

ROZWÓJ RYNKÓW KAPITAŁOWYCH W REGIONIE EUROPY ŚRODKOWO- -WSCHODNIEJ

Marek Dietl
Mateusz Mokrogulski

Streszczenie

W rozdziale przedstawiono główne tendencje w rozwoju rynków kapitałowych w 8 krajach regionu Europy Środkowo-Wschodniej, ze szczególnym uwzględnieniem Polski. Analiza obejmuje okres od ostatniego kryzysu finansowego z lat 2008–2009, a także zmiany w sektorze bankowym i sferze realnej. W pierwszej kolejności pokazano otoczenie regulacyjne, które ma istotny wpływ na funkcjonowanie rynków kapitałowych, a następnie – wybrane informacje liczbowe, tj. kapitalizację oraz wielkość obrotów na giełdach. Dane te pozwalają wnioskować, że Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie ma dominującą pozycję w regionie EŚW. Głównym punktem opracowania jest model panelowy, skonstruowany dla 7 państw EŚW na wystandaryzowanych zmiennych rynku kapitałowego i sektora bankowego oraz dynamiki produktywności. Wnioski z modelu są zgodne z wynikami uzyskanymi przez innych ekonomistów, tj. rozwinięte rynki kapitałowy i bankowy sprzyjają dynamice wzrostu realnej produktywności pracy.

THE DEVELOPMENT OF CENTRAL AND EASTERN EUROPE COUNTRIES CAPITAL MARKETS

Abstract

The paper presents main trends in the capital markets across 8 CEE countries, where Poland plays a particular role. The analysis starts after the last financial crisis of 2008–2009 and takes into account the changes in the banking sector and the real part of the economy. A regulatory framework is described first as it has a significant impact on the functioning of capital markets. Next, selected quantitative information, i.e. capitalization and market turnover are analysed.

The data show that the Warsaw Stock Exchange has a dominant position in the CEE region. The main part of the work is the panel model. It has been constructed for 7 CEE countries using standardised data from the capital market, banking sector as well as productivity dynamics. The conclusions from the model are in line with the results that have been obtained by other economists. Developed capital and banking markets enhance the growth of real labour productivity.

Autorzy/Authors

Marek Dietl – dr, adiunkt w Katedrze Ekonomii Biznesu Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, od września 2017 r. prezes Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

Mateusz Mokrogulski – dr, adiunkt w Katedrze Ekonomii Stosowanej Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie.

Zależność między rozwojem gospodarczym a sposobem finansowania inwestycji ma długie tradycje w badaniach ekonomicznych¹. Dotychczas w głównym nurcie tych badań nie znalazły się rynki finansowe Europy Środkowo-Wschodniej. Jest wiele przyczyn takiego stanu rzeczy, a jednym z ważniejszych jest skala. Na podstawie danych Banku Światowego szacujemy, że obroty na rynkach kapitałowych regionu EŚW stanowią mniej niż 0,5% światowych, a udział kredytu udzielonego przez banki przedsiębiorstwom w tym regionie to mniej niż 1% wartości kredytu dla przedsiębiorstw na świecie. Uważamy, że mimo skromnych rozmiarów rynki kapitałowe EŚW zasługują na bardziej wnikliwe poznanie, szczególnie że mają wspaniałą historię. Pod koniec XIX w. giełdy Austro-Węgier i Rosji stanowiły 11,3% kapitalizacji giełd świata². W ówczesnych granicach tych państw mieszczą się obecnie kraje Europy Środkowo-Wschodniej.

Druga trudność, z jaką muszą się zmierzyć badacze, to fragmentaryzacja. Oceniamy, że polski rynek kapitałowy odpowiada za prawie połowę obrotów na rynku kasowym i ponad 80% na rynku instrumentów pochodnych³ w regionie Europy Środkowo-Wschodniej. Aktywa polskiego sektora bankowego wynoszą z kolei ok. 30% aktywów wszystkich banków funkcjonujących w państwach, które przystąpiły do Unii Europejskiej w 2004 r. lub później⁴. Już te proporcje ilustrują rolę krajowego sektora kapitałowego, a w dalszej czę-

¹ Według naszej najlepszej wiedzy pierwsza systematyczna analiza jest zawarta w: [Goldsmith 1969].

² <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/book/financial-market-history-full-book.ashx>, s. 5 (dostęp 5.06.2020).

³ Analizy własne na podstawie danych udostępnionych przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie.

⁴ Na podstawie bazy danych Statistical Data Warehouse, udostępnianej przez EBC.

ści – bankowego w regionie EŚW. Właśnie z uwagi na tę wiodącą rolę rynku finansowego w Polsce, w porównaniu z resztą państw regionu, obserwowana luka badawcza, polegająca na braku objęcia wspólnym badaniem gospodarek EŚW, nie może zaskakiwać.

W pewnym wąskim zakresie niniejszy tekst ma wypełnić tę lukę. Badamy wybrane kraje regionu, które są członkami Unii Europejskiej⁵. Uwarunkowania instytucjonalne są w tych krajach w pewnym stopniu podobne – większość regulacji rynków finansowych jest zharmonizowanych w całej UE. Ta spójność daje większy komfort we wnioskowaniu. Drugim ograniczeniem naszych badań jest cezura czasowa – badamy lata 2010–2018. Jest to okres pomiędzy dwoma kryzysami o względnej stabilności gospodarczej oraz prosperity⁶.

Według naszej najlepszej wiedzy związku między rynkiem finansowymi (rynkiem kapitałowym i bankowym) a sferą realną gospodarek EŚW nie były analizowane ilościowo. W niniejszej pracy badania nad rozwojem rynków finansowych w regionie EŚW obejmują swoim zasięgiem kilka innych obszarów⁷. Analizie poddano zarówno wielkości liczbowe opisujące poszczególne rynki, jak i wybrane zmienne jakościowe. Obecnie coraz bardziej istotny jest także wątek regulacyjny, związany z członkostwem w Unii Europejskiej⁸. Jednocześnie niezwykle trudno jest analizować rynki kapitałowe w oderwaniu od sfery realnej gospodarki. Przedsiębiorstwa, które finansują swoją działalność poprzez giełdę, jednocześnie budują wartość dodaną w gospodarce. Dodatkowo do takich badań warto włączyć sektor bankowy, który również służy sferze realnej poprzez zapewnienie podaży kredytu.

Niniejszy rozdział składa się z sześciu części. W pierwszej części został przedstawiony przegląd badań naukowych, które w większości wskazują na dodatnią zależność pomiędzy rozwojem i płynnością rynku kapitałowego lub bankowego a wzrostem gospodarczym lub produktywnością pracy. Druga część zawiera opis najważniejszych zmian regulacyjnych, wprowadzonych na rynku kapitałowym w wyniku kryzysu finansowego lat 2008–2009. Zwracamy również uwagę na wpływ wybranych zmian na działanie giełd papierów wartościowych. W części trzeciej znajduje się krótka charakterystyka rynku kapitałowego w poszczególnych krajach regionu EŚW. Relatywnie więcej miejsca poświęcamy rynkom kapitałowym w Polsce, co wynika z ich skali i ze względnego znaczenia w regionie. Część czwarta to z kolei podsumowanie i zestawienie najważniejszych informacji o wszystkich ośmiu rynkach kapitałowych w regionie EŚW na tle wybranych parametrów makroekonomicznych: PKB, inflacji oraz zasobów kapitału. Wspominamy również o współpracy między krajami w regionie, ilustrując ją przykładem indeksu Trójmorza, tj. CEEplus.

⁵ Bułgaria, Chorwacja, Czechy, Polska, Rumunia, Słowacja, Słowenia, Węgry.

⁶ Skumulowany wzrost gospodarczy w latach 2011–2018 w poszczególnych krajach wyniósł (według danych Eurostatu): 8,8% w Chorwacji; 15,0% w Słowenii; 19,5% w Czechach; 21,0% w Bułgarii; 23,9% na Węgrzech; 24,3% na Słowacji; 32,1% w Polsce; 35,7% w Rumunii.

⁷ Źródło: analizy własne na podstawie danych udostępnionych przez GPW.

⁸ *Ibidem*.

W części piątej omówiliśmy pokrótce najważniejsze tendencje w sektorze bankowym, z uwzględnieniem zmian regulacyjnych. W ostatniej, szóstej części pokazujemy, jak rynki finansowe wpływają na konkurencyjność poszczególnych krajów regionu. Jako miarę konkurencyjności przyjęliśmy produktywność. Aby ocenić związek między sferą realną a finansową gospodarki, zbudowaliśmy model panelowy, skonstruowany dla siedmiu państw EŚW, na wystandaryzowanych zmiennych rynku kapitałowego, bankowego i dynamiki produktywności. Wnioski z modelu są zgodne z wynikami uzyskanymi przez badaczy z innych krajów. Rozwinięte rynki finansowe, kapitałowy i bankowy, sprzyjają dynamice wzrostu realnej produktywności pracy, mimo że same rynki finansowe nie tworzą wartości dodanej, a więc nie przekładają się bezpośrednio na wzrost gospodarczy. Potwierdziliśmy ich wpływ pośredni poprzez pozytywne oddziaływanie na tworzenie wartości dodanej w innych branżach dzięki wzrostowi produktywności. Całość naszych badań podsumowaliśmy we wnioskach.

Przegląd badań naukowych

W większości publikacji naukowych z zakresu wzrostu endogenicznego bada się korelację pomiędzy rozwojem rynków finansowych (w tym rynków kapitałowych) a wzrostem gospodarczym, tym niemniej można też spotkać bezpośrednie powiązania pomiędzy kondycją rynków kapitałowych a wzrostem produktywności. Badania nad zależnością pomiędzy długookresowym wzrostem gospodarczym a funkcjonowaniem rynków kapitałowych są oparte na kilku hipotezach, które są następnie testowane empirycznie. Pierwsza z nich dotyczy ustalenia, czy duże i bardziej płynne rynki akcji oddziałują na wzrost gospodarczy, akumulację kapitału oraz wzrost produktywności. Kolejna hipoteza zwraca szczególną uwagę na konkurencję pomiędzy sektorem bankowym a rynkami kapitałowymi w zapewnieniu finansowania sektorowi przedsiębiorstw. Następna koncentruje się na fakcie współwystępowania banków i rynków kapitałowych jako pełniących różne funkcje finansowe dla gospodarki realnej. Ostatnia kontynuuje poprzedni wątek i podejmuje temat komplementarności pomiędzy sektorem bankowym a kapitałowym. Jednak wyniki większości badań przekonują, że istnieje pozytywna zależność pomiędzy rozwojem rynków kapitałowych a wzrostem gospodarczym.

Autorami jednego z najbardziej uznanych badań w tej dziedzinie są R. Levine i S. Zervos, którzy w swojej pracy z 1998 r. skonstruowali rozmaite miary opisujące rynek papierów wartościowych w celu zbadania zależności pomiędzy rozwojem tego rynku a wzrostem gospodarczym, akumulacją kapitału i wzrostem produktywności. Ekonomiści poddali badaniom różne grupy krajów, których liczba wynosiła maksymalnie 78 (w latach 1976–1993). Pokazali oni, że płynność rynku akcji i rozwój sektora bankowe-

go wpływają dodatnio na wzrost, akumulację kapitału i wzrost produktywności, nawet po uwzględnieniu zmiennych kontrolnych dotyczących sfery gospodarczej i politycznej. Wyniki stanowią potwierdzenie tezy, że rynki finansowe są dostawcami ważnych usług służących wzrostowi gospodarstwu, a rynki kapitałowe zapewniają gospodarce usługi odmienne od tych świadczonych przez banki. Podobne tezy (płynność rynku akcji stymuluje długookresowy wzrost gospodarczy) są zawarte w artykułach, których autorami są R. Levine [1991], B. Holmstrom i J. Tirole [1993] oraz V. Bencivenga, B. Smith i R.M. Starr [1995]. Można również spotkać pogląd dotyczący Stanów Zjednoczonych, według którego płynny rynek kapitałowy to głównie zasługa odpowiedniej polityki państwa, które preferowało akcjonariat rozdrobniony od aktywnego inwestowania instytucjonalnego [Bhide 1993]. Tak rozumiany płynny rynek kapitałowy pociąga za sobą wysokie koszty wadliwego ładu korporacyjnego.

Podjęcie, które zaproponowali R. Levine i S. Zervos, ma także pewne słabości. Przede wszystkim na żadnym etapie swoich prac ekonomiści nie testowali przyczynowości. Ponadto zgodnie z tym, co twierdzą S.J. Grossman i M.H. Miller [1988], trudno jest mierzyć płynność rynku kapitałowego. Popularnymi miarami płynności są bowiem *spread bid-ask*⁹ oraz iloraz średniej wielkości obrotów i średniej zmiany ceny w danym przedziale czasowym. Wzrost wartości pierwszej z miar może być odczytywany jako spadek płynności. Jednak stan faktyczny jest taki, że wspomniany *spread* to po prostu wynagrodzenie animatora rynku za wykonywanie zleceń, a nie zapewnienie usługi płynności. W przypadku drugiej z miar wzrost jest utożsamiany ze zwiększeniem płynności. Jednak spadek może nastąpić np. w przypadku znacznych wahań cen (*ceteris paribus*), co nie musi oznaczać pogorszenia sytuacji płynnościowej, lecz może być efektem częstego publikowania danych fundamentalnych. Co więcej, nawet zależność pomiędzy skalą obrotów a przyszłym wzrostem gospodarczym nie musi oznaczać zależności pomiędzy płynnością a wzrostem, co sugerują np. R. Levine [1991], V. Bencivenga, B. Smith i R.M. Starr [1995]. To ostatnie można wręcz uznać za współzależność, na którą ma wpływ inny czynnik, powodujący zarówno zwiększenie skali obrotów, jak i przyspieszenie wzrostu gospodarczego. Ponadto o ile R. Levine i S. Zervos biorą pod uwagę zmienne wpływające na kształtowanie się rynków akcji i sektora bankowego, o tyle wyłączają inne składowe rynku finansowego, np. rynki obligacji czy usługi finansowe świadczone przez przedsiębiorstwa niefinansowe. Rynki kapitałowe pełnią również inne funkcje, tj. nie są jedynie dostawcami płynności. Mogą one np. zapewnić zabezpieczenie przed ryzykiem idiosynkratycznym, związanym z konkretnym projektem, przedsiębiorstwem, branżą, sektorem lub państwem, a także zamianę tego ryzyka. Podczas gdy można znaleźć wiele publikacji w literaturze na temat

⁹ Względna różnica pomiędzy ceną sprzedaży a ceną kupna instrumentu finansowego.

wyceny ryzyka, mało jest dowodów empirycznych na powiązanie długookresowego wzrostu gospodarczego z dywersyfikacją usług.

Istotny wkład w badania nad interakcją pomiędzy sektorem finansowym a wzrostem gospodarczym mieli R. Rajan i L. Zingales [1998]. Na próbie 41 krajów autorzy wskazali, że finanse teoretycznie oddziałują na wzrost poprzez zmniejszenie kosztu finansowania dla przedsiębiorstw, które są od tego finansowania zależne. Rozwój sektora finansowego może się zatem przyczynić do powstania nowych przedsiębiorstw, co zwiększa możliwości inwestycyjne danego państwa. Jeżeli firmy te staną się innowacyjne, będzie to miało pośredni wpływ na wzrost gospodarczy.

W późniejszym okresie G. Hondroyiannis, S. Lolos i E. Papapetrou [2005] analizowali rynek kapitałowy w Grecji w latach 1986–1999. Było to zaraz po tym, jak nastąpiła liberalizacja usług finansowych w tym kraju. Wyniki oparte na modelach VAR pokazały, że w długim okresie rozwój sektora finansowego pobudza wzrost gospodarczy, ale występuje też odwrotna zależność. Autorzy wykazali ponadto za pomocą modelu ECM, że finansowanie zarówno poprzez giełdę, jak i banki wspiera wzrost gospodarczy w długim okresie. Zależność ta jest jednak słaba. Ponadto, sektor bankowy w większym zakresie niż rynek kapitałowy oddziałuje na wzrost gospodarczy. Z kolei L. Obreja Brasoveanu, V. Dragota, D. Catarama i A. Semenescu [2008] sprawdzali korelację pomiędzy rozwojem rynku kapitałowego a wzrostem gospodarczym w Rumunii w okresie od I kwartału 2000 r. do II kwartału 2006 r. Zgodnie z uzyskanymi wynikami zależność jest również dodatnia, z tym że wzrost gospodarczy pociąga za sobą rozwój rynków finansowych, nawet po uwzględnieniu czynników gospodarczych i politycznych. Interesujących wniosków dostarcza także badanie, które przeprowadził Y. Bayar [2016] dla gospodarki Turcji. Ekonomista opisywał wpływ głównych czynników makroekonomicznych na rozwój rynku kapitałowego w tym kraju w okresie od I kwartału 2005 r. do III kwartału 2015 r. Przeprowadzone testy na kointegrację pokazały, że wzrost gospodarczy i płynność rynku kapitałowego mają pozytywny wpływ na rozwój tego rynku, natomiast inflacja oddziałuje negatywnie. Ponadto testy na przyczynowość oraz wyniki regresji pokazały, że stopień otwartości rynku (rozumiany jako iloraz sumy eksportu i importu do PKB) oraz rozwój sektora bankowego miały znaczny wpływ na rozwój rynku kapitałowego w krótkim okresie. Główne wnioski z artykułu są zatem takie, że rozwój sektora bankowego jest komplementarny wobec rozwoju sektora kapitałowego w krótkim okresie. Natomiast w okresie długim pozytywny wpływ na rozwój rynku kapitałowego mają stabilność makroekonomiczna, wzrost gospodarczy i płynność rynku kapitałowego.

Na koniec warto wspomnieć o pracy, której autorami są S. van Nieuwerburgh, F. Buelens oraz L. Cuyvers [2005]. Ekonomisci badają zależność długookresową pomiędzy rozwojem rynku finansowego a rozwojem gospodarczym w Belgii. Analiza rozpoczyna się w 1830 r. i jest podzielona na kilka podokresów, aż do 2002 r. Na podstawie modelu ekonometrycznego, a następnie testów przyczynowości Grangera oraz analizy kointegracji Johansena

autorom udało się ustalić, że rozwój rynku kapitałowego spowodował wzrost gospodarczy w Belgii, szczególnie w latach 1873–1935. Stało się tak dzięki znacznej liberalizacji działalności giełdy papierów wartościowych w tamtym czasie.

Ewolucja regulacji rynków kapitałowych w Unii Europejskiej

Analizując rozwój rynków kapitałowych w regionie EŚW, nie sposób nie odnieść się do otoczenia regulacyjnego, które jest coraz bardziej zharmonizowane w krajach UE. Jednocześnie zmiany tych regulacji miały istotny wpływ na rozwój i kondycję sektora kapitałowego. W listopadzie 2007 r. zaczęła obowiązywać¹⁰ MiFID I, tj. Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylająca dyrektywę Rady 93/22/EWG. Dokument ten miał na celu zintensyfikowanie konkurencji pomiędzy platformami obrotu w Europie oraz zapewnienie ochrony konsumentom i inwestorom. W tym sensie w przypadku MiFID I można mówić o deregulacji funkcjonowania rynków kapitałowych. Dyrektywa ta odnosiła się do rynków regulowanych, wielostronnych platform obrotu¹¹ oraz podmiotów systematycznie internalizujących transakcje¹². Skutki wprowadzenia tej dyrektywy były następujące:

- stopniowe zwiększenie obrotów na rynkach alternatywnych kosztem rynków podstawowych, np. na giełdzie Euronext, która obejmuje rynki regulowane w Amsterdamie, Brukseli, Dublinie, Lizbonie, Londynie i Paryżu, udział akcji notowanych na rynku głównym i zaliczanych do indeksu CAC zmniejszył się¹³ (w latach 2009–2018) z 75% do 62%; podobne tendencje, zmierzające do fragmentacji rynków kapitałowych, można spotkać na innych giełdach Europy Zachodniej, np. w Londynie (London Stock Exchange), we Frankfurcie (Deutsche Boerse) czy w Madrycie (Bolsa de Madrid);
- zmniejszenie stopnia przejrzystości obrotów, tj. w MiFID I są opisane konkretne warunki, których spełnienie (na etapie przed dokonaniem transakcji) umożliwia uczynienie tego zlecenia *de facto* niejawnym względem odbiorców; ponadto w wielu przypadkach systemy dużych banków i pośredników finansowych są tak konstruowane, aby wewnętrznie dopasować się do zleceń klientów na rynku OTC.

¹⁰ MiFID – *Markets in Financial Instruments Directive*.

¹¹ *Multilateral Trading Facilities* (MTF), których działalność jest – co do zasady – zbliżona do działalności rynków regulowanych, aczkolwiek mniej sformalizowana. Nie są jednak na nich notowane instrumenty finansowe.

¹² *Systematic Internalizers* (SI) to firmy inwestycyjne, które prowadzą transakcje na własny rachunek i realizują zlecenia klientów poza rynkiem regulowanym i MTF. Są to przede wszystkim duże banki i pośrednicy finansowi, którzy dokonują transakcji poprzez wykonywanie zleceń bezpośrednio na własny rachunek.

¹³ Na podstawie analiz własnych przeprowadzonych przez GPW.

Analizowana dyrektywa przyczyniła się zatem do zwiększenia stopnia konkurencji pomiędzy alternatywnymi systemami obrotu. Jednak efektem ubocznym jest także fragmentacja rynków kapitałowych w Europie Zachodniej. Na giełdach rynków regionu EŚW tej fragmentacji jeszcze nie widać¹⁴, aczkolwiek wielce prawdopodobne jest, że wyżej opisane tendencje, które już wystąpiły na giełdach w Europie Zachodniej, będą wkrótce obecne także w regionie EŚW. Warto zaznaczyć, że fragmentacja oznacza także mniejszą płynność, co dodatkowo ma dalsze negatywne konsekwencje dla funkcjonowania rynków kapitałowych w UE.

Jednak w ostatnich latach obrót instrumentami finansowymi został poddany zmianom w następstwie kolejnych przepisów¹⁵ – MiFID II/MiFIR, tj. Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 600/2014 w sprawie rynków instrumentów finansowych, a także przepisów wykonawczych wydanych na ich podstawie. Pakiet ten nałożył na podmioty rynku finansowego nowe obowiązki w zakresie m.in. ochrony inwestorów czy przejrzystości rynku. Przepisy weszły w życie i mają zastosowanie od 3 stycznia 2018 r. oraz objęły swoim zasięgiem także Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW). Zgodnie z MiFID II akcje spółek mogą być przedmiotem obrotu jedynie na rynkach regulowanych oraz na wspomnianych wcześniej MTF i SI. Ponadto nałożono górne limity na obrót niejawnym, zwiększono obowiązki w zakresie przejrzystości transakcji, a także wprowadzono tzw. zorganizowane platformy obrotu¹⁶ (OTF) dla instrumentów innych niż akcje. Celem takich zmian było uniemożliwienie obrotu, który *de facto* przypomina transakcje akcjami OTC lub przesunięcie transakcji instrumentami innymi niż akcje z OTC w kierunku platform obrotu, jak również ograniczenie niejawnego obrotu akcjami. W przypadku akcji obrót na zasadzie OTC został wyraźnie ograniczony. W roku 2017 ten udział w całkowitej wartości obrotów na giełdach Europy Zachodniej wynosił ok. 45%, a w 2018 r. zmniejszył się¹⁷ do ok. 30%. Jednak jednocześnie zwiększył się udział w obrocie podmiotów systematycznie internalizujących transakcje (SI).

Skutki zmian regulacyjnych zilustrujemy na przykładzie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Giełda warszawska, a także inne „narodowe giełdy” w Unii Europejskiej są zobowiązane ponosić znaczące koszty związane z zapewnieniem właściwego funkcjonowania rynków, tj. infrastruktury, kontroli, raportowania itd. Obowiązki te nie dotyczą jednak ani MTF, ani SI. Prowadzi to do swoistego arbitrażu regulacyjnego, szczególnie że MTF oraz SI osiągają korzyści ekonomiczne wynikające z organizowania obrotu instrumentami notowanymi na giełdzie. Podobnie giełdy ponoszą koszty wynikające

¹⁴ *Ibidem*.

¹⁵ MiFID II/MiFIR – *Markets in Financial Instruments Directive/Regulation*.

¹⁶ *Organized Trading Facilities*.

¹⁷ Na podstawie analiz własnych GPW.

z regulowania procesu dezagregacji danych, co nie dotyczy dystrybutorów danych, którzy mogą udostępnić dane w pełnych pakietach.

W związku z MiFID II/MiFIR na Zarząd GPW zostały nałożone owe obowiązki, zmierzające do usunięcia lub zminimalizowania występującej asymetrii informacji i związanego z nią zwiększenia przejrzystości rynku. W grudniu 2017 r. Rada Nadzorcza Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie podjęła stosowną uchwałę¹⁸ w sprawie zmiany regulaminu giełdy. Zgodnie z nowym prawem Zarząd Giełdy, przy dopuszczaniu danych instrumentów finansowych do obrotu giełdowego, „(...) ocenia dodatkowo, czy obrót tymi instrumentami będzie prowadzony w sposób rzetelny, prawidłowy i skuteczny, a w przypadku papierów skarbowych – czy zapewniona będzie ich swobodna zbywalność”¹⁹. Ponadto „(...) emitenci instrumentów finansowych dopuszczonych do obrotu giełdowego obowiązani są informować niezwłocznie Giełdę o zamierzeniach związanych z emitowaniem instrumentów finansowych (...) i wykonywaniem praw z instrumentów finansowych już notowanych, jak również o podjętych w tych przedmiotach decyzjach, oraz uzgadniać z Giełdą te decyzje w zakresie, w którym mogą mieć wpływ na organizację i sposób przeprowadzania czynności związanych z obrotem giełdowym (...)”²⁰. Z kolei „Giełda może żądać przedstawienia przez emitenta dodatkowych informacji, oświadczeń lub dokumentów związanych z dopuszczeniem, wprowadzeniem lub notowaniem instrumentów finansowych (...), jak również (...) z zawieszaniem lub wykluczaniem tych instrumentów z obrotu giełdowego”²¹.

Kolejny istotny pakiet regulacyjny to MAD II/MAR, czyli Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2014/57/UE z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie sankcji karnych za nadużycia na rynku (*Market Abuse Directive*) oraz Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (*Market Abuse Regulation*). Uczestnicy rynku są zobowiązani do stosowania tych przepisów od lipca 2016 r. Rozporządzenie zwiększyło maksymalny wymiar sankcji administracyjnych za naruszenie obowiązków informacyjnych z 1 mln PLN do 10,375 mln PLN lub 2% rocznego obrotu emitenta. Podobnie, za naruszenie notyfikacji transakcji wykonywanych przez osoby pełniące obowiązki zarządcze wymiar sankcji administracyjnych został zwiększony z 1 mln PLN do 4,15 mln PLN lub co najmniej trzykrotności osiągniętych zysków lub unikniętych strat. Choć zwiększenie kar ma niewątpliwym wymiar prewencyjny, należy zadać sobie pytanie o to, czy podobnie jak niektóre podatki nie dostarczają one bodźców do zmniejszenia skali działalności na danym rynku. Tak może się stać, jeśli wymiar kary będzie zbyt wysoki w relacji do skali naruszeń. Na giełdach Europy Zachodniej już widać

¹⁸ Uchwała Rady Giełdy nr 69/1555/2017 z dnia 15 grudnia 2017 r. w sprawie zmiany Uchwały nr 68/1554/2017 w sprawie zmiany Regulaminu Giełdy.

¹⁹ *Ibidem*.

²⁰ *Ibidem*.

²¹ *Ibidem*.

zmniejszenie liczby notowanych spółek. Przykładowo na Euronext²² w latach 2013–2018 liczba notowanych spółek zmniejszyła się z 878 do 841 (o 4%), na Giełdzie Papierów Wartościowych w Londynie (London Stock Exchange) z 1 299 do 1 166 (o 10%), a na Giełdzie Papierów Wartościowych w Wiedniu (Wiener Boerse) – z 77 do 57 (o 26%).

Wybrane rynki kapitałowe Europy Środkowo-Wschodniej

W niniejszej części omówiono łącznie 8 rynków kapitałowych regionu EŚW. Najszerszą analizę przeprowadzono dla rynku w Polsce, z uwagi na jego znaczenie w regionie.

Polska

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW)²³ funkcjonuje od 12 kwietnia 1991 r. W tym dniu podpisano akt założycielski²⁴, a 16 kwietnia odbyła się pierwsza sesja giełdowa. Obecnie GPW jest spółką publiczną notowaną na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, co po raz pierwszy nastąpiło 9 listopada 2010 r. Skarb Państwa posiada obecnie 35,00% udziału w kapitale zakładowym spółki oraz 51,77% udziału w głosach na Walnym Zgromadzeniu. Wcześniej Skarb Państwa miał udział na poziomie 98,62% zarówno w kapitale zakładowym, jak i w głosach na WZA.

Giełda Papierów Wartościowych tworzy grupę kapitałową, w której skład wchodzi m.in. następujące spółki zależne:

- BondSpot SA;
- GPW Benchmark SA – podmiot odpowiedzialny za opracowywanie i rozwój oferty wskaźników referencyjnych dla polskiego rynku finansowego;
- GPW Ventures ASI SA²⁵ – spółka inwestująca w fundusze *venture capital*;
- GPW TECH SA²⁶ – samodzielna spółka technologiczna, specjalizująca się w rozwiązaniach IT dla rynku kapitałowego.

Działalność niektórych z tych spółek została omówiona w dalszej części opracowania. Ponadto kilka spółek, w tym Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych (KDPW), jest

²² Na podstawie analiz własnych GPW.

²³ Przytoczone w tym rozdziale informacje pochodzą ze strony internetowej GPW.

²⁴ W Warszawie Giełda Papierów Wartościowych prowadziła działalność już wcześniej, tj. w okresie Królestwa Polskiego, od 2 maja 1817 r. Początkowo przedmiotem obrotu były weksle i obligacje, a handel akcjami rozwinął się w II połowie XIX w. Giełda zawiesiła działalność w sierpniu 1914 r., w związku z wybuchem I wojny światowej, a wznowienie obrotów nastąpiło 2 stycznia 1921 r. Handel na GPW został wstrzymany wraz z wybuchem II wojny światowej.

²⁵ Nowa spółka zarejestrowana 29 listopada 2019 r.

²⁶ Nowa spółka zarejestrowana 20 grudnia 2019 r.

stowarzyszonych z GPW. Poniżej znajduje się krótka charakterystyka każdego z rynków, na których giełda ta organizuje obrót.

1. Główny Rynek GPW jest rynkiem regulowanym i podlega nadzorowi finansowemu. Na koniec maja 2020 r. na rynku tym było notowanych 445 spółek, z czego 397 stanowiły spółki krajowe, a pozostałe 48 to spółki zagraniczne. Na rynku podstawowym jest notowanych 340 spółek, a na rynku równoległym – 105. Giełda Papierów Wartościowych rozwijała się dynamicznie w początkowych latach swojej działalności (aż do 1999 r.). Potem nastąpiło spowolnienie dynamiki wzrostowej, która znów przyspieszyła w 2007 r. W latach 2015 i 2016 na GPW było notowanych 487 spółek, co, jak dotychczas, stanowi wartość maksymalną. W ostatnich latach trend wzrostowy na głównym rynku GPW uległ pewnemu załamaniu, a od 2017 r. liczba wycofań przewyższa liczbę debiutów. W najgorszym pod tym względem 2018 r. odnotowano 7 debiutów oraz 25 wycofań. W roku 2016 liczby te były takie same (na poziomie 19), a we wcześniejszych latach prawie zawsze debiutów było więcej niż wycofań (z wyjątkiem lat 2002 i 2003). Warto także wspomnieć o bardzo dobrym 2007 r., kiedy odnotowano rekordową liczbę 81 debiutów przy jedynie 14 wycofaniach, a także zwrócić uwagę na fakt, że aż do 1996 r. włącznie żadna spółka nie wycofała się z GPW. Na koniec 2019 r. kapitalizacja spółek krajowych wynosiła 550,24 mld PLN, a spółek zagranicznych była równa 553,60 mld PLN (zob. rysunek 1). Wartość obrotów dla transakcji sesyjnych na rynku kasowym kształtowała się na poziomie 191,40 mld PLN, z czego ponad 99% przypadało na akcje. Historycznie pierwszy indeks giełdowy to WIG, który jest publikowany od 16 kwietnia 1991 r. W indeksie tym obowiązuje zasada dywersyfikacji, której celem jest ograniczenie udziału pojedynczej spółki i sektora giełdowego. Przy obliczaniu WIG uwzględnia się zarówno ceny zawartych w nim akcji, jak i dochody z dywidend i praw poboru. Wartość początkowa indeksu wynosiła 1 000 pkt, a na koniec 2019 r. była równa 57 832,88 pkt.

Na GPW jest prowadzony także obrót: prawami do akcji, prawami poboru, certyfikatami inwestycyjnymi, certyfikatami strukturyzowanymi, obligacjami strukturyzowanymi, warrantami oraz ETF (*Exchange Traded Funds*). Na rynku terminowym wartość obrotów ukształtowała się na zbliżonym poziomie – 191,81 mld PLN, z czego 92,0% przypadało na kontrakty terminowe indeksowe, 5,2% na kontrakty terminowe akcyjne, a 2,7% na kontrakty terminowe walutowe. Handel pozostałymi instrumentami (kontrakty terminowe obligacyjne) oraz na WIBOR był nieistotny.

2. NewConnect rozpoczął działalność 30 sierpnia 2007 r. Celem jego funkcjonowania jest finansowanie rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw. NewConnect jest prowadzony przez GPW poza rynkiem regulowanym, w formule alternatywnego systemu obrotu. Na koniec maja 2020 r. na tym rynku było notowanych 376 spółek, z czego 370 krajowych. Łączna kapitalizacja NewConnect wyniosła w tym dniu 13,46 mld PLN,

z czego 12,88 mld PLN przypadało na spółki krajowe. Początkowo rynek ten rozwijał się dynamicznie przy liczbie debiutów wyraźnie przewyższającej liczbę wycofań. W roku 2013 liczba notowanych spółek osiągnęła wartość maksymalną, równą 445. Od tego czasu liczba ta systematycznie maleje, aczkolwiek w początkowych miesiącach 2020 r. odnotowano lekkie wzrosty. Z przytoczonych danych wynika także, że NewConnect jest dużo mniejszy niż Główny Rynek GPW. Na koniec 2019 r. kapitalizacja spółek krajowych na NewConnect wynosiła 9,10 mld PLN, a spółek zagranicznych 0,61 mld PLN. Na rynku kasowym wartość obrotów dla transakcji sesyjnych wyniosła 1,44 mld PLN, z czego całość przypadała na akcje.

3. Catalyst to rynek, na którym odbywa się handel obligacjami. Rozpoczął on działalność w dniu 30 września 2009 r. Składa się z czterech platform obrotu, z czego dwie (rynek regulowany oraz alternatywny system obrotu – ASO) są prowadzone przez GPW, a analogiczne dwie – przez BondSpot. Rynek ten ułatwia emisję obligacji przez przedsiębiorstwa i jednostki samorządu terytorialnego. W roku 2019 wartość emisji wynosiła 796,89 mld PLN, z czego: 88,4% przypadało na obligacje skarbowe lub obligacje Banku Gospodarstwa Krajowego, 8,6% na obligacje korporacyjne, a reszta na obligacje komunalne. Na rynkach GPW wyemitowano obligacje o łącznej wartości 794,9 mld PLN, a na BondSpot – 753,5 mld PLN. Te dwie wielkości nie sumują się do łącznej emisji, ponieważ znaczna część obligacji jest notowana zarówno na GPW, jak i BondSpot.
4. BondSpot SA prowadzi:
 - elektroniczny rynek skarbowych papierów wartościowych Treasury BondSpot Poland, który został uruchomiony w roku 2002 r.;
 - rynek regulowany i alternatywny system obrotu (ASO), funkcjonujące w ramach systemu rynków obligacji Catalyst.

Spółka powstała w styczniu 1996 r. i początkowo działała pod nazwą Centralna Tabela Ofert SA. Nazwa BondSpot SA funkcjonuje od 18 września 2009 r. W roku 2019 wartość obrotu obligacjami na Treasury BondSpot Poland wyniosła łącznie 13,83 mld PLN, z czego 12,09 mld PLN to transakcje warunkowe, a reszta – transakcje rynku kasowego zawarte anonimowo.

W dniu 30 października 2014 r. została zaprezentowana Strategia Grupy Kapitałowej Giełdy Papierów Wartościowych GPW.2020, która stanowi zbiór działań w ramach wieloletniego planu rozwoju i funkcjonowania giełdy. Z kolei 12 czerwca 2018 r. Rada Nadzorcza GPW zatwierdziła aktualizację tej strategii na lata 2018–2022. W nowym dokumencie celem strategii jest „(...) wsparcie dynamiki wzrostu poprzez liczne inicjatywy, aby wzmocnić i zapewnić wartość ekonomiczną i społeczną dla wszystkich klientów i akcjonariuszy Spółki w długim okresie”. Priorytety Grupy GPW są następujące:

- konsekwentna realizacja celów finansowych;
- wzrost płynności;

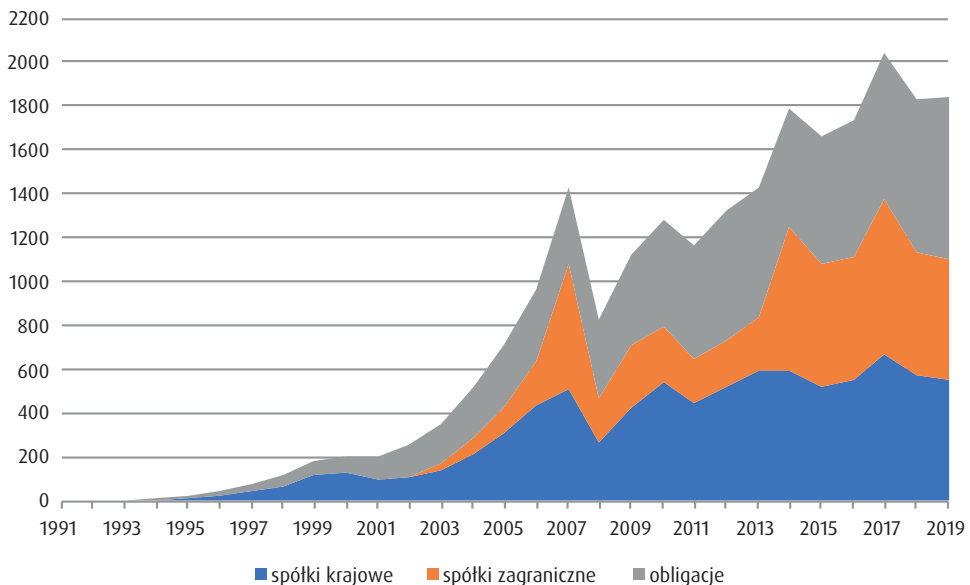
- rosnąca ochrona inwestorów;
- wzrost innowacji i wydajności;
- stałe poszerzanie oferty produktowej;
- wzmocnienie pozycji lidera w regionie EŚW;
- kreowanie wartości dodanej;
- podnoszenie standardów *corporate governance*;
- pogłębienie łańcucha wartości;
- koncentracja rynków energii elektrycznej i gazu;
- kreowanie ceny referencyjnej na rynku towarowym;
- gwarancja bezpiecznego handlu i rozliczeń.

W strategii zwraca się uwagę na wzrost wartości spółki w długim okresie poprzez:

- rozwój podstawowego biznesu;
- mięką dywersyfikację i wejście w nowe obszary biznesowe;
- tworzenie i sprzedaż nowych rozwiązań technologicznych;
- utrzymanie stabilnej polityki dywidendowej.

Rysunek 1

Kapitalizacja spółek i obligacji na Głównym Rynku GPW w latach 1991–2019 (mld PLN)*



* Stan na koniec każdego roku kalendarzowego.

Źródło: GPW.

Inicjatywy strategiczne w ramach Grupy Kapitałowej GPW są podzielone na wszystkie rynki, które grupa ta obejmuje swoim zasięgiem, tj.: rynek akcji, długu, pochodnych i rynek towarowy. Wyróżnione są ponadto produkty informacyjne oraz nowe obszary biznesowe (GPW Private Market oraz GPW Ventures). Większość inicjatyw dotyczy samej spółki GPW. W ramach rynku akcji szczególny nacisk położono na działania nakierowane na małe i średnie przedsiębiorstwa oraz na system pożyczek papierów wartościowych.

Węgry

Giełda Papierów Wartościowych w Budapeszcie (Budapest Stock Exchange – BSE) funkcjonuje²⁷ od 21 czerwca 1990 r. W tym dniu wszedł w życie akt prawny umożliwiający obrót papierami wartościowymi oraz nastąpiło formalne otwarcie giełdy. W roku 1995 rozpoczął się obrót kontraktami pochodnymi, tj. futures oraz opcjami. W roku 1998 z kolei wprowadzono kontrakty oparte na pojedynczych akcjach. W roku 2010 BSE została członkiem holdingu CEE Stock Exchange Group (CEE SEG)²⁸, z siedzibą w Wiedniu. Obecnie kontrolę nad BSE sprawuje Narodowy Bank Węgier, który 20 listopada 2015 r. kupił pakiet 68,8% udziału, przez co łącznie posiada 75,8% udziału w tym podmiocie. Na koniec 2019 r. łączna kapitalizacja BSE wynosiła 85,9 mld EUR, na co w większości składały się obligacje rządowe (46,1 mld EUR), a w dalszej kolejności akcje spółek krajowych (29,4 mld EUR). Na kolejnych miejscach plasowały się obligacje hipoteczne (4,0 mld EUR) oraz bony skarbowe (3,3 mld EUR). Warto zaznaczyć, że handel na BSE dotyczy w znacznej większości akcji spółek krajowych. W roku 2019 wartość obrotów tymi instrumentami stanowiła 96,9% wartości obrotów wszystkimi instrumentami na rynku kasowym. Z kolei w obrotach na rynku instrumentów pochodnych dominują kontrakty futures walutowe, na które przypada 81,3% wartości wszystkich obrotów instrumentami pochodnymi. Łączna wartość obrotów na rynku instrumentów pochodnych jest porównywalna z łączną wartością obrotów na rynku kasowym. Oficjalnym indeksem BSE jest BUX, który jest kalkulowany w czasie rzeczywistym i pokazuje zmianę średnich cen akcji o największym udziale w rynku i obrotach dla sekcji akcji. Indeks uwzględnia także płatności dywidendy. Wartość początkowa indeksu 2 stycznia 1991 r. wynosiła 1 000 pkt. Na koniec 2019 r. była równa 46 082,82 pkt.

²⁷ Węgierska Giełda Papierów Wartościowych (Hungarian Stock Exchange, później Budapest Stock and Commodity Exchange – BSCE) powstała dużo wcześniej, bo w 1864 r. (w obecnym Peszcie), i funkcjonowała aż do wybuchu I wojny światowej. Po jej zakończeniu nastąpiło ponowne otwarcie giełdy, która z pewnymi restrykcjami działała również przez okres II wojny światowej, aż do oblężenia Budapesztu w połowie grudnia 1944 r. Co prawda w sierpniu 1946 r. znów nastąpiło otwarcie giełdy, która funkcjonowała tylko do 1948 r., kiedy po nacjonalizacji większości węgierskich firm rząd oficjalnie ją rozwiązał. Aktywa BSCE stały się własnością państwa.

²⁸ Obecnie Giełda Papierów Wartościowych w Wiedniu (Vienna Stock Exchange).

Czechy

Giełda Papierów Wartościowych w Pradze (Prague Stock Exchange – PSE) rozpoczęła funkcjonowanie²⁹ 6 kwietnia 1993 r. Głównym udziałowcem PSE jest wspomniana już Giełda Papierów Wartościowych w Wiedniu (Vienna Stock Exchange)³⁰, która obecnie posiada 99,543% udziałów. Na koniec 2019 r. kapitalizacja PSE wynosiła 866,2 mld EUR, z czego zdecydowana większość (817,1 mld EUR) przypada na tzw. wolny rynek (*free market*), będący alternatywnym systemem obrotu (*Multilateral Trading Facility – MTF*). Jednak w znacznej większości na tak dużą kapitalizację giełdy w Pradze składają się spółki zagraniczne, których udział wynosił 97,3% na koniec 2019 r. Kapitalizacja spółek krajowych to zatem 23,43 mld EUR. Silny wzrost kapitalizacji PSE nastąpił w 2018 r., kiedy na dużą skalę rozpoczął się obrót akcjami spółek zagranicznych. Wcześniej kapitalizacja spółek zagranicznych była porównywalna z kapitalizacją spółek krajowych. W dniu 10 maja 2018 r. PSE wydała komunikat o nawiązaniu współpracy ze swoimi trzema członkami, tj. WOOD&Company Financial Services, a.s., Patria Finance, a.s. i Raiffeisen Centrobank AG. W ten sposób na wspomniany „wolny rynek” PSE (w dniu 22 maja 2018 r.) weszły łącznie 32 wiodące spółki: z Niemiec, Finlandii, ze Szwecji, z Austrii, Francji, Włoch, Węgier oraz Polski (PKN Orlen SA, PKO Bank Polski oraz KGHM Polska Miedź)³¹. Oprócz wzmoczonego obrotu akcjami od tego czasu na PSE rozpoczął się handel ETF. Warto także wspomnieć, że łączna wartość obrotu akcjami ok. dziesięciokrotnie przewyższa wartość obrotu obligacjami. Oficjalnym indeksem PSE jest PX, który jest kalkulowany w czasie rzeczywistym dla najbardziej płynnych akcji. PX w marcu 2006 r. zastąpił wcześniejszy indeks PX 50, którego wartość początkowa 5 kwietnia 1994 r. wynosiła 1 000 pkt. Na koniec 2019 r. była równa 1 115,63 pkt.

Słowacja

Decyzja o założeniu Giełdy Papierów Wartościowych w Bratysławie (Bratislava Stock Exchange – BSSE) zapadła 14 grudnia 1990 r. Formalna rejestracja nastąpiła 15 marca 1991 r., a handel papierami wartościowymi rozpoczął się³², podobnie jak w Czechach,

²⁹ Giełda w Pradze powstała znacznie wcześniej, bo w 1871 r., jako rynek obrotu papierami wartościowymi oraz towarami. Swoją sukces w epoce Austro-Węgier zawdzięcza handlowi cukrem. Jednak po I wojnie światowej obroty tym towarem istotnie zmalały, przez co na giełdzie pozostał obrót akcjami. Giełda w Pradze bardzo dobrze funkcjonowała aż do wybuchu II wojny światowej.

³⁰ Wcześniej holding CEE Stock Exchange Group (CEE SEG) z siedzibą w Wiedniu. W dniu 25 marca 2020 r. zapadła decyzja o uproszczeniu struktury giełdy poprzez połączenie obu podmiotów; zob. <https://www.wienerborse.at/en/news/vienna-stock-exchange-news/vienna-stock-exchange-to-simplify-group-structure/> (dostęp 25.05.2020).

³¹ Prague Stock Exchange, <https://www.pse.cz/en/news/exchange-to-commence-trading-in-foreign-shares> (dostęp 25.05.2020).

³² Słowacja jako niepodległe państwo funkcjonuje od początku 1993 r.

6 kwietnia 1993 r. Głównym udziałowcem BSSE jest Ministerstwo Gospodarki, które (poprzez spółkę o nazwie MH Manažment, a.s.) posiada 75,94% udziału w akcjonariacie. Od 1 maja 2008 r. w ramach BSSE funkcjonuje także alternatywny system obrotu. Giełda Papierów Wartościowych w Bratysławie wyraźnie różni się od innych giełd regionu EŚW, jako że głównym przedmiotem obrotu są obligacje. Na koniec 2019 r. kapitalizacja BSSE w odniesieniu do akcji wynosiła 2,79 mld EUR, z czego 37,8% przypadało na rynek giełdowy, a reszta na wolny rynek regulowany (*regulated free market*). Z kolei kapitalizacja w odniesieniu do obligacji była w tym czasie równa 45,69 mld EUR, z czego 83,5% przypadało na rynek giełdowy, a prawie cała reszta na wolny rynek regulowany. W 2019 roku 99,4% łącznych obrotów na BSSE stanowiły właśnie obligacje. Oficjalnym indeksem BSSE jest SAX, który oprócz wahań cen akcji odzwierciedla także płatności dywidendy i różnice pomiędzy ceną bieżącą a ceną emisyjną nowych akcji. Wartość początkowa indeksu 14 września 1993 r. wynosiła 100 pkt. Na koniec 2019 r. była równa 351,14 pkt.

Rumunia

Giełda Papierów Wartościowych w Bukareszcie (Bucharest Stock Exchange – BVB) powstała³³ 21 kwietnia 1995 r., a 20 listopada tego samego roku miała miejsce pierwsza sesja giełdowa. W roku 2005 BVB przekształciła się w spółkę akcyjną, a od 8 czerwca 2010 r. akcje BVB są notowane na rynku regulowanym. Instrumenty ETF są notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Bukareszcie od 2012 r. Na koniec 2019 r. kapitalizacja BVB wynosiła 37,85 mld EUR na rynku głównym oraz 1,87 mld EUR w ramach wielostronnych platform obrotu (*Multilateral Trading Facility – MTF*). Zdecydowanie największy udział w wartości obrotów na BVB mają akcje. Giełda w Bukareszcie znajduje się w większości w posiadaniu krajowych inwestorów instytucjonalnych, których łączny udział w kapitale spółki wynosi ok. 74%. Udział krajowych osób prywatnych to ok. 16%, a u zagranicznych inwestorów instytucjonalnych – ok. 7%. Oficjalnym indeksem BVB jest BET, który pokazuje wyniki osiągnięte przez akcje spółek o największym obrocie na rynku regulowanym, bez uwzględniania spółek inwestycji finansowych. Głównym kryterium doboru jest płynność. Wartość początkowa indeksu 22 września 1997 r. wynosiła 1 000 pkt. Na koniec 2019 r. była równa 9 977,33 pkt.

³³ BVB została otwarta dużo wcześniej, bo 1 grudnia 1882 r., i funkcjonowała aż do I wojny światowej. Po jej zakończeniu wznowiła swoją działalność i przez początkowe lata intensywnie się rozwijała. Po II wojnie światowej działalność giełdy została oficjalnie wstrzymana wraz z rozpoczęciem procesu nacjonalizacji spółek.

Bułgaria

Bułgarska Giełda Papierów Wartościowych (Bulgarian Stock Exchange – BSE) jest zlokalizowana w Sofii. Giełda ta powstała w 1991 r., w formie spółki akcyjnej. Od roku 2011 akcje BSE są notowane na krajowym parkiecie, a obecnie pakiet kontrolny (50,05%) posiada Ministerstwo Finansów. W lutym 2018 r. BSE stała się jedynym właścicielem Bułgarskiej Niezależnej Giełdy Energii (Independent Bulgarian Energy Exchange – IBEX). Rynek regulowany składa się z rynku głównego i rynku alternatywnego. Oprócz tego BSE organizuje wielostronną platformę obrotu, służącą rozwojowi małych i średnich przedsiębiorstw. Na koniec 2019 r. kapitalizacja giełdy wynosiła 14,27 mld EUR w odniesieniu do akcji i SPV. Jednak 2/3 tej liczby przypadało na rynek alternatywny, a na akcje – ok. 80% wartości obrotów w 2019 r. Oficjalnym indeksem BSE jest SOFIX, który pokazuje wyniki osiągnięte przez akcje spółek o największej płynności i kapitalizacji. Wartość początkowa indeksu 20 października 2000 r. wynosiła 100 pkt. Na koniec 2019 r. była równa 568,14 pkt.

Słowenia

Giełda Papierów Wartościowych w Lublanie (Ljubljana Stock Exchange – LJSE) została ustanowiona³⁴ 26 grudnia 1989 r., a pierwsza sesja giełdowa miała miejsce³⁵ 29 marca 1990 r. W dniu 13 lutego 1992 r. powstał rynek metali szlachetnych, a 1 lipca 2001 r. zostały zniesione restrykcje na inwestowanie w portfele zagraniczne na słoweńskim rynku kapitałowym. W dniu 17 września 2009 r. LJSE weszła w skład wspomnianego już holdingu CEE SEG. Następnie 30 grudnia 2015 r. całość udziałów w LJSE przejęła Giełda Papierów Wartościowych w Zagrzebiu. Na koniec 2019 r. kapitalizacja giełdy w Lublanie wynosiła 7,07 mld EUR. Stanowi to wyraźnie niższą wartość w porównaniu z kapitalizacją obligacji, która wyniosła 27,44 mld EUR. Kapitalizacja pozostałych rodzajów instrumentów jest nieistotna. Jednak przeważająca liczba obrotów przypada na akcje. Oficjalnym indeksem LJSE jest SBI TOP, który pokazuje wyniki najbardziej płynnych akcji spółek o największej kapitalizacji. Wartość początkowa indeksu 31 marca 2006 r. wynosiła 1 000 pkt. Na koniec 2019 r. była równa 921,14 pkt.

³⁴ LJSE rozpoczęła działalność znacznie wcześniej, bo 16 sierpnia 1924 r., tj. w czasie, kiedy Lublana leżała na terytorium Królestwa Serbów, Chorwatów i Słoweńców (następnie Jugosławii). Giełda funkcjonowała do 1942 r.

³⁵ Słowenia ogłosiła niepodległość w dniu 25 czerwca 1991 r.

Chorwacja

Giełda Papierów Wartościowych w Zagrzebiu (Zagreb Stock Exchange – ZSE) funkcjonuje³⁶ od 1991 r.³⁷. W latach 1995–2000 ZSE odnotowała dynamiczny wzrost, głównie za sprawą wprowadzenia elektronicznego systemu obrotu. W marcu 2007 r. ZSE przejęła inną chorwacką giełdę – w Varaždin. Na koniec 2019 r. kapitalizacja giełdy wynosiła 19,78 mld EUR w odniesieniu do akcji. Z tej liczby 10,5% przypada na tzw. *prime market*, charakteryzujący się największymi wymaganiami dla inwestorów w zakresie jawności, a 49,3% na tzw. *regular market*, gdzie skala obowiązków informacyjnych jest ograniczona do minimum. Formą pośrednią jest tzw. *official market*. Kapitalizacja w odniesieniu do obligacji wynosiła z kolei 12,11 mld EUR, a w 2019 r. ponad 80% obrotów przypadało na akcje. Giełda Papierów Wartościowych w Zagrzebiu znajduje się w posiadaniu podmiotów prywatnych, z czego każdy z trzech największych właścicieli posiada udział na poziomie minimalnie niższym niż 10%. Oficjalnym indeksem ZSE jest CROBEX, który jest obliczany w czasie rzeczywistym w odniesieniu do cen akcji (dywidendy nie są brane pod uwagę). Wartość początkowa indeksu 1 lipca 1997 r. wynosiła 1 000 pkt. Na koniec 2019 r. była równa 2 017,43 pkt.

Rynek kapitałowy w krajach Europy Środkowo-Wschodniej – porównanie

Przedstawione informacje przekonują, że polski rynek kapitałowy jest najbardziej rozwinięty spośród wszystkich analizowanych gospodarek EŚW. Wiodącą rolę Polski widać w ujęciu nominalnym, co częściowo można tłumaczyć dużym rozmiarem polskiej gospodarki. Jednak również po urealnieniu kapitalizacji GPW wielkością PKB widoczne jest bardzo duże znaczenie naszej giełdy w regionie EŚW.

Analiza porównawcza

Dane liczbowe o rynku kapitałowym w Polsce korespondują z oceną, jaką GPW w Warszawie otrzymała od agencji FTSE Russell³⁸. Od 24 września 2018 r. polski rynek kapita-

³⁶ Za początek rynku kapitałowego na terytorium dzisiejszej Chorwacji uznaje się 1907 r., kiedy w czasie rządów Austro-Węgier udało się wynegocjować ustanowienie tzw. Wydziału Towarów i Kosztowności (Commodities and Valuables Division). Podmiot zawiesił działalność w 1911 r., co było związane z rozwojem giełdy w Belgradzie. Natomiast giełda w Zagrzebiu wznowiła operacje w 1918 r. i działała aż do 1945 r.

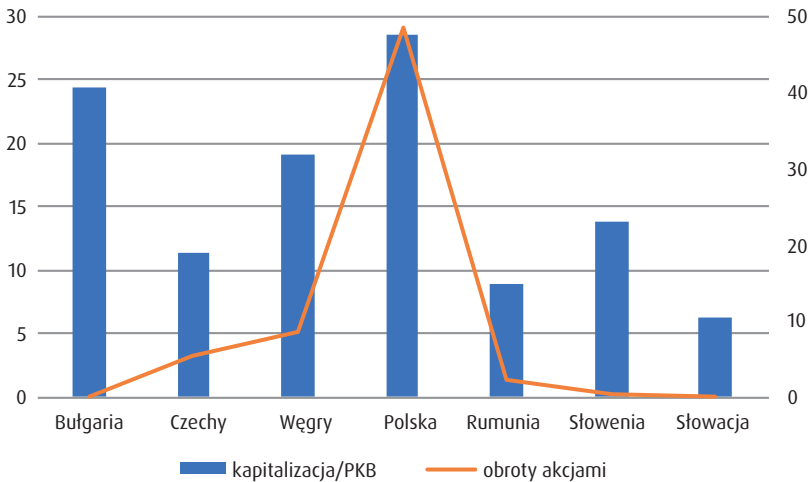
³⁷ Chorwacja, podobnie jak Słowenia, ogłosiła niepodległość 25 czerwca 1991 r.

³⁸ Agencja ta, należąca do spółek z grupy London Stock Exchange, publikuje wiele indeksów opisujących m.in. różne grupy krajów; zob. https://research.ftserussell.com/products/downloads/Europe-Developed_latest.pdf?_ga=2.141930869.677024540.1592218013-346435035.1592218013 (dostęp 5.06.2020).

łowy jest uznawany za „rozwinęty” (*developed*), podczas gdy wcześniej miał status rynku „wschodzącego” (*emerging*). W ten sposób Polska znalazła się w jednej grupie z państwami Europy Zachodniej, w tym z: Niemcami, Francją, Holandią, Hiszpanią, Włochami czy Wielką Brytanią. Ocena Polski jest pozytywna we wszystkich składowych indeksu, obejmujących: dochód narodowy brutto *per capita* (zgodnie z danymi Banku Światowego), wiarygodność kredytową, otoczenie regulacyjne, rynek walutowy i kapitałowy (największy udział w indeksie) oraz usługi rozliczeniowe i powiernicze. Polska jest jedynym państwem regionu EŚW zaliczanym do rynków rozwiniętych. Czechy, Węgry i Rumunia (planowana reklasyfikacja od września br.) wciąż mają status rynków „wschodzących”, a Bułgaria, Chorwacja, Słowacja i Słowenia należą do jeszcze niższej grupy – „nowych rynków wschodzących” (*frontier markets*). Awans do grupy rynków rozwiniętych oznacza uznanie dla dotychczasowych zmian, a także lepszą percepcję polskiego rynku kapitałowego przez inwestorów, w tym zagranicznych. Podstawowe dane porównawcze są przedstawione na rysunku 2.

Rysunek 2

Kapitalizacja w odniesieniu do akcji spółek krajowych w relacji do PKB (lewa oś - %) oraz wartość obrotów akcjami (prawa oś - mld EUR) dla 7 gospodarek EŚW*



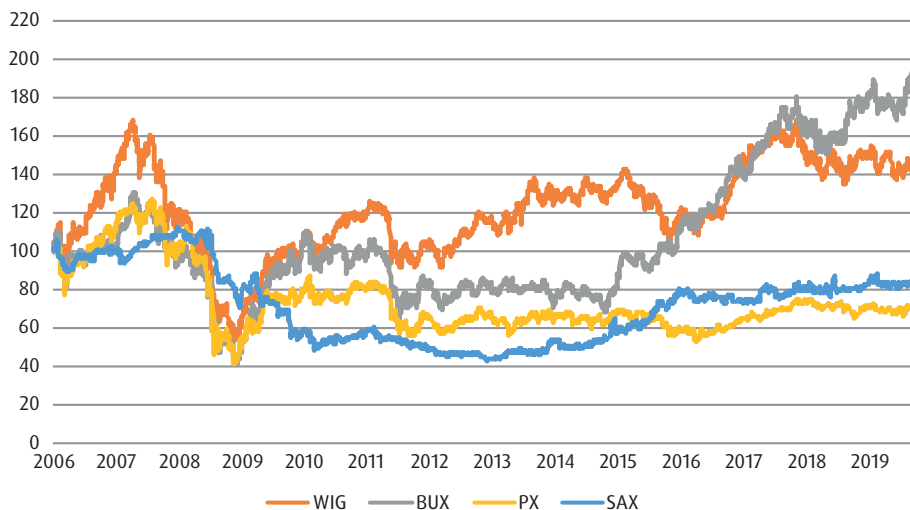
* Dane za 2018 r. W przedstawionym zastawieniu brakuje Chorwacji z uwagi na niedostępność danych porównawczych. Z informacji uzyskanych bezpośrednio ze strony internetowej ZSE wynika, że na koniec 2018 r. kapitalizacja giełdy w Zagrzebiu w relacji do PKB stanowiła 2,4% lub 34,5%, w zależności od metodyki obliczeń.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych EBC.

Rysunki 3 i 4 przedstawiają z kolei dynamikę oficjalnych indeksów giełdowych dla wszystkich wyżej analizowanych gospodarek EŚW.

Rysunek 3

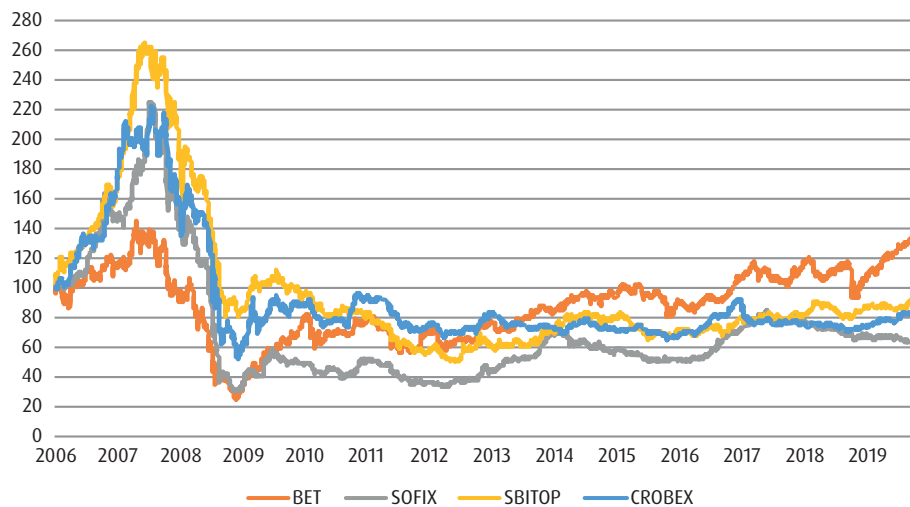
Dynamika oficjalnych indeksów giełd w Warszawie, Budapeszcie, Pradze i Bratysławie w okresie kwiecień 2006 r.–grudzień 2019 r. (31 marca 2006 r. = 100)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych udostępnionych przez GPW.

Rysunek 4

Dynamika oficjalnych indeksów giełd w Bukareszcie, Sofii, Lublanie i Zagrzebiu w okresie kwiecień 2006 r.–grudzień 2019 r. (31 marca 2006 r. = 100)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych udostępnionych przez GPW.

W celu osiągnięcia lepszej przejrzystości danych skonstruowano dwa odrębne wykresy: pierwszy dla giełd papierów wartościowych państw Grupy Wyszehradzkiej, a drugi – dla pozostałych czterech państw. Aby uzyskać dane porównywalne, sprowadzono wartości wszystkich ośmiu indeksów do takiej samej wartości bazowej – równej 100 na koniec marca 2006 r.³⁹.

Z rysunków 3 i 4 wynika, że jedynie trzy z analizowanych giełd (Warszawa, Budapeszt i Bukareszt) na koniec 2019 r. charakteryzowały się wyższą wartością oficjalnego indeksu w porównaniu z okresem bazowym. Szczególnie w przypadku indeksu BUX widać w ostatnich pięciu latach systematyczny wzrost. Natomiast pozostałe indeksy giełdowe – po silnych spadkach, jakie miały miejsce od połowy 2007 r. do początkowych miesięcy 2009 r. – nie powróciły jeszcze do wartości obserwowanych przed wzrostem gospodarczym z lat 2006–2007.

Tabela 1

Średnioroczna dynamika oficjalnych indeksów giełdowych w 8 krajach EŚW na tle rocznej dynamiki PKB i inflacji średniorocznej HICP (%)

Rok	Zmienna	Bułgaria	Czechy	Węgry	Polska	Rumunia	Słowenia	Słowacja	Chorwacja
2008	Dynamika indeksu	-32,3	-23,4	-24,3	-31,1	-36,3	-21,9	2,3	-25,3
	Dynamika PKB	6,1	2,7	1,1	4,2	9,3	3,5	5,6	1,8
	Inflacja – HICP	12,0	6,3	6,0	4,2	7,9	5,5	3,9	5,8
2009	Dynamika indeksu	-62,8	-29,1	-18,6	-21,2	-40,2	-42,1	-26,4	-45,6
	Dynamika PKB	-3,4	-4,8	-6,7	2,8	-5,5	-7,5	-5,5	-7,4
	Inflacja – HICP	2,5	0,6	4,0	4,0	5,6	0,8	0,9	2,2
2010	Dynamika indeksu	2,8	21,5	39,6	33,3	48,1	-8,9	-28,9	6,9
	Dynamika PKB	0,6	2,3	0,7	3,6	-3,9	1,3	5,7	-1,5
	Inflacja – HICP	3,0	1,2	4,7	2,6	6,1	2,1	0,7	1,1
2011	Dynamika indeksu	-0,1	-5,2	-8,8	4,2	-0,9	-18,7	1,0	4,7
	Dynamika PKB	2,4	1,8	1,8	5,0	2,0	0,9	2,9	-0,3
	Inflacja – HICP	3,4	2,2	3,9	3,9	5,8	2,1	4,1	2,2
2012	Dynamika indeksu	-19,8	-14,5	-11,8	-6,7	-6,3	-22,0	-13,7	-16,7
	Dynamika PKB	0,4	-0,8	-1,5	1,6	2,1	-2,6	1,9	-2,2
	Inflacja – HICP	2,4	3,5	5,7	3,7	3,4	2,8	3,7	3,4
2013	Dynamika indeksu	36,5	2,6	3,3	16,2	17,6	10,5	-3,0	7,0
	Dynamika PKB	0,3	-0,5	2,0	1,4	3,5	-1,0	0,7	-0,5
	Inflacja – HICP	0,4	1,4	1,7	0,8	3,2	1,9	1,5	2,3

³⁹ W dniu 31 marca 2006 r. zaczął funkcjonować SBI TOP, tj. wspomniany już oficjalny indeks giełdy w Lublanie. Analizowanie dynamiki indeksów giełd ze wszystkich omawianych krajów możliwe jest właśnie od tej daty.

cd. tabeli 1

Rok	Zmienna	Bułgaria	Czechy	Węgry	Polska	Rumunia	Słowenia	Słowacja	Chorwacja
2014	Dynamika indeksu	30,6	1,7	-3,8	8,1	18,2	23,4	10,6	-3,2
	Dynamika PKB	1,9	2,7	4,2	3,3	3,4	2,8	2,8	-0,1
	Inflacja – HICP	-1,6	0,4	0,0	0,1	1,4	0,4	-0,1	0,2
2015	Dynamika indeksu	-15,0	0,8	17,2	-0,3	7,1	-3,2	23,0	-3,4
	Dynamika PKB	4,0	5,3	3,8	3,8	3,9	2,2	4,8	2,4
	Inflacja – HICP	-1,1	0,3	0,1	-0,7	-0,4	-0,8	-0,3	-0,3
2016	Dynamika indeksu	0,3	-11,6	28,9	-9,9	-7,6	-4,9	21,6	2,0
	Dynamika PKB	3,8	2,5	2,2	3,1	4,8	3,1	2,1	3,5
	Inflacja – HICP	-1,3	0,6	0,4	-0,2	-1,1	-0,2	-0,5	-0,6
2017	Dynamika indeksu	39,6	14,4	31,6	30,1	19,8	11,2	0,8	9,5
	Dynamika PKB	3,5	4,4	4,3	4,9	7,1	4,8	3,0	3,1
	Inflacja – HICP	1,2	2,4	2,4	1,6	1,1	1,6	1,4	1,3
2018	Dynamika indeksu	-3,2	8,0	5,4	-2,6	4,6	7,3	5,2	-6,5
	Dynamika PKB	3,1	2,8	5,1	5,3	4,4	4,1	3,9	2,7
	Inflacja – HICP	2,6	2,0	2,9	1,2	4,1	1,9	2,5	1,6
2019	Dynamika indeksu	-10,9	-3,2	10,0	-1,3	4,0	2,8	2,9	3,4
	Dynamika PKB	3,4	2,6	4,9	4,1	4,1	2,4	2,4	2,9
	Inflacja – HICP	2,5	2,6	3,4	2,1	3,9	1,7	2,8	0,8

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych udostępnionych przez GPW i Eurostat.

W tabeli 1 jest przedstawiona średnioroczna dynamika tych samych indeksów, które są zobrazowane na rysunkach 3 i 4, lecz tym razem w zestawieniu z dynamiką PKB i średnioroczną inflacją HICP. Analizując informacje zawarte w tej tabeli, można dojść do wniosku, że w poszczególnych latach nie występowała wciąż ta sama zależność pomiędzy zachowaniem rynku kapitałowego a pozostałymi zmiennymi. Przykładowo, w 2009 r. spadkom indeksów giełdowych towarzyszyła recesja prawie we wszystkich gospodarkach EŚW (z wyjątkiem Polski), a w 2017 r. miały miejsce silne wzrosty na giełdach (z wyjątkiem giełdy w Bratysławie) i jednocześnie dynamika PKB była wysoka. To sugeruje dodatnią korelację pomiędzy wyżej wymienionymi zmiennymi. Z kolei w 2013 r. można było zaobserwować, w większości zauważalne, wzrosty na giełdach i nie towarzyszył temu silny wzrost gospodarczy. Podobnie brak jednoznacznej zależności występuje pomiędzy dynamiką indeksów a średnioroczną inflacją HICP. Trudno także uznać indeksy giełdowe za zmienne wyprzedzające dla dynamiki PKB.

Działania strategiczne w regionie Europy Środkowo-Wschodniej

W ostatnim roku prezesi giełd 7 krajów EŚW (Polska, Czechy, Węgry, Słowacja, Rumunia, Słowenia i Chorwacja) podjęli przełomową decyzję, która niewątpliwie przyczyni się do ściślejszej współpracy w naszym regionie Europy. W dniu 4 września 2019 r. został podpisany list intencyjny w sprawie uruchomienia nowego indeksu – CEEplus, tj. indeksu Trójmorza. Ogłoszenie tej inicjatywy nastąpiło podczas ubiegłorocznego, XXIX Forum Ekonomicznego w Krynicy-Zdroju.

W portfelu indeksu znajduje się ponad 100 najbardziej płynnych spółek, notowanych na rynkach regulowanych giełd z regionu Europy Środkowo-Wschodniej: w Bratysławie, Bukareszcie, Budapeszcie, Lublanie, Pradze, Warszawie i Zagrzebiu. Kwalifikacja spółek do indeksu opiera się na kryterium płynności, tj. średnie obroty na sesję muszą mieć wartość co najmniej 90 tys. EUR w ciągu 6 miesięcy. Udział spółek w indeksie jest wyznaczany na podstawie liczby akcji w wolnym obrocie z uwzględnieniem pewnych limitów, tj. największa spółka nie może mieć udziału powyżej 10%, a spółki o wadze powyżej 5% nie mogą w sumie przekraczać w indeksie wagi 40%. Dodatkowo spółki z jednego kraju nie będą mogły stanowić więcej niż 50% portfela indeksu, co w praktyce dotyczy jedynie spółek notowanych na GPW. Wartość bazowa indeksu wynosi 1 000 pkt i została ustalona na danych z 30 sierpnia 2019 r. Tabela 2 zawiera informacje o spółkach, których udział w indeksie CEEplus wyniósł co najmniej 1% na początku jego funkcjonowania.

Tabela 2
Największe spółki wchodzące w skład indeksu CEEplus wraz z udziałem w portfelu*

Instrument	Nazwa spółki	Giełda	Udział w portfelu (%)
RBAG	Erste Group Bank AG	Austria (Czechy)	9,560
OTP	OTP Bank Nyrt.	Węgry	8,506
PKOBP	Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski SA	Polska	6,325
PKNORLEN	Polski Koncern Naftowy Orlen SA	Polska	4,926
MOL	MOL Nyrt.	Węgry	4,448
PZU	Powszechny Zakład Ubezpieczeń SA	Polska	4,033
CEZ	CEZ, a.s.	Czechy	3,408
CDPROJEKT	CD Projekt SA	Polska	3,222
PEKAO	Bank Polska Kasa Opieki SA	Polska	3,026
BANCA TRANSILVANIA	Banca Transilvania S.A.	Rumunia	2,573
RICHTER	Richter Gedeon Nyrt.	Węgry	2,267

cd. tabeli 2

Instrument	Nazwa spółki	Giełda	Udział w portfelu (%)
KOMERCNI BANKA	Komercni banka, a.s.	Czechy	2,148
KGHM	KGHM SA	Polska	1,936
SANPL	Santander Bank Polska SA	Polska	1,898
FONDUL PROPRIETATEA	FONDUL PROPRIETATEA	Rumunia	1,850
LPP	LPP SA	Polska	1,822
KRKA	KRKA d.d.	Słowenia	1,795
AVST	Avast PLC	Wielka Brytania (Czechy)	1,784
MONETA MONEY BANK	MONETA Money Bank, a.s.	Czechy	1,630
OMV PETROM	OMV Petrom S.A.	Rumunia	1,532
CYFRPLSAT	Cyfrowy Polsat SA	Polska	1,501
LOTOS	Grupa LOTOS SA	Polska	1,472
DINOPL	Dino Polska SA	Polska	1,455
PGNIG	Polskie Górnictwo Naftowe i Gazownictwo SA	Polska	1,449
PGE	Polska Grupa Energetyczna SA	Polska	1,189
INGBSK	ING Bank Śląski SA	Polska	1,164

* Stan na 3 września 2019 r.

Źródło: GPW, bankier.pl

Z tabeli wynika, że wśród spółek, których udział w indeksie wynosi co najmniej 1%, przeważają polskie. Ponadto niektóre spółki z Polski są również notowane na innych giełdach EŚW, a np. na GPW – spółki zagraniczne, w tym z regionu EŚW. W przypadku dwóch spółek zamieszczonych w tabeli 2 (Erste Group Bank AG i Avast PLC) siedziba jest inna niż EŚW, natomiast Giełda Papierów Wartościowych w Pradze jest miejscem ich notowania jako spółek zagranicznych.

Rynek bankowy

Kraje EŚW w większości charakteryzują się względnie słabo rozwiniętym kredytowaniem przedsiębiorstw niefinansowych. W prawie wszystkich analizowanych państwach udział kredytów dla przedsiębiorstw nie przekracza 50% PKB (zob. rysunek 5). Wyjątki stanowią Bułgaria, gdzie odsetek ten sięga prawie 70%, i Chorwacja. Jest wyraźnie mniej niż w krajach Europy Zachodniej, gdzie wartości analogicznych wskaźników kształtują się na przykładowych poziomach:

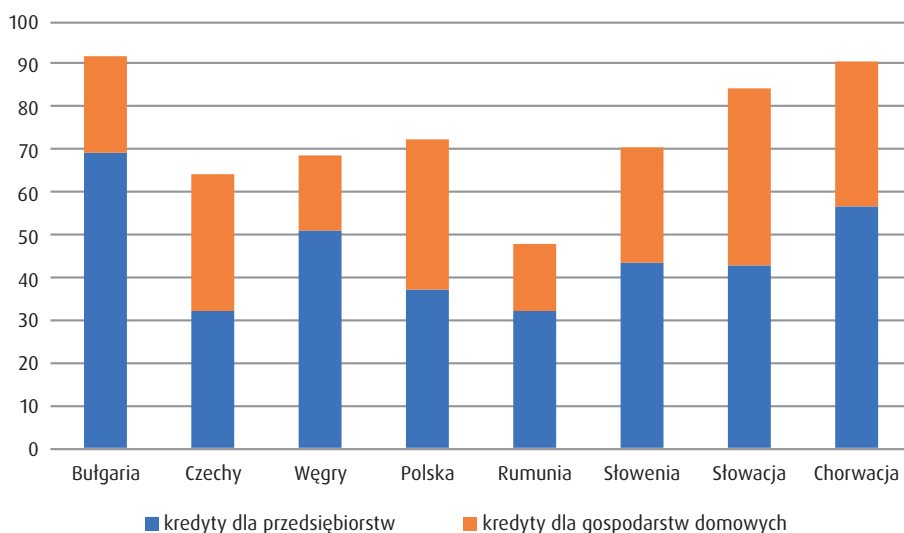
- 175,9% dla Irlandii;
- 124,9% dla Holandii;

- 111,4% dla Belgii;
- 92,2% dla Szwecji;
- 63,5% dla Wielkiej Brytanii;
- 63,1% dla Francji;
- 43,0% dla Niemiec.

Ponadto w krajach EŚW jest względnie niski wolumen kredytów dla przedsiębiorstw w relacji do wolumenu kredytów dla gospodarstw domowych, szczególnie kredytów konsumpcyjnych. W krajach Europy Zachodniej to w większości kredyty korporacyjne budują aktywa sektora bankowego, a spośród kredytów dla gospodarstw domowych widać bardzo duży udział kredytów mieszkaniowych. Niezależnie jednak od struktury kredytów dla sektora niefinansowego, sektor bankowy w krajach EŚW jest zdecydowanie mniej rozwinięty w porównaniu z państwami Europy Zachodniej.

Rysunek 5

Wartość kredytów i pożyczek dla przedsiębiorstw oraz kredytów i pożyczek dla gospodarstw domowych w relacji do PKB dla 8 gospodarek EŚW (%)*



* Dane o PKB za 2018 r. Dane o kredytach według stanu na koniec 2018 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostatu.

Podobnie jak w przypadku sektora kapitałowego, rozwój sektora bankowego jest silnie uzależniony od regulacji unijnych. W ostatnich latach coraz większy wpływ na kształt sektora bankowego mają działania makroostrożnościowe, które służą wzmacnianiu odporności systemu finansowego na wypadek materializacji ryzyka systemowego i wspieraniu przez to długookresowego, zrównoważonego wzrostu gospodarczego kraju. Polityka

makroostrożnościowa w Unii Europejskiej została wdrożona za pomocą następujących aktów prawnych⁴⁰:

- Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/36/UE z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie warunków dopuszczenia instytucji kredytowych do działalności oraz nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i firmami inwestycyjnymi, zmieniającej dyrektywę 2002/87/WE i uchylającej dyrektywy 2006/48/WE oraz 2006/49/WE (CRD IV), która następnie musiała zostać włączona do prawa poszczególnych krajów członkowskich poprzez akty prawne na poziomie krajowym;
- Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, zmieniającego rozporządzenie (UE) nr 648/2012 (CRR), które obowiązuje bezpośrednio.

Oba dokumenty prawne odnoszą się do dwóch rodzajów podmiotów: instytucji kredytowych (w Polsce są to banki) oraz firm inwestycyjnych (w Polsce – domy maklerskie należące do sektora kapitałowego).

Jednym z narzędzi tej polityki są bufory kapitałowe, które należy rozumieć jako dodatkowe obowiązkowe porcje kapitału ponad minima zarówno regulacyjne⁴¹, jak i te wyznaczone⁴² przez organ nadzoru bankowego w danym kraju członkowskim. Dyrektywa CRD IV wprowadza następujące bufory kapitałowe⁴³:

- zabezpieczający (*Capital Conservation Buffer – CCoB*);
- antycykliczny specyficzny dla instytucji (*Institution-specific Countercyclical Capital Buffer – CcyB*);
- globalnej instytucji o znaczeniu systemowym (*Global Systemically Important Institution Buffer – G-SII*);
- innej instytucji o znaczeniu systemowym (*Other Systemically Important Institution Buffer – O-SII*);
- ryzyka systemowego (*Systemic Risk Buffer – SyRB*).

Z punktu widzenia niniejszego opracowania największe znaczenie ma bufor antycykliczny, który jest nakładany na banki w sytuacji nadmiernego wzrostu akcji kredytowej w gospodarce. Przy ocenie zagrożeń, jakie może pociągać za sobą nadmierna akcja kredytowa, ocenia się nie tylko obecny stan, lecz również dynamikę cyklu kredytowego na tle cyklu koniunkturalnego. W sytuacji, kiedy istnieje podejrzenie, że banki będą kontynuowały politykę udzielania kredytów na dużą skalę, właściwy organ nadzoru makroostrożnościowego może im nakazać utrzymywanie dodatkowych wymogów kapitałowych. W ten

⁴⁰ CRD IV/CRR – *Capital Requirements Directive/Regulation*.

⁴¹ Na podstawie art. 92 CRR, tj. 4,5% dla kapitału CET1, 6% dla kapitału Tier 1 i 8% dla kapitału TCR.

⁴² Filar II (*pillar 2*).

⁴³ Art. 128 CRD IV.

sposób następuje zahamowanie cyklu kredytowego. Aby stwierdzić, czy konieczne jest uruchomienie bufora antycyklicznego, należy obliczyć wartość wskaźnika „kredyt/PKB”, gdzie „kredyt” w szerokim znaczeniu jest rozumiany jako stan zadłużenia sektora niefinansowego, a PKB jest podany nominalnie za cały rok. Maksymalna wartość tego bufora jest określona na 2,5% w odniesieniu do łącznej kwoty ekspozycji⁴⁴ na ryzyko danego banku i powinna być zastosowana, jeżeli różnica pomiędzy wskaźnikiem surowym a trendem wynosi co najmniej 10%. W roku 2019 coraz więcej państw zaczęło stosować bufor antycykliczny, uznając tym samym ekspansję kredytową za zagrożenie dla długookresowego, zrównoważonego wzrostu gospodarczego. Spośród analizowanych państw EŚW były to: Czechy, Słowacja oraz Bułgaria. Pomimo zatem słabo rozwiniętego sektora bankowego te trzy państwa uznały, że akcja kredytowa jest nadmierna i należy ją obniżyć za pomocą odpowiednich narzędzi polityki makroostrożnościowej.

Rynek finansowy a konkurencyjność (model)

W celu ustalenia zależności pomiędzy rozwojem rynku kapitałowego i rynku bankowego a sferą realną gospodarki został skonstruowany model panelowy. Model ten obejmuje swoim zasięgiem 7 krajów EŚW, tj.: Bułgarię, Czechy, Polskę, Rumunię, Słowację, Słowenię oraz Węgry. Model jest skonstruowany na danych z częstotliwością roczną, od 2010 r. do 2018 r. Łącznie w panelu są zatem 63 obserwacje. Dane o poszczególnych gospodarkach, stanowiące podstawę dla zmiennych, pochodzą z następujących baz danych:

- Eurostat;
- Statistical Data Warehouse, prowadzonej przez Europejski Bank Centralny;
- World Development Indicators, prowadzonej przez Bank Światowy.

Długość szeregów czasowych była determinowana przede wszystkim dostępnością właściwych informacji w bazach danych, szczególnie w bazie Europejskiego Banku Centralnego. Dużą zaletą korzystania z wyżej wymienionych baz jest możliwość pozyskania informacji opracowanych według identycznej metodyki. Jest to szczególnie istotne w przypadku rynku kapitałowego, który jest silnie zróżnicowany pomiędzy poszczególnymi państwami regionu EŚW, co już zostało pokazane w niniejszym opracowaniu. Właśnie dlatego do grupy analizowanych krajów nie została włączona Chorwacja, z uwagi na brak niektórych wystandaryzowanych danych o rynku kapitałowym. Ponadto w analizowanym okresie wszystkie 7 państw było już członkami Unii Europejskiej, co przekłada się

⁴⁴ Art. 130 i 136 CRD IV. W uzasadnionych przypadkach wartość wskaźnika bufora antycyklicznego może przekraczać 2,5%.

na funkcjonowanie ich sektorów bankowych i kapitałowych w coraz bardziej zharmonizowanym reżimie regulacyjnym.

Po zgromadzeniu informacji z powyższych źródeł powstał początkowy zbiór danych, składający się z takich zmiennych, jak:

- realna produktywność pracy mierzona na osobę zatrudnioną (*real labour productivity per person employed*) – indeks jednopodstawowy, równy 100 w 2010 r. dla każdego analizowanego kraju;
- kapitalizacja spółek na giełdzie na koniec okresu (*market capitalisation of listed companies*) – w milionach euro;
- wartość transakcji na rynku instrumentów udziałowych w elektronicznej księdze zleceń (*executed trades – equity, electronic order book transactions*) – w milionach euro;
- wartość kredytów i pożyczek udzielonych przedsiębiorstwom niefinansowym w relacji do PKB według stanu na koniec roku (*loans – non financial corporations to GDP*);
- PKB (*GDP*) – w milionach euro;
- deflator PKB (*GDP deflator*) – indeks jednopodstawowy, przyjmujący wartość 100 w 2010 r. dla każdego analizowanego kraju.

Przedstawiony zbiór potencjalnych zmiennych objaśniających był możliwie bliski grupie zmiennych, jakie były brane do modelowania w publikacjach omówionych w początkowej części niniejszego opracowania. W kolejnym etapie dokonano przekształcenia danych początkowych, w celu wykorzystania ich do zbudowania prawidłowego modelu panelowego. Skonstruowano dodatkowe zmienne objaśniające, mające na celu skwantyfikowanie rozwoju rynku kapitałowego:

- kapitalizacja spółek/PKB, tj. $\text{MarketCapToGDP} = (\text{market capitalisation of listed companies}/\text{GDP})$;
- wartość transakcji na rynku instrumentów udziałowych/kapitalizacja spółek, tj. $\text{TradesEquityEOBToMarketCap} = (\text{executed trades – equity, electronic order book transactions}/\text{market capitalisation of listed companies})$;

oraz rynku bankowego:

- wartość kredytów i pożyczek udzielonych przedsiębiorstwom niefinansowym według stanu na koniec roku, obliczona następująco: $\text{LoansCompaniesReal} = (\text{loans – non financial corporations to GDP}) \times \text{GDP}/(\text{GDP deflator})$.

Powyższe zmienne pozwalają także na porównanie wartości względnych pomiędzy krajami oraz zapewniają standaryzację wartości, która ma istotne znaczenie dla zastosowanych dalej metod ekonometrycznych. Ponadto dzięki nowym zmiennym, które powstały poprzez podzielenie dwóch wielkości nominalnych, wyeliminowano problem inflacji oraz różnic w poziomie rozwoju poszczególnych gospodarek i sektorów finansowych. W kolejnych krokach dodano logarytmy naturalne dla wszystkich zmiennych oraz obliczono pierwsze różnice logarytmów. Transformacje te mają na celu dalszą standaryzację

danych oraz zaadresowanie potencjalnego problemu niestacjonarności danych w czasie. Przekształcenia, które zostały przeprowadzone, są zgodne z zasadami modelowania ekonometrycznego oraz stanowią powszechną praktykę w literaturze przedmiotu.

W związku z tym, że celem modelu jest ustalenie zależności pomiędzy rozwojem rynku kapitałowego i rynku bankowego a gospodarką realną, jako zmienna objaśniana posłużyła realna produktywność pracy mierzona na osobę zatrudnioną (LabourProductivityPerEmp). Może być ona także interpretowana jako estymator konkurencyjności danej gospodarki. Z kolei zmienna TradesEquityEOBToMarketCap oznacza płynność rynku kapitałowego:

$$\begin{aligned} \ln \text{LabourProductivityPerEmp}_{i,t} = & \beta_1 \times \ln \text{TradesEquityEOBToMarketCap}_{i,t} + \\ & + \beta_2 \times \ln \text{LoansCompaniesReal}_{i,t} + \alpha_i + \varepsilon_{i,t}. \end{aligned}$$

Z uwagi na fakt, że jedną ze zmiennych objaśnianych jest różnica logarytmów, liczba okresów rocznych zmniejszyła się z 9 do 8. Łączna liczba obserwacji wyniosła zatem 56. Wyniki modelowania są przedstawione w tabeli 3.

Tabela 3
Wyniki estymacji modelu z indywidualnymi efektami stałymi (*individual fixed effects*)

Parametr	Oszacowanie	Błąd standardowy	Wartość <i>t</i>	Pr(> <i>t</i>)
β_1	1,3501	0,4325	3,1218	0,0031**
β_2	9,8559	4,5722	2,1556	0,0363*

Źródło: opracowanie własne.

Podstawowe statystyki modelu są następujące: $R^2 = 0,254$; skorygowany $R^2 = 0,127$; statystyka $F = 8,013$; $\text{Pr}(> |F|) = 0,001$.

Parametr przy zmiennej dotyczącej rynku kapitałowego jest statystycznie istotny przy poziomie istotności 1%, a parametr przy zmiennej z zakresu rynku bankowego – przy poziomie istotności 5%; α_i to z kolei wyraz wolny przyjmujący indywidualną wartość dla każdego kraju, która nie ulega zmianie w poszczególnych latach.

Dla zadanego poziomu istotności wynoszącego 5% nie ma podstaw do odrzucenia hipotezy zerowej mówiącej o tym, że model jest stabilny (tzw. *poolability test*). Wynika stąd, że nie występują statystycznie istotne różnice pomiędzy analizowanymi gospodarkami pod względem zależności badanych w tym modelu. Pomimo różnic w rozwoju gospodarki i sektorów rynku finansowego (inny poziom PKB, kapitalizacji czy kredytów i pożyczek dla sektora niefinansowego) dynamika procesów jest bardzo zbliżona. Przy tym samym poziomie istotności brak jest także podstaw do odrzucenia hipotezy zerowej

w teście *Lagrange Multiplier*, mówiącej o tym, że nie występują istotne efekty w czasie dla danego panelu. Oznacza to, że nie ma potrzeby konstruowania modelu z efektami losowymi (*random effects*).

Wyniki z tabeli 3 pokazują także, że oszacowane współczynniki dla dwóch zmiennych objaśniających są statystycznie istotne dla poziomu istotności 5% oraz że także ich efekt łączny jest istotny statystycznie dla poziomu istotności 5%. Oszacowane wartości współczynników należy interpretować w ten sposób, że wzrost płynności rynku kapitałowego ($\ln \text{TradesEquityEOBToMarketCap}$) o 1% przekłada się, *ceteris paribus*, na wzrost tempa dynamiki realnej produktywności ($d \ln \text{LabourProductivityPerEmp}$) o ok. 1,35%, natomiast wzrost dynamiki wartości udzielonych kredytów i pożyczek przedsiębiorstwom niefinansowym ($d \ln \text{LoansCompaniesReal}$) o 1% przekłada się, *ceteris paribus*, na wzrost tempa dynamiki realnej produktywności ($d \ln \text{LabourProductivityPerEmp}$) o ok. 9,9%.

Model pokazuje zatem, że rozwój rynku kapitałowego mierzony poziomem płynności oraz rozwój rynku bankowego mierzony wartością kredytów dla przedsiębiorstw mają istotny wpływ na dynamikę produktywności (oraz konkurencyjności) w gospodarkach analizowanych państw z regionu EŚW w latach 2011–2018. Jednocześnie podjęto także próbę zbadania wpływu rozwoju rynków finansowych na PKB. Niejednoznaczna zależność pomiędzy wyżej wymienionymi zmiennymi, która wynika z prostej analizy danych zawartych w tabeli 1, została potwierdzona wynikami odrębnego modelowania panelowego. Parametry przy zmiennych określających rozwój rynku kapitałowego oraz bankowego były dodatnie, lecz statystycznie nieistotne. Potrzebne są zatem dalsze badania w tym zakresie.

Istotną wartością dodaną tego badania jest pokazanie zależności pomiędzy rynkiem finansowym a sferą realną gospodarki w szerokiej grupie krajów oraz w okresie bieżącym. Prace, które zostały przytoczone w początkowej części niniejszego opracowania, dotyczyły w większości okresów wcześniejszych. Jednak niniejszy model potwierdził występowanie zależności w grupie gospodarek EŚW, które już ponad 20 lat temu zaobserwowali R. Levine i S. Zervos dla szerokiej grupy krajów.

Podsumowanie

1. W literaturze przedmiotu można znaleźć wiele badań na temat współzależności pomiędzy rozwojem rynku kapitałowego i bankowego a szeroko rozumianą sferą realną gospodarki, gdzie głównym wskaźnikiem jest wzrost gospodarczy. Jednocześnie istotną lukę w badaniach naukowych stanowi zależność pomiędzy rozwojem rynku kapitałowego i bankowego a realną produktywnością pracy w krajach regionu EŚW. Opracowania wskazują, że występuje pozytywna zależność pomiędzy rozwojem rynków finansowych a rozwojem gospodarczym.

2. Sektor kapitałowy w państwach Unii Europejskiej funkcjonuje w coraz bardziej zharmonizowanym reżimie regulacyjnym, który jest nakierowany na zwiększanie konkurencji i ochronę inwestorów. Wprowadzenie tych regulacji spowodowało wzrost fragmentacji rynków, a zatem pogorszenie płynności i jakości procesu formowania ceny. Dodatkowo spada liczba notowanych przedsiębiorstw na giełdach europejskich.
3. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie odgrywa wiodącą rolę w regionie EŚW pod względem zarówno wartości obrotów, jak i kapitalizacji w ujęciach bezwzględnym i względnym, tj. w relacji do PKB.
4. Giełdy w państwach EŚW wykazują silne zróżnicowanie w zakresie kapitalizacji, wartości obrotów czy głównych instrumentów będących przedmiotem obrotu nawet po normalizacji wielkością PKB. Różny jest też poziom zaawansowania rozwoju poszczególnych rynków – od *frontier* do *developed markets*.
5. Ważną inicjatywą podjętą przez prezesów 7 giełd regionu EŚW jest skonstruowanie nowego indeksu – CEEplus. W portfelu indeksu znajduje się ponad 100 najbardziej płynnych spółek notowanych na tych rynkach.
6. Kraje EŚW charakteryzują się niskim udziałem kredytów i pożyczek udzielonych przedsiębiorstwom niefinansowym do PKB na tle krajów Europy Zachodniej.
7. Modelowanie zależności pomiędzy rozwojem rynku kapitałowego i sektora bankowego a realną produktywnością pracy dla 7 krajów EŚW wskazało na występowanie dodatniego wpływu. Jest to zgodne z wynikami innych badań naukowych.
8. Wzrost płynności rynku kapitałowego o 1% przekłada się, *ceteris paribus*, na wzrost tempa dynamiki realnej produktywności o ok. 1,35%.
9. Wzrost dynamiki wartości udzielonych kredytów przedsiębiorstwom o 1% przekłada się, *ceteris paribus*, na wzrost tempa dynamiki realnej produktywności o ok. 9,9%.
10. Modelowanie wpływu rozwoju rynku kapitałowego i bankowego na PKB w krajach EŚW pokazało zależność dodatnią, ale parametry modelu były statystycznie nieistotne. Potrzebne są zatem dalsze badania w tym zakresie.

RYNKI KAPITAŁOWE W EUROPIE ŚRODKOWO-WSCHODNIEJ A COVID-19

Rynki kapitałowe bardzo szybko zareagowały na informację o pandemii COVID-19. Na giełdach światowych, w tym na giełdach regionu EŚW, ta negatywna informacja przełożyła się na gwałtowną wyprzedź akcji. Zaowocowało to nagłym spadkiem indeksów giełdowych i związanym z tym obniżeniem się wielkości kapitalizacji na poszczególnych rynkach. Na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie pierwsza faza spadkowa miała miejsce już w końcu lutego 2020 r., kiedy w ciągu pięciu dni roboczych wartość indeksu WIG zmniejszyła się o 14%. Potem nastąpiła

lekką korektą, jednak w następstwie kolejnych złych informacji WIG zaczął po raz kolejny tracić na wartości (28% w ciągu sześciu dni roboczych), osiągając najniższą wartość równą 37 164,02 (wartość zamknięcia) w dniu 12 marca 2020 r. Od tego czasu zaczęła następować powolna poprawa, aż do końca maja. Indeks WIG zyskał łącznie prawie 30% i tym niemniej cały czas pozostaje na poziomie wyraźnie niższym niż pod koniec 2019 r., tj. przed napływem informacji o pandemii. Podobne tendencje można było zaobserwować na pozostałych 7 giełdach regionu EŚW (zob. tabele 4 i 5). Wyprzedaż akcji przełożyła się automatycznie na zwiększenie wielkości obrotów, szczególnie w marcu 2020 r. Wynika to z danych w tabeli 6. Wyjątek stanowi Bułgaria, gdzie spadki w stosunku do grudnia 2019 r. należy tłumaczyć tzw. efektem wysokiej bazy.

Tabela 4
Dynamika głównych indeksów giełdowych w regionie EŚW w okresie styczeń–maj 2020 r.*

Wyszczególnienie	Wartość – koniec 2019	Dynamika 12.2019 = 100 (%)				
		1	2	3	4	5
Polska – WIG	57 832,88	2,8	-0,4	-24,2	-21,8	-19,1
Węgry – BUX	46 082,82	-0,7	-1,4	-21,9	-26,3	-21,8
Czechy – PX	1 115,63	2,4	-1,3	-23,6	-23,8	-19,6
Słowacja – SAX	351,14	0,5	2,0	-3,0	-6,1	0,3
Rumunia – BET	9 977,33	1,2	0,5	-18,0	-19,7	-15,2
Bułgaria – SOFIX	568,14	5,3	1,9	-17,2	-20,0	-18,0
Słowenia – SBITOP	921,14	4,9	5,4	-14,9	-15,2	-11,3
Chorwacja – CROBEX	2 017,43	2,0	-0,6	-25,9	-21,8	-21,5

* Dane średnie dla poszczególnych miesięcy.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych publikowanych przez poszczególne giełdy.

Tabela 5
Dynamika wielkości kapitalizacji spółek krajowych na głównych giełdach w regionie EŚW w okresie styczeń–maj 2020 r.*

Kraj	Wartość (mld EUR) – koniec 2019	Dynamika 30.12.2019 = 100 (%)				
		1	2	3	4	5
Polska	129,2	-2,0	-14,2	-26,5	-20,1	-16,3
Węgry	29,4	-7,0	-13,0	-32,3	-28,7	-30,3
Czechy	23,4	-2,7	-12,6	-24,9	-18,5	-17,2
Słowacja	2,8	-6,3	-5,3	-9,5	-12,1	-10,1
Rumunia	37,8	-1,0	-10,3	-33,5	-28,0	-23,5
Bułgaria	4,1	0,2	-2,6	-15,1	-11,3	-9,9
Słowenia	7,1	4,2	-2,0	-20,1	-13,3	-9,5
Chorwacja	19,9	1,7	-1,7	-14,8	-12,0	-9,7

* Dane na koniec poszczególnych miesięcy.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych publikowanych przez poszczególne giełdy.

Tabela 6
Dynamika wielkości obrotów akcjami na głównych giełdach* w regionie EŚW
w okresie styczeń–maj 2020 r.

Kraj	Wartość (mln EUR) -12.2019	Dynamika 12.2019 = 100 (%)				
		1	2	3	4	5
Polska	3 217,4	31,7	25,8	86,6	71,0	48,9
Węgry	695,0	9,8	31,6	117,9	58,8	12,2
Czechy	293,7	-2,9	58,2	182,8	62,4	36,0
Rumunia	107,6	89,4	68,5	206,4	67,9	37,3
Bułgaria	11,0	-46,3	-53,3	-6,5	-24,0	-50,7
Słowenia	30,2	19,2	12,6	108,1	-2,4	-4,5
Chorwacja	15,8	41,3	195,0	340,8	117,7	-1,2

* W zestawieniu nie została uwzględniona Słowacja z uwagi na pomijalnie niską skalę obrotów akcjami.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych publikowanych przez poszczególne giełdy

Dalsze kształtowanie się wartości indeksów, kapitalizacji i wielkości obrotów na rynkach kapitałowych w regionie EŚW będzie zależało m.in. od stopnia utrzymującej się niepewności, a także od napływających danych makroekonomicznych, które będą pokazywały wpływ pandemii na sferę realną gospodarki.

Bibliografia

Bayar Y. [2016], *Macroeconomic Determinants of Stock Market Development: Evidence from Borsa Istanbul*, "Financial Studies", no. 1, s. 69–89.

Bencivenga V., Smith B., Starr R.M. [1995], *Transactions Costs, Technological Choice, and Endogenous Growth*, "Journal of Economic Theory", vol. 67, s. 153–177.

Bhide A. [1993], *The Hidden Costs of Stock Market Liquidity*, "Journal of Financial Economics", vol. 34, s. 31–51.

Bratislava Stock Exchange [2020], <http://www.bsse.sk/default.aspx> (dostęp 29.05.2020).

Bucharest Stock Exchange [2020], <http://www.bvb.ro/> (dostęp 29.05.2020).

Budapest Stock Exchange [2020], <https://www.pse.cz/en> (dostęp 29.05.2020).

Bulgarian Stock Exchange [2020], <http://www.bsse.sk/default.aspx> (dostęp 29.05.2020).

Chambers D., Dimson E. (Ed.) [2016], *Financial Market History. Reflections on the Past for Investors Today*, CFA Institute Research Foundation, University of Cambridge.

Dietl M. [2019], *The Polish Capital Market One Year after Its Promotion to Developed Markets Status*, "The Warsaw Institute Review", vol. 11(4), s. 6–12.

Drehmann M., Tarashev N. [2013], *Measuring the Systemic Importance of Interconnected Banks*, "Journal of Financial Intermediation", no. 22, s. 586–607.

Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylająca dyrektywę Rady 93/22/EWG, Dz.Urz. UE L 145/1 z dnia 30 kwietnia 2004 r.

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/36/UE z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie warunków dopuszczenia instytucji kredytowych do działalności oraz nadzoru ostrożnościowego nad instytucjami kredytowymi i firmami inwestycyjnymi, zmieniająca dyrektywę 2002/87/WE i uchylająca dyrektywy 2006/48/WE oraz 2006/49/WE (CRD IV), Dz.Urz. UE L 176/338 z dnia 27 czerwca 2013 r.

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/57/UE z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie sankcji karnych za nadużycia na rynku, Dz.Urz. UE L 173/179 z dnia 16 kwietnia 2014 r.

Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE, Dz.Urz. UE L 173/349 z dnia 12 czerwca 2014 r.

ECB, Statistical Data Warehouse, <https://sdw.ecb.europa.eu/> (dostęp 21.05.2020).

ESMA, <https://www.esma.europa.eu/> (dostęp 29.05.2020).

ESRB [2014], *Recommendation of the European Systemic Risk Board of 18 June 2014 on Guidance for Setting Countercyclical Buffer Rates*, (ESRB/2014/1), https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/recommendations/140630_ESRB_Recommendation.en.pdf (dostęp 29.05.2020).

ESRB [2020], *National Policy. National Macroprudential Institutional Framework*, https://www.esrb.europa.eu/national_policy/html/index.en.html (dostęp 28.05.2020).

European Union, https://europa.eu/european-union/index_pl (dostęp 28.05.2020).

Eurostat Database, <https://ec.europa.eu/eurostat/data/database> (dostęp 28.05.2020).

FTSE Russell, <https://www.ftserussell.com/> (dostęp 5.06.2020).

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, <https://www.gpw.pl/> (dostęp 29.05.2020).

Goldsmith R. W. [1969], *Financial Structure and Development*, Yale University Press, New Haven–London.

Grossman S. J., Miller M. H. [1988], *Liquidity and Market Structure*, vol. 43(3), July, s. 617–633.

Holmstrom B., Tirole J. [1997], *Financial Intermediation, Loanable Funds, and the Real Sector*, "The Quarterly Journal of Economics", vol. 112(3), s. 663–691.

Hondroyannis G., Lolos S., Papapetrou E. [2005], *Financial Market and Economic Growth in Greece, 1986–1999*, "Journal of International Financial Markets, Institutions and Money", no. 15, s. 173–188.

Kruszka M., Mokrogulski M. [2017], *Wymogi kapitałowe dla europejskich banków o znaczeniu systemowym*, „Kwartalnik Naukowy Uczelni Vistula”, nr 1(51), s. 187–204.

Levine R. [1991], *Stock Markets, Growth, and Tax Policy*, "The Journal of Finance", vol. 46(4), no. 4, s. 1445–1465.

Levine R., Zervos S. [1998], *Stock Markets, Banks, and Economic Growth*, "The American Economic Review", vol. 88(3), June, s. 537–558.

Ljubljana Stock Exchange, <http://www.bsse.sk/default.aspx> (dostęp 29.05.2020).

Mokrogulski M. [2019], *Macroprudential Policy in Poland*, Proceedings of the 12th Economics and Finance Conference, Dubrovnik, <https://www.iises.net/proEŚWdings/12th-economics-finance-conference-dubrovnik/table-of-content/detail?article=macroprudential-policy-in-poland> (dostęp 28.05.2020).

NBP, *Nadzór makroostrożnościowy*, <http://www.nbp.pl/nadzormakroostroznościowy/index.aspx> (dostęp 28.05.2020).

Obreja Brasoveanu L., Dragota V., Catarama D., Semenescu A. [2008], *Correlations between Capital Market Development and Economic Growth. The Case of Romania*, "Journal of Applied Quantitative Methods", January, s. 64–75.

Prague Stock Exchange, <https://www.pse.cz/en> (dostęp 29.05.2020).

Rajan R.G., Zingales L. [1998], *Financial Dependence and Growth*, "The American Economic Review", vol. 88, no. 3, June, s. 559–586.

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 575/2013 z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie wymogów ostrożnościowych dla instytucji kredytowych i firm inwestycyjnych, zmieniające rozporządzenie (UE) nr 648/2012 (CRR), Dz.Urz. UE L 176/1 z dnia 27 czerwca 2013 r.

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE, Dz.Urz. UE L 173/1 z dnia 12 czerwca 2014 r.

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 600/2014 z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniające rozporządzenie (EU) nr 648/2012, Dz.Urz. UE L 173/84 z dnia 12 czerwca 2014 r.

Ustawa z dnia 5 sierpnia 2015 r. o nadzorze makroostrożnościowym nad systemem finansowym i zarządzaniu kryzysowym w systemie finansowym, Dz.U. z 2015 r., poz. 1513.

van Nieuwerburgh S., Buelens F., Cuyvers L. [2005], *Stock Market Development and Economic Growth in Belgium*, "Explorations in Economic History", no. 43, s. 13–38.

Vienna Stock Exchange, <https://www.pse.cz/en> (dostęp 29.05.2020).

World Bank Database, <https://databank.worldbank.org/home> (dostęp 28.05.2020).

Zagreb Stock Exchange, <http://www.bsse.sk/default.aspx> (dostęp 29.05.2020).