

## **Wpływ prywatyzacji na rozwój giełd papierów wartościowych w Europie Centralnej**

### WSTĘP

Zniesienie właścicielskiej roli państwa, według zwolenników prywatyzacji giełdy warszawskiej, jest decyzją właściwą i wymagającą jak najszybciej realizacji. Prywatna forma własności zapewni szybszy rozwój handlu papierami wartościowymi. Odbywać się to będzie na kilku płaszczyznach, przede wszystkim poprzez zdecydowanie lepsze postrzeganie polskiego rynku kapitałowego na świecie. W chwili obecnej giełda warszawska zaliczana jest do małych, lokalnych rynków i ujmowana w statystykach w jednej grupie z innymi giełdami tego regionu. Prywatyzacja stworzy natomiast możliwość nawiązania szerszej współpracy z bardziej rozwiniętymi rynkami, zajmującymi się obrotem instrumentami finansowymi. Możliwość współpracy umożliwi emitentom papierów wartościowych, ulokowanych na parkiecie warszawskim, oferowanie ich na światowych rynkach kapitałowych. W takiej sytuacji zwiększeniu ulegną możliwości pozyskiwania niezbędnych im środków finansowych. Wymierne korzyści odniosą także indywidualni inwestorzy giełdy warszawskiej, którzy będą mogli lokować swoje środki finansowe w papiery wartościowe notowane na największych rynkach giełdowych świata<sup>1</sup>.

Prezentowane korzyści są ważnym elementem przemawiającym za przyspieszeniem prywatyzacji rynków giełdowych. Wielokrotnie zostało już udowodnione, że własność prywatna w sposób bardziej efektywny przyczynia się do rozwoju posiadanych instytucji. Prywatyzacja przynosi jednak pożądane efekty tylko w sytuacji, kiedy inwestor jest zainteresowany rozwojem nabywanego przedsiębiorstwa oraz gdy sprzyjają temu uwarunkowania gospodarcze, prawne, a nawet polityczne. Efekty dokonanych prywatyzacji można za-

---

<sup>1</sup> „Prywatyzacja GPW jest istotnym czynnikiem umożliwiającym dalszy rozwój polskiego rynku kapitałowego. GPW to dzisiaj jedna z bardzo niewielu liczących się giełd państwowych. Brak prywatyzacji hamowałby istotnie jej dalszy rozwój, szczególnie w obszarze budowania regionalnego centrum finansowego”. Podsumowanie strategii pierwszego etapu prywatyzacji Giełdy Papierów Wartościowych S.A., Dokument dla członków Komisji Skarbu Państwa Sejmu, Warszawa, 12 marca 2008 roku.

obserwować na przykładzie niektórych rynków Europy Centralnej, które sprzedano w ostatnich latach. Analiza skutków przeprowadzonych prywatyzacji obejmuje kształtowanie się liczby spółek giełdowych, a przede wszystkim zmiany zachodzące w rozmiarach kapitalizacji prywatyzowanych rynków. Wymienione wskaźniki są najbardziej reprezentatywnymi czynnikami, obrazującymi rozwój rynków giełdowych. Badany okres obejmuje lata 2000–2009, a więc okres, kiedy rynki giełdowe byłych państw socjalistycznych zakończyły proces tworzenia nowoczesnej infrastruktury giełdowej oraz zdobyły doświadczenia w zakresie międzynarodowego obrotu papierami wartościowymi [Czekaj, Sopoćko, 1991, s. 9]. Przedmiotem analizy zostały objęte największe giełdy regionu, a więc także te, które posiadają jeszcze państwowy nadzór właścicielski (giełda bratysławska), znajdują się w trakcie prywatyzacji (giełda warszawska) lub zostały sprywatyzowane giełda w Budapeszcie, Pradze i Lublanie. Powyższe ujęcie badanych wskaźników pozwoli na wykazanie w jakim zakresie prywatyzacja przyczyniła się do rozwoju badanych rynków.

## STRUKTURY WŁAŚCICIELSKIE GIEŁD EUROPY CENTRALNEJ

Forma własności oraz struktura giełd działających w Europie Centralnej jest bardzo zróżnicowana. Większość analizowanych rynków giełdowych posiada prywatną formę własności. Zasadniczą cechą tych rynków jest występowanie inwestora strategicznego w posiadaniu którego znajduje się ponad pięćdziesiąt procent udziałów. Za przykład może posłużyć struktura udziałowców giełdy budapesztańskiej (BSE). Właścicielem strategicznym na tym rynku jest giełda wiedeńska, która jest właścicielem 50,45% udziałów. Natomiast razem z Österreichische Kontrollbank AG, udziałowcem Wiener Börse AG, posiada prawie 67% akcji BSE.

**Tabela 1. Struktura akcjonariatu giełdy budapesztańskiej**

Nazwa instytucji	Udziały
Wiener Börse AG	50,45%
Österreichische Kontrollbank AG	18,34%
Magyar Nemzeti Bank	6,94%
KBC Securities Mo. Fiöktelepe	5,19%
Concorde Ertekpapir ZRT.	4,17%
Urbana Corporation	3,12%
Pozostali	11,8%
Razem	100%

Źródło: Budapest Stock Exchange. [Hptt://www.bse.hu/topmenu/about\\_us/shereholders](http://www.bse.hu/topmenu/about_us/shereholders).

Pozostali udziałowcy giełdy bratysławskiej są bardzo rozdrobnieni. Posiadając zaledwie kilka procent akcji nie mają istotnego wpływu na sposób zarządzania giełdą. Podobną strukturę akcjonariatu posiadają giełdy w Lublanie i Pradze. Na tych rynkach strategicznym udziałowcem jest również Wiener Börse AG. Giełda w Lublanie jest jej własnością w ponad 81 procentach. Natomiast giełda praska aż w 92,4 procentach należy do giełdy wiedeńskiej.

**Tabela 2. Udziały Wiener Börse w giełdach środkowoeuropejskich**

Giełda	Udziały
Budapest Stock Exchange	50,45%
Prague Stock Exchange	92,4%
Ljubljana Stock Exchange	81,01%
Bucharest Stock Exchange	25,2%

Źródło: Wiener Börse AG.

Pozostałe dwa wśród badanych rynków Europy Centralnej, tj. giełda bratysławska i giełda warszawska nie zostały jeszcze całkowicie sprywatyzowane. Wprawdzie giełda bratysławska uważana jest za rynek sprywatyzowany, gdyż większościowym udziałowcem jest National Property Fund of the Slovak Republic, który posiada aż 74,20% udziałów w giełdzie. Fundusz ten jest jednak własnością państwową. Pozostali akcjonariusze dysponują udziałami mniejszościowymi. Zatem nie mają oni żadnego wpływu na jakość prowadzonego handlu i kierunki rozwoju rynku.

**Tabela 3. Najwięksi udziałowcy giełdy bratysławskiej**

Lp.	Nazwa instytucji	Udziały
1	National Property Fund of the Slovak Republic	74,20
2	Patria Finance	11,76
3	Allianz – Slovenská poisťovňa	5,07
4	Slovenská sporiteľňa	3,93
5	Capital Partners Development	1,16
6	Oost-Europa Participaties, B.V.	0,87
7	Pozostali	3,01
Razem		100%

Źródło: [hpt://bsse.sk/Content/EN/ StockExchange//shereholders.htm](http://bsse.sk/Content/EN/StockExchange//shereholders.htm).

Odmienna sytuacja występuje na giełdzie warszawskiej. W dyspozycji Skarbu Państwa znajduje się aż 98,80% akcji warszawskiego rynku papierów wartościowych. Pozostałe 1,20% należy do banków, domów maklerskich oraz emitentów papierów wartościowych. Giełda warszawska znajduje się

obecnie w trakcie prywatyzacji. Przedmiotem sprzedaży może być pakiet przekraczający 74% udziałów w rynku. Oferta sprzedaży została skierowana do London Stock Exchange, Deutsche Börse, NYSE Euronext oraz Nasdaq OMX. W efekcie przeprowadzonej prywatyzacji, struktura udziałowców giełdy warszawskiej, będzie podobna do obowiązującej na giełdach w Budapeszcie, Pradze i Lublanie.

## TENDENCJE ROZWOJOWE RYNKÓW EUROPY CENTRALNEJ

Jednym z najlepszych przykładów wpływu prywatyzacji na rozwój rynku giełdowego, jest giełda budapesztańska. Została ona sprywatyzowana w 2004 roku, jako jeden z pierwszych rynków państw postkomunistycznych. Możliwa jest zatem analiza zmian w wartości kapitalizacji oraz liczby spółek, jakie znajdowały się na tej giełdzie przed jej prywatyzacją, a także po przejęciu przez nowego właściciela. W 2000 roku kapitalizacja giełdy budapesztańskiej wynosiła 17 470,00 mln euro, co było trzecim wynikiem wśród giełd działających w tym regionie. W okresie pięciu lat wartość spółek zwiększyła się do poziomu 21 978,97 mln euro, co oznaczało wzrost o ponad 25%. Od połowy dekady nastąpiło jednak zahamowanie rozwoju rynku. W styczniu 2005 roku – po prywatyzacji – giełda budapesztańska była już czwartym rynkiem regionu. Pomimo że, w lipcu 2007 roku kapitalizacja rynku osiągnęła wartość 35 999,20 mln euro, to jednak w styczniu 2009 roku spadła ona do zaledwie 11 396,77 mln euro. Obliczając procentowe zmiany wartości rynku w czasie rynkowej hossy, jak również w okresie załamania handlu papierami wartościowymi, to uzyskane wyniki wskazują, że w latach 2005–2007 kapitalizacja zwiększyła się o ponad 63%, by spaść – z wysokiego poziomu – o około 70% w 2009 roku. Analizując zatem wzrost, a następnie spadek rynkowej wyceny spółek, widoczne jest, że uzyskane wzrosty, zwłaszcza w wartościach bezwzględnych, są mniejsze, a spadki znacznie większe od notowanych przez największe giełdy regionu. O zahamowaniu procesów rozwojowych na tym rynku nie świadczą wyłącznie zmiany w kapitalizacji, ale także niewielka liczba notowanych tam spółek, która zmniejsza się systematycznie. W okresie dekady nastąpił spadek liczby spółek, która z 66 w 2000 roku obniżyła się do 46 w styczniu 2005 roku. Okres prywatnego nadzoru nad rynkiem budapesztańskim także nie przyczynił się do zwiększenia napływu spółek na parkiet, a wręcz zaobserwowano tendencję odwrotną, gdyż 2009 roku na rynku notowano zaledwie 43 przedsiębiorstwa akcyjne.

**Tabela 4. Kapitalizacja i liczba spółek notowanych na wybranych giełdach środkowoeuropejskich**

Giełda	Kapitalizacja (mln euro)	Liczba spółek	Giełda	Kapitalizacja (mln euro)	Liczba spółek
Styczeń 2000 roku					
Budapeszt – BSE	17 470,00	66	Praga – PSE*	11 084,58	57
Bratysława – BSSE	3 288,57	899	Warszawa – WSE	31 495,00	205
Lublana – LSE	3 152,00	132			
Styczeń 2005 roku					
Budapeszt – BSE	21 978,97	46	Praga – PSE	23 741,60	55
Bratysława – BSSE	3 212,47	289	Warszawa – WSE	50 571,37	218
Lublana – LSE	7 347,86	141			
Lipiec 2007 roku					
Budapeszt – BSE	35 999,20	48	Praga – PSE	39 311,55	31
Bratysława – BSSE	4 386,10	173	Warszawa – WSE	150 439,53	316
Lublana – LSE	18 711,61	135			
Styczeń 2009 roku					
Budapeszt – BSE	11 396,77	43	Praga – PSE	26 524,69	26
Bratysława – BSSE	3 848,22	193	Warszawa – WSE	56 911,35	460
Lublana – LSE	8 038,82	82			

\* Dane ze stycznia 2001 roku.

Źródło: Federation of European Securities Exchanges. Bratislava Stock Exchange.

Giełda w Lublanie jest kolejną giełdą, która należy do grona sprywatyzowanych rynków w regionie. Prywatyzacja tej giełdy miała miejsce w czerwcu 2008 roku, zatem okres prywatnego nadzoru jest za krótki, aby możliwa była dokładna ocena rozwoju rynku. Istotne wydaje się jednak przeprowadzenie analizy zjawisk zachodzących na tym rynku w badanym okresie. Pozwoli to wykazać, w jaki sposób następował rozwój rynku w toku jej prywatyzacji – przypadający na początek drugiej dekady – oraz w pierwszym okresie jej prywatnej działalności.

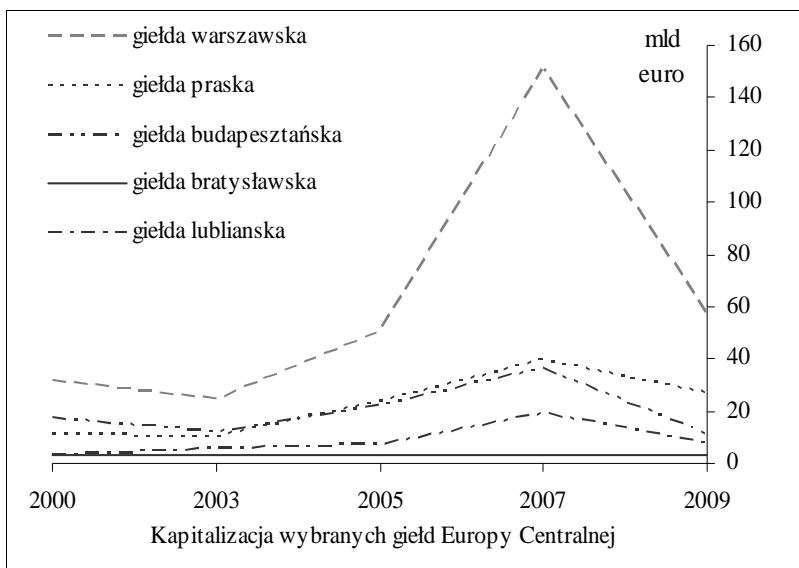
Ogólna wartość kapitalizacji giełdy w 2000 roku wynosiła 3 152,00 mln euro i do początku procesu prywatyzacji w 2007 roku zwiększyła się do 18 711,61 mln euro. W tym czasie osiągając znaczący – w ujęciu procentowym – wzrost, który wyniósł aż kilkaset procent. Zawirowania na rynku finansowym zapoczątkowały dekonjunkturę, która sprowadziła kapitalizację rynku słoweńskiego do kwoty 8 038,82 mln euro w 2009 roku. Oznaczało to spadek, w porównaniu z rekordową wartością, o prawie 60%. Pomimo że w okresie poprzedzającym prywatyzację, giełda w Lublanie notowała systematyczny wzrost kapitalizacji rynku, to jednak w wartościach bezwzględnych kształtował się na niskim poziomie. Ocenę rozwoju rynku, po zakończeniu prywatyzacji, utrudnia ogólna dekonjunktura na światowych rynkach giełdowych. Ważnym potwierdzeniem stagnacji, występującej na rynku w trakcie prywatyzacji i już po jej zakończeniu, jest gwałtownie spadająca liczba spółek w giełdowym obrocie. W tym czasie zmniejszyła się

ona ze 135 do zaledwie 82. Oznacza to, że prywatyzacja giełdy nie przyczyniła się do przyciągnięcia nowych spółek, a wręcz przeciwnie spowodowała falę odejść z tego rynku.

Giełda praska charakteryzuje się największą kapitalizacją spośród analizowanych wcześniej rynków papierów wartościowych. Podobnie, jak giełda słoweńska została sprywatyzowana w 2008 roku, a jej większościowym właścicielem jest również Wiener Börse AG. Analiza tendencji rozwojowych, związanych z procesem prywatyzacji i prywatnego nadzoru, napotyka więc podobne trudności, jak w przypadku giełdy w Lublanie. W latach 2000–2007 kapitalizacja rynku praskiego zwiększyła się z 11 084,58 mln euro do 39 311,55 mln euro, tj. ponad trzykrotnie. Nie oznaczało to jednak uzyskania rewelacyjnego wyniku, gdyż uzyskany wzrost należał do jednych z najniższych w regionie. Bessa na rynku giełdowym, zapoczątkowana równoległe z procesem prywatyzacji, przyczyniła się do spadku wyceny akcji spółek. Występujące wówczas zmniejszenie wartości kapitalizacji spowodowało, że w 2009 roku osiągnięto kwotę 26 524,69 mln euro, czyli mniejszą o 67,47%. Giełdę praską, podobnie jak giełdę słoweńską, cechuje spadek liczby notowanych spółek. W okresie prywatyzacji i prywatnego nadzoru nad giełdą ich stan ulegał ciągłemu spadkowi. W trakcie analizowanego okresu liczba spółek akcyjnych na czeskiej giełdzie zmniejszyła się z 31 do zaledwie 26. Pomimo że rejestrowany spadek przedsiębiorstw akcyjnych nie był tak duży, jak na giełdzie słoweńskiej, to jednak prywatyzacja rynku nie przyczyniła się do zwiększenia zainteresowania lokowaniem akcji na giełdzie praskiej.

Giełda w Bratysławie została sprywatyzowana w styczniu 2006 roku. Forma prywatyzacji odbiegała jednak od powszechnie stosowanej. Minister finansów przekazał udziały dla National Property Fund of the Slovak Republic. W tej sytuacji rynek słowacki nadal znajduje się pod pełną kontrolą państwa. Z dużym prawdopodobieństwem można przyjąć, że forma własności przekłada się na tendencje rozwojowe giełdy bratysławskiej. W okresie dziewięciu lat, jako jedyna w regionie, nie zwiększyła poziomu swojej kapitalizacji. W tym czasie wartość notowanych spółek oscylowała w granicach od 3 212,47 mln euro do 3 848,22 mln euro. Jedynie w okresie szczególnie pomyślnej koniunktury giełdowej, której szczyt przypadał na lipiec 2007 roku, kapitalizacja rynku osiągnęła kwotę 4 386,10 mln euro. Niekorzystnie przedstawiała się także tendencje w zakresie kształtowania się liczby spółek na parkiecie. Z ogólnej liczby 899, rejestrowanej na początku 2000 roku, w 2009 roku pozostało zaledwie 193. Przyczyną tego zjawiska jest sposób prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych. Prywatyzacja kuponowa poprzez giełdę doprowadziła do sytuacji, że, pomimo iż na giełdzie była notowana duża liczba spółek, to rzeczywisty handel był realizowany tylko na wybranych walorach i to w niewielkim zakresie. W efekcie następowało wycofywanie spółek z rynku, szczególnie w sytuacji przejęcia spółki przez inwestora strategicznego lub ich upadłości.

Giełda warszawska jest obecnie jedyną giełdą w regionie, znajdującą się oficjalnie pod kontrolą państwa. Pomimo tego, rynek warszawski cechuje się dynamicznym wzrostem wartości i liczby spółek w obrocie giełdowym. W chwili inauguracji handlu akcjami w Warszawie, w kwietniu 1991 roku, było notowanych zaledwie 5 spółek<sup>2</sup>. W 2000 roku na warszawskim parkiecie warszawskim znajdowało się aż 205 przedsiębiorstw, których kapitalizacja wynosiła 31 495,00 mln euro. W okresie następnych pięciu lat wartość 218 spółek akcyjnych zwiększyła się do 50 571,37 mln euro. W tym czasie zwiększenie kapitalizacji dokonywało się głównie poprzez wzrost wartości akcji spółek notowanych na giełdzie. Druga połowa dekady przyniosła dalszy rozwój rynku warszawskiego. Dobra koniunktura na rynku giełdowym skutkowałą szybkim przyrostem wartości i liczby spółek w obrocie giełdowym. W lipcu 2007 roku na warszawskim parkiecie 316 przedsiębiorstw, których wartość wynosiła 150 439,53 mln euro. Oznaczało to wzrost kapitalizacji rynku o prawie 300%. Osiągnięta wartość należała do najwyższych na wszystkich rozwijających się rynkach. Kryzys finansowy nie oznaczał stagnacji na rynku warszawskim. Pomimo spadku kapitalizacji giełdy, która osiągnęła w styczniu 2009 roku wartość 56 911,35 mln euro, tj. 37,82% kwoty z lipca 2007 roku, nadal następował dynamiczny przyrost liczby przedsiębiorstw na parkiecie. W tym czasie na giełdzie warszawskiej notowanych było już 460 przedsiębiorstw akcyjnych.



<sup>2</sup> Przedmiotem pierwszych notowań na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie było zaledwie pięć spółek, do których należały: Exbud S.A., Kable S.A., Krosno S.A., Polifarb S.A. i Tonsil S.A. [Noga, 2009, s. 44].

W celu wykazania wpływu prywatyzacji lub procesów poprzedzających sprzedaż na rozwój rynków giełdowych, istotne jest dokonanie analizy zjawisk zachodzących na badanych rynkach. Zmiany w kapitalizacji wybranych giełd, zobrazowane na wykresie, przedstawiają kształtowanie się wartości spółek w okresie dziesięciu lat. Cechą charakterystyczną analizowanych giełd jest tendencja, jaka wiąże się ze zmianami kapitalizacji notowanych spółek. W przedstawionych wykresach nie są widoczne szczególne zmiany na giełdach, związane z dokonaną prywatyzacją rynku lub choćby zainicjowanymi procesami prywatyzacyjnymi. Od początku badanego okresu wzrosty lub spadki wartości przedsiębiorstw giełdowych, miały podobny przebieg. Niezależnie od formy własności zmniejszanie się kapitalizacji do 2003 roku, pomimo zróżnicowanego zakresu, dotyczyło wszystkich badanych rynków. Sytuacja przedstawiała się podobnie w latach 2003–2007, tj. w okresie pomyślnej koniunktury giełdowej i następnie podczas załamania z okresu 2007–2008.

Podobny trendy zmian w kapitalizacji spółek, zachodził pomimo istotnych różnic w liczbie przedsiębiorstw notowanych w badanym okresie. Jednakowe zmiany zachodzące w ogólnej wycenie wartości spółek świadczą o traktowaniu rynków Europy Centralnej, jako jednego ośrodka handlu papierami wartościowymi. Międzynarodowe instytucje inwestycyjne, dysponujące ogromnymi środkami finansowymi, lokują je jednocześnie na wszystkich giełdach regionu. W sytuacji zmiany koniunktury giełdowej, wycofywanie zainwestowanych pieniędzy, ma także charakter jednoczesny.

## PODSUMOWANIE

Duże nadzieje zwolenników prywatyzacji giełdy warszawskiej, związane z jej dynamicznym rozwojem po dokonaniu prywatyzacji tej instytucji, nie muszą być w pełni zrealizowane. Szczególne zagrożenia dotyczą rozmiarów kształtowania się handlu papierami wartościowymi w przyszłości. Analizując tendencje rozwojowe giełd Europy Centralnej, pod wpływem przeprowadzonych prywatyzacji, należy stwierdzić, że nie wpłynęły one w sposób zasadniczy na zwiększenie liczby notowanych spółek, ani wzrost wyceny ich wartości. Niezależnie od struktury akcjonariatu, proces prywatyzacji, a następnie funkcjonowanie już w nowej rzeczywistości, powodowało stagnację rozwojową, mającą pewne cechy zanikania obrotu na sprywatyzowanych rynkach giełdowych.

Ważną przyczyną zaistniałej sytuacji może być cel, jaki realizuje instytucja przejmująca większościowe udziały w prywatyzowanych giełdach. W badanych przypadkach prywatyzacji rynków papierów wartościowych, dominującą instytucją była giełda wiedeńska i podmioty gospodarcze, będące jej udziałowcami.



Giełda wiedeńska, która dąży do utworzenia w Wiedniu centrum finansowego w tej części Europy, nie jest zainteresowana rozwojem sąsiednich rynków giełdowych. Zasadniczym celem jej działalności jest przejęcie mniejszych giełd, a następnie marginalizacja ich znaczenia, poprzez przenoszenie handlu akcjami największych spółek do Wiednia.

Dlatego przystępując do prywatyzacji giełdy warszawskiej, należy uwzględnić skutki, jakie przyniosła sprzedaż udziałów sąsiednich rynków papierów wartościowych. Przyspieszony rozwój, który ma pojawić się po prywatyzacji giełdy warszawskiej, nie może przesłaniać jednak niebezpieczeństwa, jakie niesie ze sobą niekontrolowane przejęcie udziałów w polskiej instytucji giełdowej. W sytuacji wrogiego przejęcia giełdy warszawskiej, może dojść do marginalizacji jej znaczenia, jako jednej z najważniejszych instytucji, dbających o rozwój polskiej gospodarki. W najgorszym wariantcie giełda warszawska może zostać pozbawiona podmiotowości i wchłonięta przez jedną z większych giełd ponadnarodowych. W obu przedstawionych sytuacjach odbyłoby się to z dużą szkodą dla polskiego rynku finansowego. Przede wszystkim doszłoby do zaprzepaszczenia planów stworzenia w Warszawie liczącego się centrum finansowego w tej części Europy.

## LITERATURA

- Czekaj J., Sopoćko A., 1991, *Financial Markets in the Period of Transformation: Determination, Perils, Prospects*, Institute Financial, Warsaw.
- Noga M., 2009, *Szkice z makroekonomii*, CeDeWu, Warszawa.
- Giełda Papierów Wartościowych, 2008, Statut Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie z 21 maja 2008 roku.
- Giełda Papierów Wartościowych, 2008, Podsumowanie strategii pierwszego etapu prywatyzacji Giełdy Papierów Wartościowych S.A., Dokument dla członków Komisji Skarbu Państwa Sejmu.
- Budapest Stock Exchange. [Hptt://www.bse.hu/topmenu/about\\_us/shereholders](http://www.bse.hu/topmenu/about_us/shereholders).
- [hptt://bsse.sk/Content/EN/StockExchange//shereholders.htm](http://bsse.sk/Content/EN/StockExchange//shereholders.htm).
- [hptt://en.wienerbourse.at/about/shereholders/](http://en.wienerbourse.at/about/shereholders/).

## Streszczenie

Rozpoczęty proces prywatyzacji giełdy warszawskiej niesie duże nadzieje związane z przyspieszeniem jej rozwoju w przyszłości. Analizując jednak wyniki dotyczące kapitalizacji i liczby notowanych spółek, jakie kształtowały się przed, w trakcie i po prywatyzacji giełd papierów wartościowych w Budapeszcie, Lublanie i Pradze, nasuwa się wniosek, że sprzedaż tych rynków nie przyniosła oczekiwanych założeń. Proces prywatyzacji badanych giełd nie miał większego wpływu na rozwój handlu notowanymi tam instrumentami finansowymi. Zostały odnotowane wręcz zjawi-

ska przeciwne, polegające na zmniejszaniu się liczby spółek w giełdowym obrocie. Dlatego przystępując do prywatyzacji giełdy warszawskiej, należy uwzględnić skutki, jakie przyniosła sprzedaż udziałów sąsiednich rynków papierów wartościowych. Przyspieszony rozwój, który ma pojawić się po prywatyzacji giełdy warszawskiej, nie może przesłaniać jednak niebezpieczeństwa, jakie niesie ze sobą niekontrolowane przejęcie udziałów w polskiej instytucji giełdowej.

### **Privatization Influence on Development of Stock Exchanges in Central European**

#### *Summary*

The Warsaw Stock Exchange privatization provide a large chance for the Polish capital market develops. However privatization creates a danger margin of the Polish Stock Exchange. Hostile takeover is the great danger after sale of the share. The stock exchange competes with Central and East European ones which may take over The Warsaw Stock Exchange shares and make development impossible in the future. In consequence of a hostile activity Warsaw lost chance to become the Financial Centre in the part of Europe. Ministry of Treasury and management of the Stock Exchange in Warsaw must prepare and coordinate the privatization contract. Subject of the contract must provide a law protection to the Polish market and define the market strategy in the future.