

dr Małgorzata Białas-Szymańska¹ 

Wydział Zarządzania i Logistyki

Uczelnia Techniczno-Handlowa im. Heleny Chodkowskiej w Warszawie

Współczesne determinanty efektywności ryнку kapitałowego na GPW w Warszawie

WSTĘP

Efektywność rynku kapitałowego (EMH – *Efficient Market Hypothesis*) jako hipoteza funkcjonuje już ponad cztery dekady. Zapoczątkował ją Eugene Fama (1969), stawiając w niej na losowość zmian cen papierów wartościowych, bez możliwości uzyskania stopy zwrotu wyższej, niż ta oferowana przez rynek. Zwolenników, jak i przeciwników tego podejścia jest wielu, jednak najbardziej racjonalnym ujęciem w tym zakresie wydaje się hipoteza zaproponowana przez Andrew Lo (2005), dotycząca rynków adaptacyjnych (AMH – *Adaptive Market Hypothesis*), ponieważ łączy aspekty efektywności i jej braku. W literaturze przedmiotu zaprezentowano dotychczas bardzo bogaty zbiór teorii o charakterze inwestycyjnym, wzorowanych na fundamentach hipotezy rynku efektywnego, w której to hipotezie stawia się na pierwszym miejscu racjonalność graczy giełdowych i ich w pełni przemyślane posunięcia inwestycyjne. Z tymi założeniami nie zgadzają się między innymi behawioryści, którzy dokonali niejednokrotnie przybliżenia wielu zaburzeń w funkcjonowaniu hipotezy o efektywności rynku kapitałowego.

Na podstawie podjętej próby zaprezentowania charakterystyki walorów rynku efektywnego wskazano na przejrzystość rynku, jako cechy odpowiadającej za równy dostęp do informacji na temat cen instrumentów finansowych. Natomiast za elementy blokujące efektywność polskiego rynku kapitałowego na dzień dzisiejszy wskazano niską kapitalizację, niewielki udział w rynku inwestorów zagranicznych oraz niezadowalający poziom płynności. Zatem dbałość o sprawny rynek kapitałowy jest kluczowa z punktu widzenia rozwoju gospodarczego na bazie innowacji, które w dużej mierze finansowane są właśnie przez ten rynek.

¹ Adres korespondencyjny: e-mail: malgorzata.bialas_szymanska@onet.pl. ORCID: 0000-0002-9035-6128.

CEL I METODA BADAŃ

Celem artykułu jest porównanie różnych sposobów postrzegania reakcji cen aktywów finansowych na rynku kapitałowym, jako wyraz konieczności prawidłowego zdefiniowania zjawisk nowych w tym zakresie oraz próba częściowej analizy najistotniejszych przyczyn obecnego poziomu efektywności Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Weryfikacji poddano hipotezę badawczą zakładającą występowanie związku przyczynowo-skutkowego pomiędzy wyborem sposobu postrzegania reakcji cen aktywów finansowych i stopniem efektywności rynku kapitałowego. Weryfikacja hipotezy badawczej zostanie zrealizowana dzięki osiągnięciu celu pracy, poprzez zastosowanie wybranych metod badań, a wśród nich: studiów literaturowych na podstawie literatury polskiej i anglojęzycznej, elementów analizy opisowej oraz charakterystyk głównych uwarunkowań odpowiedzialnych za poziom efektywności polskiego rynku kapitałowego.

PRZEGLĄD WYBRANYCH BADAŃ NAD EFEKTYWNOŚCIĄ
RYNKU KAPITAŁOWEGO

Pojęcie efektywności rynku kapitałowego często jest omawiane w literaturze naukowej, ale nadal nie jest samo w sobie jednoznaczne, ponieważ podłoże hipotezy efektywności rynku opiera się na *racjonalnym inwestorze*, a samą racjonalność określa się mianem swoistej zdolności szacowania ceny papierów wartościowych w oparciu o komplet dostępnych informacji (pamiętając o tym, że inwestorzy z reguły unikają ryzyka). Wyróżniono w ten sposób trzy zasadnicze sposoby rozumienia tej efektywności, jako (Czekaj, Woś, Żarnowski, 2001):

- efektywność alokacyjną,
- efektywność techniczną, czyli transakcyjną,
- efektywność informacyjną.

W sensie alokacyjnym rynek kapitałowy istnieje wówczas, gdy zapewnia dopływ niezbędnego kapitału w miejsce o najlepszych możliwościach inwestycyjnych. Natomiast efektywność transakcyjna rynku istnieje, gdy konkurencja między pośrednikami działającymi na rynku zapewnia niskie koszty transakcyjne oraz gdy zaistnieje możliwość natychmiastowego zawierania transakcji kupna – sprzedaży papierów wartościowych. W sensie informacyjnym z kolei rynek jest efektywny, gdy zapewnia szybką wymianę informacji pomiędzy wszystkimi uczestnikami rynku, czego skutkiem jest pełne uwzględnienie informacji w wycenie papierów wartościowych (w związku z czym ceny papierów wartościowych zawsze odzwierciedlają ich wartość rzeczywistą) (Czekaj, Woś, Żarnowski, 2001).

Według wielu źródeł literatury można sformułować trzy podstawowe grupy informacji, wpływających na decyzje inwestorów, którzy dzięki swoim trans-

akcjom ustalają na rynku kurs odpowiednich papierów wartościowych (Ciołek, 2019). W przypadku akcji, pierwszą z nich stanowią informacje bezpośrednio dotyczące danego papieru wartościowego (będą to informacje charakteryzujące sytuację wewnętrzną spółki, wyrażone za pomocą poszczególnych pozycji w rachunku zysków i strat oraz bilansu spółki – analiza fundamentalna). Drugą grupę stanowić będą informacje o ogólnej sytuacji wybranej branży. Natomiast trzecia grupa to informacje o sytuacji makroekonomicznej, które dotyczą najistotniejszych wskaźników gospodarczych, a więc dynamiki PKB, inflacji, bezrobocia. Dla giełdowej wyceny papierów wartościowych ważny jest również element oczekiwań, dotyczący wszystkich wyżej wymienionych zjawisk (Ciołek, 2018).

Rynek spełniający warunki efektywności posiada następujące cechy (Brzeszczyński, Kelm, 2002):

- ceny akcji reagują na pojawiające się informacje od razu po ich ujawnieniu,
- zmiany cen papierów wartościowych to zmiany losowe,
- profesjonalni inwestorzy, działając samodzielnie lub grupowo, nie mogą uzyskać stóp zwrotu wyższych od przeciętnych.

Efektywność rynku kapitałowego przez kolejne dekady była jednym z najczęściej poruszanych wątków wśród praktyków, ponieważ niosła za sobą bardzo poważne konsekwencje dla inwestorów oczekujących coraz to nowszych informacji w tym zakresie. Teoretyczne osiągnięcia poparto szeroką rzeszą badań empirycznych, z których zdecydowana większość potwierdziła słuszność podstawowej hipotezy o efektywności rynku kapitałowego (Jensen, 1978; Fama, French, 1993).

W wielu pracach, których przedmiotem była analiza procesu stanowienia cen na spekulacyjnych rynkach, zaakcentowano „aspekty informacyjne” tego procesu. W szczególnie jaskrawy sposób podejście tego typu widoczne jest w pracach P. Cootnera, który broni losowego charakteru w zakresie zmian cen aktywów finansowych (Cootner, 1964).

Znaczącą rolę w procesie kształtowania współczesnej teorii rynków efektywnych odegrał P. Samuelson, który w swoim pionierskim artykule udowodnił, iż na informacyjnie efektywnym rynku – którego nie należy mylić z rynkiem efektywnym w sensie alokacyjnym, jaki do mikroekonomii wprowadził V. Pareto – zmiany cen są nieprzewidywalne, jeżeli są prawidłowo antycypowane, czyli w pełni odzwierciedlają oczekiwania i informacje posiadane przez wszystkich uczestników rynku (Samuelson, 1965).

W odniesieniu do wymienionych typów informacji, w zależności od tego, który zestaw uwzględniono w cenach, wyróżniono trzy typy efektywności (Roberts, 1967):

- *Słaba forma efektywności (weak – form efficient market hypothesis)* w przypadku, gdy ceny aktywów notowanych na badanym rynku w pełni odzwierciedlają informację dotyczącą cen tych aktywów w przeszłości, czyli bieżące ceny papierów wartościowych są odbiciem wszystkich istotnych informacji zawartych

w danych historycznych o kursach akcji. Na podstawie tylko i wyłącznie ruchu cen w przeszłości inwestor nie jest jednak w stanie tak przewidzieć procesu kształtowania się przyszłych notowań walorów, by osiągnąć stopy wyższe od normalnie oczekiwanych przez rynek. Słaba forma efektywności wydaje się najłatwiejsza do osiągnięcia przez rynek, gdyż obecnie informacje dotyczące historycznych notowań walorów są szeroko dostępne, bez potrzeby ponoszenia dużych nakładów na ich zdobycie.

- *Półsilna (średnia) forma efektywności (semistrong form efficient market hypothesis)* zakłada z kolei prawidłowość cen akcji, jeżeli zostały one ukształtowane na podstawie informacji historycznych o cenach, jak również w oparciu o wszelkie publiczne informacje mogące mieć znaczenie dla ich poziomu. Zatem hipoteza ta poszerza zakres informacji, które uwzględnia się w rynkowej wycenie walorów. A informacje publiczne muszą być udostępnione wszystkim uczestnikom rynku. Są to dane zawarte w raportach finansowych spółek, komunikaty publikowane przez spółki, informacje o charakterze makroekonomicznym ogłaszane publicznie oraz informacje prasowe. J.M. Patell i M.A. Wolfson stwierdzili, że większość korekcyjnych ruchów cen przypada na okres 5–10 minut po ujawnieniu komunikatu (Patell, Wolfson, 1984). W przypadku poprawności powyższej hipotezy nie jest możliwe osiąganie ponadprzeciętnych zwrotów, bazując na ogólnie dostępnych informacjach. Obecnie warunek powszechności informacji jest spełniony, aczkolwiek ich ilość jest tak duża, że gromadzenie i analiza tych danych wymaga bardzo często zdecydowanie większych środków technicznych i finansowych. W związku z czym tylko profesjonalnych inwestorów, których stać na ponoszenie dodatkowych nakładów na zdobycie i analizę wiadomości publicznych, określa się mianem „najlepiej poinformowanych”. Przy tej formie efektywności nadrzędne znaczenie, według badaczy, ma struktura inwestorów na rynku w sytuacji, gdy liczna grupa inwestorów profesjonalnych w sposób ciągły i systematyczny poddaje dogłębnej analizie zebrane wiadomości i natychmiast dokonuje transakcji na ich podstawie. Okazuje się zatem, że wykorzystane informacje znajdują błyskawicznie odbicie w cenach papierów wartościowych. W sytuacji, gdy rynek budują liczni inwestorzy indywidualni, u których czas i możliwości finansowo-techniczne wymuszają swą selekcję informacji płynących z rynku, półsilna efektywność pojawiałaby się rzadko. Inwestorzy indywidualni dokonujący pobieżnej analizy dostępnych danych, inwestują w oparciu o najprostsze strategie, czyli w oparciu o analizę danych historycznych. Często są to ruchy intuicyjne, dokonywane pod wpływem impulsów bądź pogłosek. W takiej sytuacji ceny papierów wartościowych nie odzwierciedlają wszystkich publicznie dostępnych informacji.
- *Silna forma efektywności (strong – form efficient market hypothesis)* dotyczy rynku, na którym ceny aktywów finansowych odzwierciedlają wszelką informację łącznie z informacją prywatną – niepubliczną, poufną i dostępną

tylko nielicznym uczestnikom rynku. W przypadku poprawności silnej hipotezy efektywności rynku nie istnieje możliwość pokonania rynku, zarówno przez inwestorów bazujących na powszechnie dostępnych informacjach, ale również przez grupę inwestorów posiadających informacje poufne. Inwestorzy posiadający informacje niepubliczne, odpowiednio wcześniej dokonują transakcji, a następnie oczekują na jej upublicznienie, tak by zarobić na reakcji rynku. Nie zawsze mogą jednak dokładnie przewidzieć zachowania rynku w momencie ogłoszenia takich informacji. Mogą oni dokonywać przeszacowań posiadanych wiadomości, mogą nie przewidzieć jednoczesnego pojawienia się innych informacji dotyczących na przykład rynku, które zneutralizują bądź spowodują efekt odwrotnego wpływu informacji wyjściowej, dotyczącej danej spółki (Szyszka, 2003).

Z czasem okazało się, że powyższa hipoteza stała przed poważnymi wyzwaniami, a mianowicie kolejne badania empiryczne wykazywały coraz bardziej istotne wątpliwości, co do jej zasadności, chociażby przez liczne, identyfikowane anomalie rynkowe podważające fundamenty koncepcji efektywności. Prowadzone badania w tym zakresie na przestrzeni ostatnich kilkunastu lat wskazują, że polski rynek kapitałowy nie jest rynkiem efektywnym, na szczególną uwagę zasługują tutaj prace: S. Majewskiego (2004), D. Papli (2003), W. Tarczyńskiego (1997), P. Zielonki (2004), T. Nawrockiego i B. Jabłońskiego (2011).

Natomiast odnośnie do rynku zagranicznego alternatywnym ujęciem dla hipotezy efektywności stała się *koncepcja rynku koherentnego*, opracowana przez Tonisa Vagę i opierająca się na nieliniowym modelu statystycznym. W swoim modelu T. Vaga wykorzystał teorię społecznego uczenia się poprzez obserwację autorstwa Bandury (1973; 2007), jako odmianę synchronii interakcyjnej, która ma miejsce również na rynku kapitałowym i przejawia się w postaci kontaktów różnych uczestników rynku, szczególnie między emitentami i inwestorami. Drugim elementem, na którym zbudował swój model, była koncepcja społecznego naśladownictwa, zakładając zmienność rynku kapitałowego w czasie, nacechowaną znamionami efektywności, chaosu i spójności (Vaga, 1990).

Dotychczasowe badania nad naśladownictwem społecznym wskazują na fakt, iż ta technika nawiązywania i utrzymywania relacji społecznych ma również szerokie zastosowanie w relacjach inwestorskich (Kulesza, 2018).

Pionierami w tym zakresie byli fizycy E. Callen i D. Shapero (1974), którzy zachowania ludzkie przyrównali do zjawiska magnetyzmu, tłumacząc tę tezę w sposób następujący:

- reakcja opinii publicznej uzależniona jest od czynników zewnętrznych i wewnętrznych,
- jednostka w danej społeczności zachowuje się tak jak jej większość,
- w przypadku dużej rozbieżności w poglądach opinii publicznej reakcja jednostek ma charakter nieskoordynowany.

Dzięki powyższym założeniom T. Vaga wyodrębnił na potrzeby swojego modelu cztery stany, opisujące kondycję rynku kapitałowego:

- Pozycja pierwsza to zjawisko szeroko identyfikowane na potrzeby funkcjonowania rynku kapitałowego, a mianowicie reagowanie rynku na błędzenie przypadkowe. Co istotne „efektywność rynku nie implikuje błędzenia przypadkowego, ale to właśnie błędzenie przypadkowe implikuje efektywny rynek” (Peters, 1997, s. 14).
- Szereg testów hipotezy efektywności rynkowej obejmuje zjawisko błędzenia przypadkowego. Dodatkowo każda jej wersja dowodzi, że informacje trafiające do publicznej wiadomości, czyli historyczne, nie wywierają ponownego wpływu na rynkową aktywność (Peters, 1997, s. 16). Co istotne, założenie błędzenia przypadkowego rozpoznano jako pierwsze – w postaci wyników zebranych z obserwacji rynku i analizy statystycznej stóp zwrotu. Natomiast niejako ukoronowaniem szerokiego zastosowania analizy statystycznej była właśnie hipoteza efektywności rynku (Alexander, 1961).
- Pozycja druga to pojęcie niestabilnego przejścia rozumianego jako przejaw braku stabilności i braku efektywności rynkowej ze wzrastającym znaczeniem rozumowania grupowego.
- Pozycja trzecia to określenie rynku koherentnego, w którym „wyznacznikiem funkcji gęstości prawdopodobieństwa rynkowych stóp zwrotu są elementy o charakterze fundamentalnym oraz zbiorowe emocje” (Majewska, Majewski, 2001). Najważniejsze są tutaj odczucia skrajne o charakterze wyraźnie wzrostowym bądź spadkowym, jako efekt otrzymywania informacji o charakterze fundamentalnym pożądanym bądź wręcz negatywnych.
- Pozycja czwarta obejmująca fazę rynku o chaotycznym charakterze, w którym wizja i odczucia inwestorów są decydujące dla jej kształtu w konfrontacji z czynnikami fundamentalnymi, które w tej fazie zajmują dalszy plan. Cechą charakterystyczną tej fazy jest możliwość występowania długoterminowego trendu o jednolitym charakterze bądź też jego nagłe załamanie, jak to miało miejsce w marcu 2020 roku na światowych giełdach.

Najbardziej interesującą fazą spośród wymienionych wydaje się faza rynku koherentnego, jako ta, która w największym stopniu odzwierciedla proces budowania hierarchii cenowej aktywów finansowych w bezpośrednim związku ze stanem gospodarki i poziomem zadowolenia inwestorów, co szczególnie widoczne jest w okresach kryzysów finansowych. Każdy kolejny kryzys finansowy na rynkach giełdowych zmniejsza ufność inwestorów w trwałość trendów wzrostowych, czyli stają się oni bardziej ostrożni w swoich inwestycyjnych decyzjach.

To co wydarzyło się w czwartek 12 marca 2020 roku na rynku kapitałowym, potwierdza ten fakt. Wówczas to Warszawska Giełda Papierów Wartościowych odnotowała największe spadki cen akcji w historii, będąc w tym dniu w czołówce najsłabszych na całym globie. Złożyło się na to wiele wcześniejszych wydarzeń,

związanych z ogólnym bilansem debiutów na GPW, na poziomie niezadowolającym, co wiąże się również z liczbą wycofań z giełdy w ostatnim okresie. Należy pamiętać, że dla rozwoju rynku kapitałowego znaczenie wręcz fundamentalne ma prawidłowe powiązanie elementów w ujęciu makroekonomicznym z punktu widzenia polityki finansowej państwa, z elementami w ujęciu mikro dla zachowania bezpieczeństwa inwestora indywidualnego. W dobie kolejnego kryzysu finansowego i epidemicznego znaczenie wymienionych działań winno być jednym z priorytetowych zabiegów ze strony rządzących.

Co istotne, już 20 marca 2020 roku GPW w Warszawie okazała się jedną z najsilniejszych giełd na całym globie, gdyż indeks WIG wzrósł do poziomu 6,3%, co na tle tendencji spadkowej na giełdach europejskich i amerykańskiego S&P 500 było znaczącym wydarzeniem (Parkiet news, 25.03.2020 r.).

Faktem jest, że pandemia COVID-19 spowodowała na świecie znaczne ograniczenie aktywności ekonomicznej, co zwiastuje w Europie największą zapaść gospodarki strefy euro na przestrzeni ostatnich dekad. Trudno jednak dopatrywać się cech wspólnych obecnej zapaści z tą sprzed ponad dziesięciu lat, ponieważ epicentrum ograniczeń dotyczy obecnie przede wszystkim sektora usług z branżą detaliczną na czele, który z punktu widzenia skali zatrudnienia przewyższa sektor przemysłowy. Obecna sytuacja na rynku kapitałowym, może zwiastować niespotykaną dotychczas skalę przyszłych, możliwych bankructw, trudną do oszacowania na obecną chwilę (Parkiet news, 25.03.2020 r.).

Za kolejną alternatywę dla hipotezy efektywności rynku kapitałowego uznaje się *hipotezę rynków adaptacyjnych* autorstwa Andrew Lo, który wskazuje na równomierne występowanie efektywności, jak i nieefektywności. Hipoteza ta uwzględnia możliwość łączenia hipotezy efektywności E. Famy z ewentualnym osiągnięciem ponadprzeciętnych stóp zwrotu (Lo, 2005).

Wydaje się więc bardziej odpowiadająca realiom rynkowym, ponieważ efektywność zmienia się w zależności od warunków panujących na rynku i w jego otoczeniu. A. Lo potwierdził, że efektywność rynkowa może w ogóle nie mieć miejsca, a o jej występowaniu decyduje sytuacja rynkowa w danym momencie (Lo, 2005).

Element adaptacyjności w tej hipotezie oznacza zdolność przystosowawczą rynku kapitałowego do zmieniających się warunków otoczenia giełdowego, stąd znaczenie tej doktryny istotnie wzrosło po kryzysie finansowym w latach 2007–2008 i można przewidywać jej rozkwit w okresie wychodzenia z zapaści finansowej, po wygaszeniu obecnej pandemii na świecie.

Weryfikacja poziomu adaptacyjności odbywa się podobnie, jak weryfikacja formy słabej efektywności w ramach hipotezy E. Famy, a rozbieżność pomiędzy tymi badaniami polegała na tym, że A. Lo dokonał podziału określonego szeregu czasowego na podokresy i każdy z tych podokresów został poddany testom statystycznym – taką metodologię badań zastosował A. Lo w celu zbadania stop-

nia adaptacyjności amerykańskiego rynku kapitałowego (Lo, 2005). W stosunku do polskiego rynku kapitałowego podobną analizę przeprowadził M. Kołatka (2019), który swoje badania oparł na testach przeprowadzonych przez A. Lo oraz A. Urquharta i F. McGroarty'ego (2016).

W ciągu ostatnich dwudziestu lat hipoteza rynków adaptacyjnych stała się bardzo popularną supozycją w najnowszej literaturze akademickiej w zakresie rynków rozwiniętych: amerykańskiego i azjatyckiego (Todea, Ulici, Silaghi, 2009; Noda, 2016; Kim, Shamsuddin, Lim, 2011; Lim, Luo, Kim, 2013), jak i rozwijających się: afrykańskiego i wschodnioeuropejskiego (Ndubuisi, Okere, 2018; Chang, Ahmed, Ghumro, Bhayo, 2018).

Dotychczas przeprowadzone analizy potwierdzają słuszność hipotezy rynków adaptacyjnych, a tym samym występowanie fluktuacji poziomu efektywności w kolejnych przedziałach czasowych. Na gruncie teoretycznym, w polskiej literaturze akademickiej, nad powyższą hipotezą pochylił się, jako jeden z pierwszych, Paweł Rokita (2009), który w swojej pracy skupił się na aspektach teoretycznych zaprezentowanej hipotezy przez A. Lo. Z kolei analitycznego ujęcia poruszanego tematu podjął się Michał Kasolik (2016), który powyższą koncepcję odniósł na grunt polskich warunków rynkowych, na podstawie przeprowadzonej analizy wartości indeksu WIG.

WSPÓŁCZESNE DETERMINANTY EFEKTYWNOŚCI NA GPW W WARSZAWIE

Intencją autora nie jest dowodzenie efektywności polskiego rynku kapitałowego, a jedynie próba prezentacji współczesnych uwarunkowań kreujących efektywność Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Bogate źródło informacji w tym zakresie stanowi Strategia Rozwoju Rynku Kapitałowego, która obowiązuje w naszym kraju od 25 października 2019 r. i odzwierciedla pełnowartościowy plan rozwoju rodzimego rynku kapitałowego (Strategia Rozwoju Rynku Kapitałowego, 2019).

Pomimo że w 2018 roku międzynarodowa agencja FTSE Russell dokonała przeklasyfikowania polskiego rynku kapitałowego do zbioru rynków rozwiniętych, to podkreślenia wymaga fakt, iż jego rozwój jest nadal ograniczany przez wiele przeszkód o charakterze prawnym i regulacyjnym. Nie bez znaczenia jest również tutaj poziom kapitalizacji, odbiegający od średniej europejskiej oraz ograniczona liczba inwestorów indywidualnych. Powyższe elementy stanowią przedmiot rozważań w dalszej części niniejszego opracowania.

Jedną z nadrzędnych cech charakteryzujących rozwinięte rynki kapitałowe jest wysoki poziom zaufania do tego rynku. Należy pamiętać, że można ten stan osiągnąć poprzez odpowiedni status otoczenia sprawującego kuratelę, a tym samym regulacyjnego. Co istotne, w przytoczonym dokumencie podkreśla się ko-

nieczność przyspieszenia procesu procedowania docelowych aktów prawnych, gwarantujących stabilność rynku kapitałowego w Polsce, co szczególnie w okresie światowej pandemii zyskuje na znaczeniu, z racji konieczności zapewnienia rodzimemu sektorowi przedsiębiorstw szerokiego wachlarza rozwiązań finansowych (poprzez ich wieloetapową dywersyfikację), umożliwiających tworzenie nowych miejsc pracy i uzyskiwanie niezbędnych środków pieniężnych do realizacji zamierzeń inwestycyjnych, czy też do podejmowania codziennych decyzji operacyjnych (Strategia Rozwoju Rynku Kapitałowego, 2019).

Okres pandemii COVID-19 szczególnie uwidocznił potrzebę uformowania środowiska biznesowego współgrającego z, w miarę elastycznymi unormowaniami formalno-prawnymi w zakresie dostępu do kapitału i ochrony interesów inwestorów, a wspomniana dywersyfikacja różnych źródeł finansowania w dłuższej perspektywie powinna wpłynąć na obniżenie kosztów związanych z pozyskiwaniem kapitału, szczególnie dla sektorów małych, średnich i mikroprzedsiębiorstw. Pomocną w tym zakresie będzie odpowiednia infrastruktura polskiego rynku kapitałowego, charakteryzująca się stabilnym fundamentem zbudowanym w oparciu o prawidłowo funkcjonujące instytucje w tym zakresie. Bez wątpienia zasadniczy rdzeń polskiego rynku kapitałowego stanowi bezpieczny rynek giełdowy, czyli Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. (obecnie Grupa Kapitałowa), jako największa giełda w Europie Środkowo-Wschodniej. Na prowadzonych przez nią rynkach notowane są akcje i obligacje blisko tysiąca krajowych i zagranicznych emitentów. Wachlarz świadczonych usług przez Grupę Kapitałową Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie (GK GPW), oprócz obrotu akcjami i obligacjami, obejmuje także obrót instrumentami strukturyzowanymi i pochodnymi, wraz z usługą sprzedaży danych (składowymi giełdy są również rynki: towarowy i energii elektrycznej).

Na rynku głównym GK GPW notowanych jest 430 podmiotów, w tym 383 rodzime przedsiębiorstwa, a łączna wartość wszystkich spółek to ok. 1,3 bln PLN, w tym ponad połowa dotyczy polskich spółek (Grupa Kapitałowa GPW, komunikaty prasowe, 2022).

Jednak o kondycji rynku kapitałowego decyduje efektywność rynku akcji, a na tym polu, niestety, obserwuje się niekorzystne trendy od kilku lat. Do najważniejszych zalicza się:

- spadek liczby spółek notowanych na głównym rynku Warszawskiej Giełdy;
- spadek udziału inwestorów indywidualnych, ukierunkowanych na długoterminowe inwestowanie;
- spadek kapitalizacji (Grupa Kapitałowa GPW, komunikaty prasowe, 2022).

Powyższe wskazuje, iż największym wyzwaniem dla polskiego rynku kapitałowego będzie zwiększenie jego efektywności, poprzez jego bezpośredni wpływ na funkcjonowanie całej gospodarki, co w obecnej sytuacji makroekonomicznej i geopolitycznej będzie niezwykle trudne.

Według danych za 2018 r. kapitalizacja warszawskiej giełdy wyniosła 579 mld zł i stanowiła około 1/10 kapitalizacji giełdy niemieckiej, natomiast wartość obrotów na Rynku Głównym stanowi zaledwie 3% wielkości obrotów platformy handlu giełdowego Euronext (czyli wspólnie giełdy brukselskiej, paryskiej i amsterdamskiej). Także wskaźnik płynności, jako relacja pomiędzy wartością rocznych obrotów i średniej kapitalizacji, nie jest optymistyczny, gdyż wynosi około 35% w stosunku do na przykład 80% giełdy niemieckiej (*Federation of European Securities Exchanges*, 2018).

Problemem numer jeden polskiej giełdy jest nadal niska wartość ofert publicznych, niezbędne są więc działania mające na celu zniwelowanie negatywnych procesów na rodzimym rynku kapitałowym. A tych jest znacznie więcej, a najdotkliwiej zarysowującym się jest zjawisko *delistingu* spółek z Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, czyli rezygnacji z giełdy przez emitentów (Grupa Kapitałowa GPW, komunikaty prasowe, 2022). W historii Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie miały miejsce dwa okresy charakteryzujące się wyższą liczbą spółek opuszczających parkiet od liczby debiutujących emitentów. Pierwszy okres obejmował lata 2002–2003, a drugi trwa od 2017 roku. W ostatnich latach obserwuje się niepokojąco liczną grupę spółek opuszczających parkiet GPW w Warszawie, w 2018 roku dotknęło to aż 25 spółek, co stanowi rekordową liczbę od kwietnia 1991 roku, czyli od wznowienia działalności zorganizowanego rynku obrotu papierami wartościowymi w Polsce. Zjawisko to interpretowane jest przez inwestorów jako zwiastun kryzysu rynku kapitałowego w Polsce.

Z zestawień statystycznych GK GPW za grudzień 2021 roku, dotyczących liczby spółek wycofywanych z obrotu wynika, że będzie to co najmniej dwadzieścia spółek. Na początku grudnia była to liczba 19 spółek, a z dniem 31 grudnia giełdę opuściła Netia, którą przejął Cyfrowy Polsat (Grupa Kapitałowa GPW, komunikaty prasowe, 2022). Skalę powyższego procesu zaprezentowano w tabeli 1.

Tabela 1. Liczba spółek wycofywanych z obrotu na GPW

Rok	Liczba spółek wycofanych z GPW
2021	20
2020	24
2019	23
2018	25
2017	20

Źródło: (GK GPW).

Chociaż liczba wycofywanych z GPW spółek w roku 2021 nie jest mała, to istotniejszy jest fakt, iż tym wycofaniom towarzyszyło 16 debiutów giełdowych,

w tym powszechnie znanych firm, takich jak: Grupa Pracuj, STS Holding, Pepco, Shoper oraz Onde (Grupa Kapitałowa GPW, komunikaty prasowe, 2021).

Przyczynami *delistingu* według GK GPW są:

- fuzje i przejęcia spółek,
- dematerializacja na żądanie emitenta,
- ogłoszenie upadłości, powodujące przymusowe wykluczenie z obrotu (Grupa Kapitałowa GPW, komunikaty prasowe, 2021)

Ponadto, w ostatnich latach częstym zjawiskiem pojawiającym się na GPW jest ogłaszanie wezwań na akcje notowanych spółek, które miały na celu osiągnięcie progu około 90% na walnym zgromadzeniu, a tym samym przeprowadzenie tak zwanego przymusowego wykupu pozostałych akcji (Grupa Kapitałowa GPW, komunikaty prasowe, 2021). Stąd w Ministerstwie Finansów i Rozwoju rozpoczęto pod koniec 2021 roku procedowanie projektu ustawy, która ma celu między innymi rozszerzenie ochrony inwestorów na rynku finansowym dzięki zmianie systemu wezwań do zapisywania się na sprzedaż akcji.

W obecnej sytuacji kluczowym zbiorem rozwiązań winien okazać się opublikowany w 2020 r. plan Federation of European Securities Exchanges FESE pt.: „Unia rynków kapitałowych do 2024 r. – wizja dla Europy”, w którym określono 20 zasad i zaleceń politycznych, dotyczących dalszego rozwoju unii rynków kapitałowych (CMU).

Plan ten przewiduje (*Federation of European Securities Exchange, Capital...*, 2020):

- „Ambitne i całościowe podejście do wspierania bardziej płynnego i zintegrowanego systemu finansowego.
- Finansowanie gospodarki, służenie inwestorom i firmom korzystającym z realnej gospodarki.
- Uczciwą i uporządkowaną strukturę rynku akcji z efektywnym kształtowaniem cen i przejrzystością.
- Bezpieczne zabezpieczenie i efektywne zarządzanie ryzykiem dzięki giełdowym instrumentom pochodnym (ETD).
- Zrównoważone finanse jako zmianę paradygmatu dla zdrowszych rynków kapitałowych”.

W związku z powyższym podkreślenia wymaga fakt dbałości na polskim rynku kapitałowym o strukturę organizacyjną na linii emitent → biuro maklerskie → inwestor, ponieważ na podstawie ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi obowiązuje u nas „zasada przymusu maklerskiego” w ramach realizowanych publicznych ofert papierów wartościowych, na podstawie której oferty publiczne obowiązkowo są przeprowadzane z udziałem domów maklerskich i banków parających się tym typem działalności, co służy umocnieniu wymienionej wyżej relacji (Ustawa, 2005).

Bez wątpienia oba przytoczone plany działań na rzecz rozwoju rynków kapitałowych są wyrazem jak największej troski o te rynki i mają przyczynić się do poszerzenia wachlarza możliwości zdobywania i lokowania kapitału na giełdach światowych i w Polsce.

ZAKOŃCZENIE

Konkluzją dla powyższych rozważań jest stwierdzenie, że hipoteza o efektywności rynkowej stanowi jedną z najistotniejszych teorii pozwalających zrozumieć reakcje cen akcji. Na jej podstawie konstruowano kolejne modele, a dodatkowo ustalenie efektywności rynku w ujęciu słabym nie kończy procesu weryfikacji hipotezy rynków efektywnych, gdyż możliwe jest występowanie ponadprzeciętnych dochodów z innych typów informacji.

Na podstawie podjętej próby zaprezentowania charakterystyki walorów rynku efektywnego wskazano na przejrzystość rynku, jako cechę odpowiadającą za równy dostęp do informacji na temat cen instrumentów finansowych. Natomiast za elementy blokujące efektywność polskiego rynku kapitałowego obecnie wskazano niską kapitalizację, niewielki udział w rynku inwestorów zagranicznych oraz niezadowalający poziom płynności, a także narastający proces rezygnacji z giełdy przez emitentów. Wszystkie te procesy wpływają negatywnie na rynek kapitałowy, ponieważ obserwuje się spadek zainteresowania rodzimym rynkiem przez inwestorów, co potwierdzają dane publikowane przez GPW. Niestety, coraz trudniej jest prognozować zachowania otoczenia rynkowego ze względu na naszą obecną sytuację geopolityczną, a także ze względu na niepokojące trendy światowe, jak rosnąca inflacja, zakłócenia w łańcuchach dostaw, podwyżki cen surowców energetycznych kluczowych dla gospodarek. W takich warunkach konieczne jest podejmowanie natychmiastowych kroków naprawczych, jakimi powinny być przede wszystkim:

- budowanie solidnego zaufania do rynku poprzez dbałość o interesy inwestorów, szczególnie indywidualnych,
- zapewnienie stabilności środowiska regulacyjnego,
- podejmowanie akcji promowania inwestycji, mających na celu ochronę środowiska, poprzez ograniczanie negatywnego oddziaływania jednostek gospodarczych na środowisko przyrodnicze,
- promowanie technologii blockchain.

Realizacja powyższych kroków służyć będzie rozwojowi rynku kapitałowego i jego konkurencyjności w ujęciu globalnym, a dopiero w obliczu takiego rynku można prognozować długoterminowy rozwój rodzimej gospodarki.

BIBLIOGRAFIA

- Alexander, S.S. (1961). Price Movements in Speculative Markets: Trends of Random Walks. *Industrial Management Review*; Cambridge Mass. Tom 2. Nr/wydanie 2. (May 1, 1961), 7–26.
- Bandura, A. (1973). *Aggression. A social learning analysis*. Oxford: Prentice-Hall Inc.
- Bandura, A. (2007). *Teoria społecznego uczenia się*. Warszawa: PWN.
- Brzeszczyński, J., Kelm, R. (2002). *Ekonometryczne modele rynków finansowych. Modele kursów giełdowych i kursów walutowych*. Warszawa: WIG PRESS.
- Callen, E., Shapero, D. (1974). A Theory of Social Imitation. *Physics Today*, 27(7), 23–27. DOI: 10.1063/1.3128690.
- Ciołek, M. (2018). *Efektywność informacyjna polskiego rynku akcji*. Warszawa: CeDeWu.
- Chang, B., Ahmed, P., Ghumro, N., Bhayo, M-U-R. (2018). Are gold markets weak form efficient? Evidence from China, India and Russia, *Sukkur IBA Journal of Management and Business*, 5(1), 55–65.
- Cootner, P. (1964). *The Random Character of Stock Market Prices*. Cambridge, Massachusetts: MIT.
- Czekaj, J., Woś, M., Żarnowski, J. (2001). *Efektywność giełdowego rynku akcji w Polsce*. Warszawa: PWN.
- Fama, E.F. (1969). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 28–30. DOI: 10.2307/2325486
- Fama, E.F., French, K. (1993). Common Risk Factors in the Returns of Stocks and Bonds. *Journal of Financial Economics*, 33, 3–11.
- Federation of European Securities Exchanges (2018). Pobrane z: https://ec-europa.eu.translate.google.com/translate/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/1723-A-simplified-prospectus-for-companies-and-investors-in-Europe/F16079_sk?_x_tr_sl=sk&_x_tr_tl=pl&_x_tr_hl=pl&_x_tr_pto=sc (2022.06.23).
- Federation of European Securities Exchange (2020). *Capital Markets Union by 2024 a Vision for Europe, FESE* Brussels. Pobrane z: <https://www.fese.eu/app/uploads/2019/08/FESE-Blueprint-2019.pdf> (2022.06.23).
- Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie – statystyki. Pobrane z: <https://www.gpw.pl/statystyki-gpw> (2022.06.23).
- Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie – statystyki rynku *Catalyst*. Pobrane z: <https://newconnect.pl/statystyki-okresowe> (2022.06.23)
- Grupa Kapitałowa GPW, komunikaty prasowe, 2021. Pobrane z: <https://www.gpw.pl/komunikaty-i-uchwaly-gpw> (2022.06.23).
- Grupa Kapitałowa GPW, komunikaty prasowe, 2022. Pobrane z: <https://www.gpw.pl/komunikaty-i-uchwaly-gpw> (2022.06.23).
- <https://www.parkiet.com/gospodarka-swiatowa/art19910821-rozpoczela-sie-gleboka-i-nietypowa-recesja> (2020.03.25).
- Jensen, M. (1978). Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency. *Journal of Financial Economics*, 6, 95–101. DOI: 10.1016/0304-405X(78)90025-9.
- Kasolik, M. (2016). Weryfikacja wybranych zastosowań hipotezy rynku adaptacyjnego na rynkach finansowych. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie*, 10(958), 51–59. DOI: 10.15678/ZNUEK.2016.0958.1004.

- Kim, J., Shamsuddin, A., Lim, K.-P. (2011). Stock return predictability and the adaptive markets hypothesis: Evidence from century-long U.S. data. *Journal of Empirical Finance*, 18(5), 870–875.
- Kulesza, W. (2018). *Efekt kameleona. Psychologia naśladownictwa*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe Scholar.
- Kołatka, M. (2019). *Adaptacyjność polskiego rynku kapitałowego*. Sopot: Katedra Mikroekonomii Uniwersytet Gdański.
- Lim, K.-P., Luo, W., Kim, J. (2013). Are US stock index returns predictable? Evidence from automatic autocorrelation-based test. *Applied Economics*, 45(8), 955–962. DOI: 10.1080/00036846.2011.613782.
- Lo, A. (2005). Reconciling Efficient Markets with Behavioral Finance: The Adaptive Markets Hypothesis. *Journal of Investment Consulting*, 7(2), 21–44.
- Majewska, A., Majewski, S. (2001). The Coherent Market Hypothesis by Vaga of the Example of Warsaw Stock Exchange – Theoretical Aspects. *Folia Economica Stettinensia*, 7, 155–161.
- Majewski, S. (2004). Badanie efektu długotrwałej pamięci na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie na przykładzie wybranych spółek i indeksu WIG. *Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu*, 11, 459–467.
- Nawrocki, T., Jabłoński, B. (2011). *Inwestowanie na rynku akcji: jako ocenić potencjał rozwojowy spółek notowanych na GPW w Warszawie*. Warszawa: Wydawnictwo CeDeWu.
- Ndubuisi, P., Okere, K. (2018). Stock returns predictability and the adaptive market hypothesis in emerging markets: evidence from the Nigerian capital market. *Asian Journal of Economic Modelling*, 6(2), 148–155. DOI: 10.18488/journal.8.2018.62.147.156.
- Noda, A. (2016). A test of the adaptive market hypothesis using a time-varying AR model in Japan. *Finance Research Letters*, 17, 69–71. DOI: 10.1016/j.frl.2016.01.004.
- Papla, D. (2003). Średnioterminowa analiza ponadprzeciętnych stóp zwrotu. *Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu*, 991, 448–457.
- Patell, J.M., Wolfson, M.A. (1984). The Intraday Speed of Adjustments of Stock Prices to Earnings and Dividend Announcements. *Journal of Financial Economics*, 13, 223–252. DOI: 10.1016/0304-405X(84)90024-2.
- Peters, E.E. (1997). *Teoria chaosu a rynki kapitałowe*. Warszawa: WIG-Press.
- Roberts, H. (1967). *Statistical Versus Clinical Prediction of the Stock Market*. Chicago: University of Chicago, Centre for Research in Security Prices.
- Rokita, P. (2009). Wykorzystanie hipotezy rynku adaptacyjnego w analizie polskiego rynku kapitałowego – wprowadzenie teoretyczne. *Studia i Prace Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Współczesne problemy modelowania i prognozowania zjawisk społeczno-gospodarczych*, 2, 1–12.
- Samuelson, P. (1965). Proof that properly anticipated, prices fluctuate randomly. *Industrial Management Review*, 6(2), 41–49.
- Strategia Rozwoju Rynku Kapitałowego. (2019). Uchwała nr 114 Rady Ministrów z dnia 1 października 2019 r. (M. P. z 2019 r., poz. 1027).
- Szyska, A. (2003). *Efektywność Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie na tle rynków dojrzałych*. Poznań: Akademia Ekonomiczna w Poznaniu.
- Tarczyński, W. (2003). Efektywność działania Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. *Ekonomista*, 4, 521–538.

- Todea, A., Ulici, M., Silaghi, S. (2009). Adaptive markets hypothesis: evidence from Asia-Pacific financial markets. *The Review of Finance and Banking*, 1(1), 8–12.
- Urquhart, A., McGroarty, F. (2016). Are stock markets really efficient? Evidence of the adaptive market hypothesis. *International Review of Financial Analysis*, 47, 39–49. DOI: 10.1016/j.irfa.2016.06.011.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2018 r., poz. 2286 ze zm.).
- Vaga, T. (1990). The Coherent Market Hypothesis. *Financial Analysis Journal*, 11/12, 36–48.
- Zielonka, P. (2004). Technical analysis as the representation of typical cognitive biases. *International Review of Financial Analysis*, 13(2), 217–225. DOI: 10.1016/j.irfa.2004.02.007.

Streszczenie

Celem artykułu jest charakterystyka wybranych zagadnień, dotyczących historycznego i współczesnego postrzegania reakcji cen aktywów finansowych na rynku kapitałowym. Podjęto w nim również próbę cząstkowej analizy najistotniejszych przyczyn obecnego poziomu efektywności Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, co istotowo wiąże się z powszechnym zainteresowaniem inwestorów funkcjonowaniem rynków kapitałowych, a szczególnie giełdami papierów wartościowych. Rodzi to zatem konieczność zidentyfikowania mechanizmów kształtujących ceny akcji. Pomocne w tym zakresie mogą okazać się prezentacje założeń następujących kluczowych teorii: Hipotezy o efektywnym rynku; Koncepcji rynku koherentnego; Hipotezy rynków adaptacyjnych.

Efektywność rynku kapitałowego, zwłaszcza giełdowego rynku akcji, może być rozumiana w różny sposób, jednakże najczęściej w badaniach ekonomicznych pojęcie to jest utożsamiane z efektywnością informacyjną. Co istotne, dbałość o sprawny rynek kapitałowy jest kluczowa z punktu widzenia rozwoju gospodarczego na bazie innowacji, które w dużej mierze finansowane są właśnie przez ten rynek. Efektywność rynku kapitałowego jest jednym z najczęściej poruszanych wątków wśród praktyków, ponieważ niesie za sobą bardzo poważne konsekwencje dla inwestorów. W artykule dokonano prezentacji najnowszych ujęć, mających wpłynąć pozytywnie na rozwój rynku kapitałowego w Polsce i na terenie Unii Europejskiej oraz historycznych treści w zakresie wyżej wymienionej hipotezy o efektywnym rynku, koncepcji rynku koherentnego i hipotezy rynków adaptacyjnych. Autorka podjęła również próbę scharakteryzowania współczesnych uwarunkowań wpływających bądź mających wpływać w niedalekiej przyszłości na rozwój rodzimego rynku kapitałowego.

Słowa kluczowe: rynek kapitałowy, efektywność rynku, typy efektywności, badanie, inwestor.

Contemporary determinants of the efficiency of the capital market on the Warsaw Stock Exchange

Summary

The aim of the article is to characterise selected historical issues and the contemporary perception of the response of financial asset prices in the capital market. It also attempts to partially analyse the most important reasons for the current level of effectiveness of the Warsaw Stock Exchange. This is significantly related to the widespread interest of investors in the functioning of capital markets, especially stock exchanges. Therefore, it is necessary to identify the mechanisms shaping share prices.

The presentations of the following key theories may prove helpful in this respect: Efficient market hypotheses, the concept of a coherent market, and hypotheses of adaptation markets.

The efficiency of the capital market, especially the stock exchange market, can be understood in various ways, although most often in economic research, this concept is equated with information efficiency. Importantly, care for an efficient capital market is crucial from the point of view of economic development based on innovations, which are largely financed by this market. The efficiency of the capital market is one of the most discussed topics among practitioners because it has very serious consequences for investors. The article presents the latest regulations that are to have a positive impact on the development of the capital market in Poland and in the European Union, as well as historical content in the scope of the above-mentioned effective market hypothesis, the concept of a coherent market and the hypothesis of adaptation markets. The author has also attempted to characterise contemporary conditions that affect or are to affect the development of the domestic capital market in the near future.

Keywords: capital market, market efficiency, types of efficiency, research, investor.

JEL: P34, D53, E44.