski.

Doświadczenie uczy, że fundusze *venture capital* są raczej beneficjentami rozwiniętego rynku papierów wartościowych niż instytucjami zdolnymi do znaczącego stymulowania jego rozwoju. Fundusze *venture capital* mogą dynamicznie się rozwijać zwłaszcza, a być może tylko, w sytuacji, gdy w danym kraju istnieje rozwinięty rynek papierów wartościowych¹⁴.

¹⁰ J. Garcia-Cantera, P. Burbridge: *Private Pension Funds in Latin America*. Equity Research, SalomonSmithBarney, grudzień 1999 r.

¹¹ D. Vittas: *Institutional Investors and Securities Markets: Which Comes First?* The World Bank Policy Research Working Paper 2032, 1998. Za: P. Diamond, S. Valdes-Prieto: *Social Security Reforms*. W: B. Bosworth i inni (red.): *The Chilean Economy: Policy Lessons and Challenges*. Washington D. C. 1994, The Brookings Institution.

¹² Tamże.

¹³ M. Catalan, G. Impavido, A.R. Musalem: *Contractual Savings or Stock Market Development: Which Leads?* The World Bank Financial Sector Development Department, Working Paper, sierpień 2000 r.

¹⁴ Potwierdzają to badania, które przeprowadzili choćby J.R. Gilson, B. Black: *Does Venture Capital Require an Active Stock Market?* „Journal of Applied Finance” 36-48, 1999.

Wynika to z faktu, że tylko w takiej sytuacji fundusze mają realną możliwość sprzedać swój udział w poszczególnych spółkach poprzez pierwszą ofertę publiczną (IPO). Co więcej, możliwość sprzedaży przez fundusz udziału poprzez IPO znacznie ułatwia dojście do kompromisu z przedsiębiorcą, w którego przedsięwzięciu partycypuje fundusz, w kwestii kontroli nad firmą w czasie trwania inwestycji. Szacuje się, że na rozwiniętych rynkach aż w 70%¹⁵ przypadków planowanym sposobem zrealizowania (wycofania się) inwestycji dla funduszy *venture capital* jest pierwsza oferta publiczna (IPO). Taka wielkość obrazuje kluczową rolę publicznego rynku papierów wartościowych dla rozwoju funduszy *venture capital*. Słaby rozwój rynku publicznego przekłada się negatywnie na rozwój tego typu funduszy. Pociąga to za sobą wzrost kosztu kapitału dla mniejszych przedsięwzięć bądź znajdujących się we wczesnej fazie rozwoju, a takie są właśnie celem inwestycji funduszy *venture capital*. Zdolność finansowania tego typu przedsięwzięć będzie niewątpliwie jednym z głównych czynników rozwoju krajowej przedsiębiorczości.

¹⁵ A. Aylward: *Trends in Venture Capital Finance in Developing Countries*. The World Bank IFC Discussion Paper 36, 1997.

Także w tym kontekście uwidoczniają się pozytywne następstwa powstania i osiągnięcia znaczącej skali przez fundusze emerytalne. Wedle różnych szacunków, w latach 90. od 38% do 59% środków pozyskiwanych przez fundusze *venture capital* od inwestorów pochodziło od funduszy emerytalnych. Dla porównania, łączny udział banków i firm ubezpieczeniowych wahał się od 9% do 18%.

Podsumowanie

Jak przedstawiłem, obserwujemy istotne zróżnicowanie poszczególnych typów instytucji finansowych pod względem polityki lokacyjnej czy też – inaczej patrząc – sposobu udostępniania kapitału. Te różnice determinują wpływ danej grupy instytucji na kształt rynku kapitałowego. Obecnie jesteśmy świadkami szybkiego wzrostu znaczenia instytucji finansowych zorientowanych na rynek papierów wartościowych jak fundusze emerytalne i fundusze inwestycyjne. Jeśli utrzymają się dotychczasowe tendencje rozwoju poszczególnych grup instytucji, to w najbliższej przyszłości można oczekiwać rozwoju i istotnego zwiększenia roli rynku papierów wartościowych jako sposobu pozyskiwania kapitału przez krajowe podmioty gospodarcze.