

# GPW JAKO MECHANIZM CYRKULACJI KAPITAŁU W POLSCE. KONTEKST ORGANIZACYJNY

Arkadiusz NIEDŹWIECKI<sup>1</sup>

Jak się uważa Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie stanowi jeden z mechanizmów polskiego systemu gospodarczego [20, s. 7], w wyniku działania którego następuje cyrkulacja kapitałowa, również w aspekcie regionalnej alokacji kapitału. Z jednej strony bowiem giełda finansowa umożliwia podmiotom rynkowym dostęp do funduszy, jakie można spożytkować w związku z realizowanymi rozwojowymi zamierzeniami inwestycyjnymi, a z drugiej – zapewnia oferentom kapitału względnie sprawny wybór relatywnie efektywnych sposobów lokowania wolnych środków finansowych. Jest również mechanizmem motywującym spółki publiczne, konkretyzując – zwłaszcza ich kadre zarządzającą, do wzrostu produktywności i wydajności w spółkach giełdowych, w stopniu pożądanym przez właścicieli kapitału, co może mieć znaczenie w podażowej aktywizacji procesów wzrostowych, zwłaszcza w regionach peryferyjnych. Wynika to z możliwości bieżącej i perspektywicznej oceny przez inwestorów wyników działalności przedsiębiorstw, których akcje znajdują się w obrocie giełdowym, praktycznie niezależnie od czynnika geograficznej odległości między lokalizacjami oferentów i użytkowników kapitału.

Uważa się przy tym, że w związku z koniecznością sprawnej realizacji modelowego celu funkcjonowania giełdy finansowej w gospodarce, jakim jest efektywna cyrkulacja kapitałowa, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie powinna być odpowiednio zorganizowana<sup>2</sup>. Biorąc pod uwagę definicję organizacji

<sup>1</sup> Mgr Arkadiusz Niedźwiecki – Wydział Ekonomii i Zarządzania Uniwersytetu w Białymstoku.

<sup>2</sup> Zgodnie ze stanem prawnym na koniec 2006 roku, „przedmiotem przedsiębiorstwa Spółki jest działalność określona w pkt 67.11.Z Polskiej Klasyfikacji Działalności, w tym:

- a) prowadzenie giełdy lub innej działalności w zakresie organizowania obrotu instrumentami finansowymi oraz działalności związanej z tym obrotem,
- b) prowadzenie działalności w zakresie edukacji, promocji i informacji związanej z funkcjonowaniem rynku kapitałowego,
- c) organizowanie alternatywnego systemu obrotu”.

Wydaje się, że takie regulacje mogą pozytywnie oddziaływać na rozwój Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w kierunku pełniejszego zaspokojenia potrzeb uczestników rynku kapitałowego, zarówno emitentów, jak też inwestorów. Stanowi to rozszerzenie funkcji GPW w porównaniu do unormowań z pierwszych lat jej istnienia, kiedy „przedmiotem działalności Spółki mogło być jedynie prowadzenie giełdy”. Wskazuje nie tylko na wyłączne uprawnienie GPW do organizowania regulowanego rynku papierów wartościowych w Polsce, ale też na konieczność prowadze-

jako „sposobu zorganizowania instytucji, grupy funkcjonalnej” oraz „takiego ułożenia i przydziału pracy, aby zamierzony cel był sprawnie osiąganym”, gdzie „poszczególne składowe współdziałają w dążeniu do powodzenia całości”, można wskazać cel istnienia GPW oraz wyróżnić określone elementy jej organizacji [3, s. 26–27; 17, s. 198].

W ramach organizacji GPW można wyróżnić:

- a) zaliczane do jej struktury organizacyjnej elementy podmiotowe:
  - organa zarządzające i nadzorcze: Walne Zgromadzenie, Radę Nadzorczą (Radę Giełdy) oraz Zarząd Giełdy<sup>3</sup>,
  - komórki organizacyjne wyższego szczebla – działy realizujące funkcje zewnętrzne wobec uczestników rynku giełdowego, odpowiedzialne za sprawność systemu transakcyjnego,
  - biura wspierające komórki bezpośredniej obsługi transakcyjnej, jak też wykonujące inne pomocnicze funkcje wewnętrzne, niezbędne z punktu widzenia sprawności organizacji (*back office*),
  - komórki niższego szczebla, czyli zespoły podległe działom i biurom realizujące w sposób ciągły w ramach kompetencji konkretne zadania wynikające z roli GPW na polskim rynku kapitałowym;
- b) członków GPW o zróżnicowanym statusie;
- c) giełdowy system teleinformatyczny;
- d) dopuszczone do obrotu giełdowego przedmioty transakcji wymiennych – instrumenty finansowe.

Przy tym zadania i kompetencje wymienionych podmiotów są unormowane Statutem i Regulaminem Giełdy oraz szczegółowymi regulaminami wewnętrznymi [6; 7; 13; 15].

Prace nad utworzeniem giełdy papierów wartościowych doby gospodarki rynkowej w Polsce rozpoczęto we wrześniu 1989 roku. Wzorowano się przy tym na metodach działania francuskiej giełdy finansowej w Lyonie. Brano również pod uwagę sposób ukształtowania innych rozwiniętych rynków kapitałowych<sup>4</sup>. 2 kwietnia 1991 roku Sejm Rzeczypospolitej Polskiej powołał spółkę akcyjną zarządzającą giełdą kapitałową pod nazwą Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie [6, s. 1].

Początkowo w 1991 r. kapitał założycielski GPW wynosił 6 mln zł. Stanowiło go 60 tys. akcji imiennych o wartości nominalnej 100 zł każda. W dotychczasowym okresie istnienia GPW, 1991–2006, podniesiono go niemal siedmiokrotnie. Według stanu na 31 grudnia 2006 r. kapitał zakładowy Giełdy wynosił

---

nia przez nią działań w zakresie intensyfikacji jego rozwoju, a także możliwość budowy zorganizowanej platformy obrotu instrumentami finansowymi poza rynkiem regulowanym (*Alternatywny System Obrotu*, wg stanu na koniec czerwca 2006, *NewConnect*) [4, s. B7; 13, s. 1–2; 15, s. 1–2].

<sup>3</sup> W związku z charakterystyką organów GPW należy wymienić również Sąd Giełdowy. Nie jest on jednak organem, którego status wynika z norm funkcjonowania spółek akcyjnych w Polsce [8, s. 1; 19].

<sup>4</sup> W procesie konstruowania polskiego regulowanego rynku papierów wartościowych można wskazać w szczególności na współpracę ze Spółką Giełd Francuskich (*Société de Bourses Françaises*) i tamtejszym Centralnym Depozytem *SICOVAM* [5, s. 1].

41,972 mln zł i był podzielony na 59 960 szt. zwykłych akcji imiennych o jednostkowej wartości nominalnej 700 zł.

Jak wynika z norm regulujących działalność Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, jej akcjonariuszami mogą być firmy inwestycyjne, Skarb Państwa, banki, towarzystwa funduszy inwestycyjnych, powszechne towarzystwa emerytalne, zakłady ubezpieczeń oraz emitenci notowanych na niej papierów wartościowych. Za zgodą KPWiG (a od września 2006 r. – KNF) akcje GPW mogą nabywać również inne krajowe i zagraniczne osoby prawne. Według stanu na koniec 2006 r., jej akcjonariuszami było 37 podmiotów; Skarb Państwa posiadał 98,81% udziału w kapitale zakładowym GPW [13, s. 1–3; 14, s. 1–3].

Począwszy od 2006 r.<sup>5</sup>, jako główny cel GPW wskazuje się „stworzenie regionalnego środkowoeuropejskiego centrum obrotu instrumentami finansowymi z Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie jako kluczowym elementem”<sup>6</sup>. Uważa się, że tak określony cel, a także konkretyzujące go tzw. „kierunki działań”, świadczą o względnie rozległych planach rozwojowych Giełdy, nie tylko w aspekcie dynamizacji polskiego rynku kapitałowego, ale też jej swoistej ekspansji geograficznej.

<sup>5</sup> W latach wcześniejszych władze Giełdy również określały cele działalności GPW, współpracując m.in. z *Boston Consulting Group*. Do 1999 r. włącznie cel strategiczny warszawskiej giełdy był określony dość ogólnie jako: „rozwój polskiego rynku kapitałowego”. Podobnie ogólnikowe były też konkretyzujące go cele cząstkowe: „podnoszenie jakości usług i poziomu bezpieczeństwa obrotu, obniżenie kosztów świadczenia usług, oferowanie nowych produktów, podejmowanie działań edukacyjnych i promocyjnych”. Począwszy od 2000 r., jak się przypuszcza w związku z uruchomieniem giełdowego systemu transakcyjnego WARSET, cel strategiczny GPW został rozbudowany o funkcję „zapewnienia najwyższego poziomu bezpieczeństwa obrotu oraz jakości usług”, przy czym cele cząstkowe pozostały niezmienione.

Począwszy od 2003 r. koncepcja celów Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie została, zdaniem autora, skonkretyzowana i ukierunkowana w związku z planowanym wówczas przystąpieniem Polski do Wspólnoty Europejskiej. Wskazano na fakt, iż w horyzoncie długoterminowym konieczne jest:

- a) „utrzymanie pozycji największej giełdy Europy Środkowo-Wschodniej”,
- b) „zajęcie znaczącej pozycji na kształtującym się Jednolitym Europejskim Rynku Finansowym (*Single European Financial Market*)”,
- c) „zwiększenie w sposób znaczący wskaźnika relacji kapitalizacji do PKB”;
- d) natomiast w perspektywie średnioterminowej:
- e) „ukształtowanie korzystnych relacji z giełdami europejskimi”,
- f) „wzmocnienie krajowego rynku kapitałowego” [9].

<sup>6</sup> W kontekście tym należy zauważyć, że w przeciągu kilku ostatnich lat nastąpił znaczący przyrost kapitalizacji giełdy w Wiedniu stanowiącej, jak się uważa, konkurenta giełdy warszawskiej na euromarkcie w sferze pozyskiwania kapitału w drodze publicznej emisji papierów wartościowych. Wartość rynkowa akcji notowanych na giełdzie wiedeńskiej w okresie 2001 – 2006 wzrosła prawie czterokrotnie (wg stanu na koniec 2006 r. kształtowała się na poziomie 123,80 mld EUR, a w 2000 r. – blisko 32 mld EUR). Natomiast kapitalizacja polskiego regulowanego rynku papierów wartościowych w analogicznym okresie zwiększyła się dwuipółkrotnie (na koniec 2006 r. wynosiła 86,64 mld EUR, a w 2000 r. – 34 mld EUR) [2, s. 12 – 13].

W Planie rozwoju Giełdy do 2009 r. główny cel strategiczny jest dezagregowany na cele szczegółowe i zapisany w formie czterech kierunkowych programów działania, a mianowicie:

- a) „wzmocnienie i umiędzynarodowienie rynku giełdowego”, w tym organizacja począwszy od 2006 r. WSE IPO Partner w związku z koncepcją pozyskania zagranicznych firm inwestycyjnych, zwłaszcza z Europy Środkowo-Wschodniej, które organizowałyby za granicą proces pierwszych emisji rynkowych i edukowałyby w tym zakresie potencjalnych emitentów. Według stanu na koniec 2006 r. w programie uczestniczyło pięć przedsiębiorstw inwestycyjnych (trzy ukraińskie i dwa estońskie). W kontekście „wzmocnienia rynku” wskazać należy też wprowadzenie począwszy od 17 kwietnia 2007 roku zmian organizacyjnych na GPW dotyczących konstrukcji indeksów i zasad segmentacji spółek giełdowych, jak się ocenia, w kierunku zwiększenia jego przejrzystości;
- b) „kształtowanie poprzez rynek giełdowy podstaw wzrostu gospodarczego”, co dotyczy zwłaszcza Nowego Rynku służącego finansowaniu rozwojowych przedsiębiorstw zaliczanych do sektora MSP o kapitalizacji do 25 mln zł, który ma działać od połowy 2007 r. na zasadach rynku zorganizowanego w sposób bardziej liberalny niż dotychczasowe „parkiety”. Powinien on zapewnić emitentom względnie tani i stosunkowo łatwy dostęp do kapitału. Oczekuje się, że do końca 2007 r. będą na nim notowane akcje kilkudziesięciu spółek. Zakłada się, że w procesie tworzenia „platformy” finansowania małych i średnich przedsiębiorstw za pośrednictwem giełdy będą brać udział również wybrane podmioty pośrednictwa rynkowego – autoryzowani doradcy. Dzięki ich aktywności odnośnie wdrożenia koncepcji Nowego Rynku w 2006 r. ma odbyć się kilkadziesiąt spotkań edukacyjno-promocyjnych z przedsiębiorcami zainteresowanymi finansowaniem inwestycyjnym przy wykorzystaniu mechanizmu giełdy papierów wartościowych. Zdaniem autora, w kontekście tym widoczne jest zainteresowanie GPW nie tylko kreacją kapitału finansowego, ale też wiedzy i postaw przedsiębiorczych, a więc kategorii kapitału ludzkiego. W związku z realizacją wymienionego kierunku od 2006 r. wdrażana jest inicjatywa: Firma Partnerska GPW dla MSP, w której (wg stanu na koniec stycznia 2007 r.) uczestniczyły 32 podmioty obsługujące emisje publiczne papierów wartościowych w Polsce. Osiągnięciu tego celu częściowego służy też od 2006 r. program Firma Partnerska GPW – Lider Rynku Pierwotnego mający na celu uaktywnienie pośredników działających na polskim rynku kapitałowym w kierunku wzmocnienia prowadzonych przez nich działań motywujących potencjalnych użytkowników kapitału do zasilenia finansowego w wyniku emisji papierów wartościowych. Według stanu na 30 stycznia 2007 r. w programie tym uczestniczyło 5 podmiotów;

- c) „wzmocnienie konkurencyjności rynku i współpraca ze środowiskiem dla prorynkowych zmian otoczenia regulacyjnego” w kierunku uproszczenia procedur emisyjnych oraz zmniejszenia kosztów pozyskania kapitału, dzięki wykorzystaniu instrumentów rynku kapitałowego, a także aktualizacja zasad ładu korporacyjnego oraz usprawnienie technologii telekomunikacyjnych wykorzystywanych w transakcjach i cyrkulacji informacyjnej na wtórnym rynku kapitałowym;
- d) „poszerzenie dostępności informacji o GPW, notowanych spółkach i rynkach regionu”, m.in. poprzez uruchomienie kompleksowego giełdowego systemu informacyjnego upubliczniającego informacje w języku polskim: GPWInfoStrefa i angielskim: *WSEInfoSpace*. Jak się uważa, realizacji tego kierunku może służyć również powstanie 1 grudnia 2005 r. elektronicznej platformy START, organizowanej przez giełdę, służącej wymianie informacji między przedsiębiorstwami sektora MSP w aspekcie sposobów pozyskiwania kapitału w kwocie do 15 mln zł niezbędnego do realizacji inwestycji rozwojowych [12, s. 7].

Zgodnie z normami otoczenia prawnego polskiego rynku kapitałowego Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy Giełdy traktowane jest jako jej główny organ nadzorczy. Spośród jego kompetencji można wymienić: zatwierdzanie i wprowadzanie zmian w regulaminie Rady Giełdy oraz wybór jej członków, a także przyjmowanie sprawozdania z wyników oceny Zarządu przez Radę Giełdy. Prawo do udziału w zgromadzeniu właścicielskim mają wszyscy akcjonariusze Giełdy. Zwyczajne Walne Zgromadzenie zwołuje Zarząd najpóźniej do 30 czerwca każdego roku. Należy zaznaczyć, że w ramach Walnego Zgromadzenia jeden akcjonariusz giełdy, z wyjątkiem Skarbu Państwa, jest uprawniony do wykonywania nie więcej niż 5% ogólnej liczby głosów, co, jak się uważa, stanowi jeden z głównych elementów kontroli właścicielskiej Skarbu Państwa nad GPW i w znacznym stopniu rozprasza uprawnienia pozostałych właścicieli kapitału akcyjnego giełdy.

Rada Giełdy nadzoruje działalność GPW. Składa się z przedstawicieli banków, domów maklerskich, instytucji finansowych, izb gospodarczych i emitentów w łącznej liczbie od ośmiu do dwunastu osób. Według stanu na koniec 2006 r. do jej kompetencji nie należały kwestie bezpośrednio związane z kształtowaniem rynku giełdowego<sup>7</sup>. Rada Giełdy ocenia jednak działalność Zarządu Giełdy – organu na bieżąco kierującego Giełdą Papierów Wartościowych w Warszawie. Motywując jego członków, może wpływać na rozwój Giełdy. W zakresie oddziaływania Rady Giełdy na Zarząd wchodzi m.in.:

- a) ocena sprawozdań Zarządu z działalności giełdy,
- b) ocena wniosków Zarządu dotyczących podziału zysku albo pokrycia straty,

<sup>7</sup> Należy zauważyć, że w pierwszych latach działalności Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie Rada Giełdy posiadała uprawnienia regulacyjne co do kształtowania rynku organizowanego przez GPW; w drodze uchwały dopuszczała papiery wartościowe do obrotu giełdowego [11, s. 43].

- c) zawieszanie w czynnościach z ważnych powodów członka lub wszystkich członków Zarządu Giełdy,
- d) delegowanie członków Rady Giełdy do czasowego wykonywania czynności członków Zarządu Giełdy niemogących sprawować swoich czynności,
- e) zatwierdzanie Regulaminu Zarządu Giełdy,
- f) uchwalanie i zmiana Regulaminu Giełdy na wniosek Zarządu,
- g) ustalenie warunków umów i wysokości wynagrodzenia członków Zarządu Giełdy, z wyłączeniem prezesa Zarządu Giełdy [14, s. 5–7].

Zarząd Giełdy składa się z czterech osób. Jego pracami kieruje Prezes Zarządu wybierany przez Walne Zgromadzenie. Zarząd wytycza bieżące cele działania GPW i nadzoruje ich realizację. Zarządza również posiadanym przez Giełdę majątkiem. Zdaniem autora, według stanu na koniec 2006 r., zakres kompetencji Zarządu Giełdy uprawnia do stwierdzenia, że z punktu widzenia budowania przez GPW regulowanego rynku papierów wartościowych w Polsce, ten organ zarządczy Giełdy może być traktowany jako pierwszoplanowy. Zarząd Giełdy bowiem dopuszcza do obrotu giełdowego instrumenty finansowe, określając przy tym zasady ich wprowadzania. Umożliwia również działanie na GPW jej członków. Nadzoruje także działalność maklerów giełdowych i domów maklerskich w zakresie obrotu giełdowego.

W odniesieniu do struktury organizacyjnej GPW należy stwierdzić, że jej znacząca ewolucja nastąpiła w 2006 r. Dokonano wówczas precyzyjnego podziału komórek organizacyjnych na mające prowadzić obsługę rynku giełdowego oraz wspomagające. Zaakcentowano również konieczność dalszego rozwoju infrastruktury informatycznej, wyodrębniając dwa działy z funkcjonującego dotychczas działu informatyki. Jeden z nich otrzymał głównie zadania bieżącej obsługi systemowej transakcji, z kolei w kompetencjach drugiego znalazła się problematyka kształtowania systemów giełdowych w kierunku ich pełniejszego dostosowania do potrzeb rynku kapitałowego. Jak się uważa, na podobnych zasadach dokonano wyodrębnienia oddzielnego działu notowań oraz działu rozwoju biznesu Giełdy. Ze względu na znaczne zainteresowanie uczestników obrotu giełdowego instrumentami pochodnymi, komórka organizacyjna odpowiedzialna za obsługę i rozwój rynku tych instrumentów również zyskała rangę samodzielnego działu [9].

Uważa się, że w związku z rolą, jaką odgrywa GPW, stosunkowo ważnymi podmiotami działającymi w jej obrębie są członkowie giełdy. Wynika to z faktu ich bezpośredniego udziału w transakcjach realizowanych na regulowanym wtórnym rynku papierów wartościowych. Innymi słowy, istotę członkostwa giełdowego stanowi, zdaniem autora, wyłączne uprawnienie do realizacji bezpośredniej wymiany instrumentów finansowych dopuszczonych do obrotu giełdowego, zwłaszcza na rachunek inwestorów, czyli pośrednich uczestników transakcji giełdowych.

Członkowie giełdy nie należą do struktury organizacyjnej GPW *sensu stricto*, jednak to właśnie dzięki nim możliwy jest obrót giełdowy, warunkujący skuteczne i sprawne funkcjonowanie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie jako regulowanego wtórnego rynku papierów wartościowych. Zgodnie z Regulaminem GPW, według stanu na koniec 2006 r. (począwszy od 2005 r.), członkami giełdy mogą być trzy<sup>8</sup> grupy podmiotów:

- a) firmy inwestycyjne, zawierające transakcje giełdowe na rachunek własny lub klientowski;
- b) podmioty będące uczestnikami Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych, zawierające transakcje giełdowe wyłącznie na własny rachunek, co do których stosuje się kapitałowe kryterium dopuszczeniowe (ich kapitały własne powinny wynosić co najmniej 400 tys. zł);
- c) inne podmioty niebędące uczestnikami KDPW, zawierające transakcje giełdowe wyłącznie na swój rachunek, posiadające kapitały własne w kwocie minimum 400 tys. zł (pod warunkiem wskazania przez nie podmiotów będących uczestnikami KDPW, które zobowiążą się do wypełniania obowiązków związanych z rozliczaniem transakcji wymiennych giełdowymi instrumentami finansowymi);

przy czym członkowie giełdy prowadzą działalność na GPW przede wszystkim za pomocą maklerów giełdowych, w tym również maklerów nadzorujących, którzy pełnią funkcje zarządcze wobec pozostałych maklerów danego członka giełdy [7, s. 19–20].

Według stanu na koniec 2006 r. status członka giełdy posiadało 35 podmiotów, z tego 25 instytucji krajowych oraz 10 zdalnych członków giełdy, mających siedziby za granicą, dla których wzmiankowane członkostwo stwarza możliwość uczestnictwa w polskim rynku kapitałowym bez konieczności fizycznej lokalizacji działalności w naszym kraju. Zdaniem autora, rozwiązanie takie przyjęte w 2005 r. może przyczynić się do wzrostu płynności polskiego regulowanego rynku papierów wartościowych oraz mieć wpływ na pozytywne postrzeganie GPW wśród zagranicznych instytucji maklerskich.

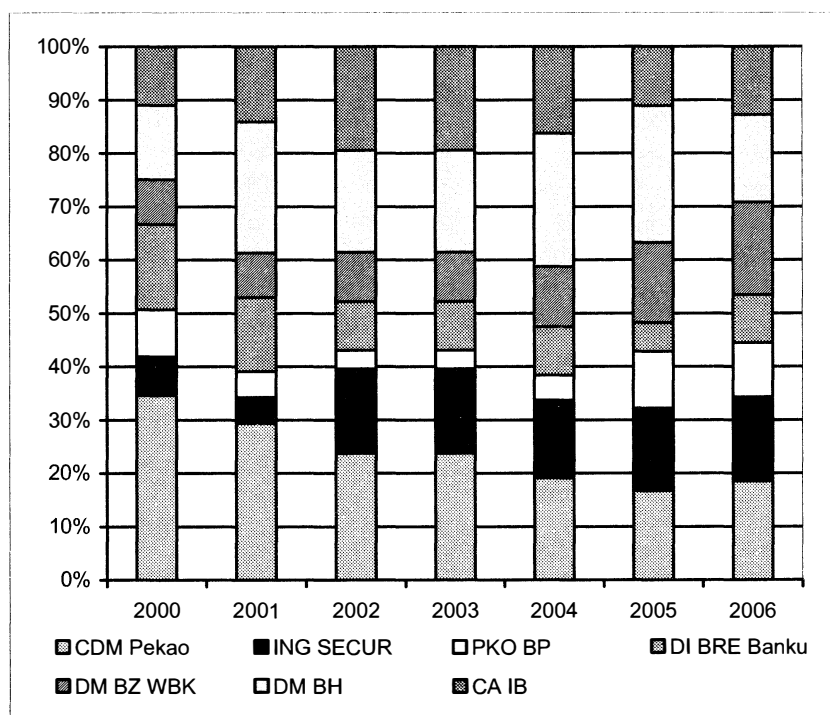
Jak się uważa, również w 2004 r. miało miejsce inne wydarzenie ważne dla rozwoju pośrednictwa transakcyjnego na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Przyjęto wówczas rozwiązanie, w wyniku którego do członkostwa na GPW zostały uprawnione banki, działające w oparciu o system dilerski na rachunek własny, niebędące jednocześnie przedsiębiorstwami maklerskimi. Wcześniej członkami Giełdy mogły być jedynie „podmioty prowadzące działalność maklerską”. Z jednej strony rozwiązanie takie, stosowane na GPW od początku jej działalności (1991), wywoływało nacisk na specjalizację w kierunku działalności maklerskiej, ale z drugiej mogło zmniejszać preferencje znaczących pod-

<sup>8</sup> Przepisy normujące funkcjonowanie GPW wymieniają szczególną grupę członków giełdy, którzy nie biorą udziału w giełdowych transakcjach wymiennych, a mianowicie – honorowych członków giełdy. Mogą być nimi osoby fizyczne lub prawne szczególnie zasłużone dla rozwoju rynku kapitałowego w Polsce. Honorowe członkostwo giełdy przyznawane jest przez Radę Giełdy [7, s. 18].

miotów gospodarczych – banków – do bezpośredniego udziału w transakcjach giełdowych.

Analizując udział poszczególnych członków giełdy w obrotach akcyjnych na GPW, należy stwierdzić, że w latach 2000 – 2006 charakteryzował się on względną stabilnością. W tym okresie instytucje maklerskie wiodące w bezpośrednich transakcjach wymiennych na GPW zachowały znaczące pozycje rynkowe (wykres 1). Zmniejszyło się jednocześnie znaczenie Centralnego Domu Maklerskiego Pekao SA, do 2000 r. uważanego za główny podmiot maklerski pośredniczący w obrotach na warszawskiej giełdzie. Może to świadczyć o względnie wysokim stopniu dywersyfikacji rynku pośrednictwa transakcyjnego na GPW, a więc o jego stosunkowo konkurencyjnym charakterze, w tym „ukierunkowaniu na klienta” oraz względnie małych możliwościach wpływu pojedynczego członka giełdy na ceny usług związanych z realizacją transakcji giełdowych na zlecenie. Przepuszczenie to wymaga jednak szerszych badań, których zakres wykracza poza tematykę niniejszego opracowania.

**Wykres 1.** Udział wiodących członków Giełdy w obrotach sesyjnych na rynku akcji w latach 2000–2006



Źródło: Opracowanie własne na podstawie [9].



Do 17 listopada 2000 r., a więc do dnia wprowadzenia na GPW systemu transakcyjnego WARSET, niektórzy członkowie Giełdy (reprezentowani przez maklerów specjalistów) pełnili funkcje tzw. członków specjalistów. Do ich głównych zadań należało: określanie jednolitego kursu dnia walorów, którymi się zajmowali, przeprowadzanie alokacji i redukcji zleceń giełdowych (w przypadku istnienia nadwyżek kupna lub sprzedaży), a także wykonywanie działań interwencyjnych w odniesieniu do danego waloru, w celu zmniejszenia stopnia nierównowagi rynkowej i podtrzymania płynności jego subryнку.

Jak się uważa, jedna z pierwszoplanowych funkcji członków specjalistów – aktywizacja względnie wysokiego stopnia płynności rynku giełdowego – jest od 2000 r. realizowana przez tzw. animatorów (*makers*), którymi są domy maklerskie – członkowie giełdy. Na GPW wyróżnia się dwie grupy animatorów giełdowych, których działania są określone przez odpowiednie umowy bilateralne:

- a) animatorzy rynku (umowa zawierana przez animatora z GPW),
- b) animatorzy emitenta (umowa animatora z danym emitentem).

Animatorzy zobowiązani są do zgłaszania w zgodny ze standardami sposób ofert kupna lub sprzedaży danego instrumentu finansowego na własny rachunek. W stosunku do konkretnego papieru wartościowego działania zwiększające płynność mogą być prowadzone przez wielu animatorów, a GPW określa minimalną wielkość jednostkowej oferty animatora w trakcie sesji giełdowej. Należy zauważyć, że w celu osiągnięcia odpowiedniego stopnia bezpieczeństwa transakcyjnego, animator rynku nie może składać zleceń, w wyniku których doszłoby do zawarcia transakcji, w jakiej występowałby on jednocześnie jako sprzedający i kupujący. Zlecenia te niejako „sztucznie” oddziaływałyby na kształtowanie ceny giełdowej danego waloru [7, s. 17–18].

Wspomniane wprowadzenie w 2000 r. na GPW systemu WARSET uważane jest powszechnie za jedno z najważniejszych wydarzeń związanych z organizacją Giełdy [1, s. 3; 18, s. 16–17]. W literaturze wskazuje się przede wszystkim na fakt, iż obecny teleinformatyczny system giełdowy charakteryzuje się wysokim stopniem funkcjonalności i elastyczności, umożliwiając względnie sprawne wprowadzanie w nim zmian wynikających z potrzeb rynku. Jest również efektywniejszy w porównaniu z wcześniej stosowanymi na GPW technologicznymi rozwiązaniami handlu giełdowego<sup>9</sup>. System WARSET zapewnia pełną auto-

<sup>9</sup> Na pierwszej sesji GPW (16 kwietnia 1991 r.) złożono 112 zleceń, a obroty wyniosły 3 960 zł. Wszystkie zlecenia maklerskie składano wówczas w formie dokumentów papierowych, a operacje ewidencyjne oraz rozliczenie transakcji przeprowadzano „ręcznie”. Pierwszy giełdowy system teleinformatyczny rozpoczął działanie w lipcu 1991 r., przy czym zlecenia maklerskie były wprowadzane do niego nadal „ręcznie”. W kwietniu 1992 r. na GPW uruchomiono w pełni elektroniczny system informatycznej obsługi sesji giełdowej, w ramach którego przyjmowano zlecenia przekazywane z biur maklerskich w formie plików programowych, jednak tylko do godziny 10.00. Jeden z ostatnich elementów systemu, do którego wprowadzano informacje „ręcznie” – tablicę notowań w siedzibie giełdy – zastąpiono tablicą elektroniczną zintegrowaną z systemem transakcyjnym po kilku latach od uruchomienia GPW, w lipcu 1995 r. [10, s. 11].

matyzację przekazywania zleceń członków Giełdy i zawierania transakcji<sup>10</sup>. Umożliwia ponadto względnie sprawny dostęp uczestników rynku giełdowego do systemu obrotu papierami wartościowymi oraz daje szerokie możliwości korzystania z informacji o sytuacji na Giełdzie, co może racjonalizować proces kształtowania cen giełdowych instrumentów finansowych, zwłaszcza w systemie notowań ciągłych<sup>11</sup>. Oprócz tego system ten uniezależnia w znacznej mierze sprawność osiągania równowagi rynkowej od ilości uczestników transakcji, co, jak się uważa, związane jest z wcześniej wymienioną instytucją *makers*. Jak się przypuszcza, przyjęte rozwiązania teleinformatyczne miały wpływ na znaczny wzrost płynności rynku giełdowego; przykładowo, w okresie 1991–2006 wartość rocznych obrotów akcjami wzrosła ponad 11 tysięcy razy (z 30 mln zł w 1991 do 347 969 mln zł w 2006), a przeciętna ilość transakcji akcyjnych na sesji – prawie pięćdziesięciokrotnie (z 877 szt. w 1991 do 43 791 szt. w 2006) [9].

Jak się uważa, w ramach organizacji GPW można wskazać nie tylko elementy podmiotowe giełdy oraz system teleinformatyczny, dzięki któremu następuje przepływ informacji niezbędnych w procesie transakcyjnym, ale również określić przedmioty wymiany rynkowej. Według stanu na 31 grudnia 2006 r. na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie przedmiotem obrotu były następujące rodzaje instrumentów finansowych:

- a) akcje spółek publicznych dopuszczonych do obrotu giełdowego (w tym od 28 kwietnia 2000 r. w ramach Segmentu Innowacyjnych Technologii: Si-Tech), respektujących prawa majątkowe i korporacyjne, co, oprócz ocze-

<sup>10</sup> Z punktu widzenia organizacji systemu WARSET należy wymienić jego podsystemy funkcjonalne, do których należą:

- a) system notujący (wraz z interfejsem zleceń), umożliwiający przyjmowanie, kontrolę i kojarzenie zleceń przekazywanych na GPW przez jej członków, a więc niezbędny w realizacji giełdowych transakcji wymiennych, bez którego giełda papierów wartościowych nie mogłaby funkcjonować;
- b) kalkulator indeksów (INDEXATOR), obliczający na bieżąco ich wartość i dystrybuujący stosowne dane do systemu informacyjnego giełdy, mający w związku z tym wpływ na bieżące decyzje inwestycyjne;
- c) system transmisji informacji o rynku, program przekazujący drogą satelitarną do dystrybutorów informacji giełdowych oraz instytucji pośrednictwa i nadzoru nad rynkiem kapitałowym wszystkie informacje odnoszące się do handlu giełdowego, a dotyczące m.in. złożonych zleceń, zawartych transakcji oraz zawieszonych notowań instrumentów finansowych. Jak się uważa, subsystem ten niezbędny jest do sprawnej i bezpiecznej realizacji transakcji wymiennych na GPW [15, s. 10–11].

<sup>11</sup> W kontekście elektronicznej dystrybucji informacji giełdowych należy wskazać serwisy komercyjne i publiczne, z operatorami których GPW podpisała kilkadziesiąt umów. Według stanu na koniec 2006 r., funkcjonowały 42 umowy z dystrybutorami informacji giełdowych, wśród których można wskazać agencje informacyjne: Reuters, Bloomberg, Polska Agencję Prasową, Telekurs, Thomson Finansial, domy maklerskie, e-banki, portale internetowe, a także firmę programistyczną – Rodan Telecom. Dystrybucja informacji o polskim rynku kapitałowym realizowana jest również bezpośrednio przez GPW, w tym przez: niekomercyjny serwis dostępny m.in. w ramach oficjalnej strony internetowej warszawskiej giełdy, działającej od 1996 r.: [www.gpw.com.pl](http://www.gpw.com.pl); wydawnictwa płatne, np. „Cedula Giełdy Warszawskiej”; jak też przy współpracy z TVP (Telegazeta) [9].

- kiwanego poziomu zyskowności, stanowi dodatkową przesłankę inwestycyjną, zwłaszcza w przypadku długoterminowych lokat finansowych<sup>12</sup>;
- b) prawa poboru, umożliwiające ich posiadaczom pierwszeństwo w objęciu akcji nowych emisji danej spółki;
  - c) prawa do akcji, czyli PDA, instrumenty dające uprawnienie do handlu walorami udziałowymi nowych emisji na regulowanym rynku wtórnym jeszcze przed ich debiutem transakcyjnym, począwszy od momentu rejestracji podwyższenia kapitału spółki, skończywszy na dniu wejścia akcji nowej emisji do obrotu giełdowego;
  - d) obligacje skarbowe i korporacyjne, których obrót giełdowy może przyczynić się do aktywizacji pozyskiwania środków finansowych na pierwotnym rynku kapitałowym, z kolei inwestorom zapewnia potencjalnie względnie stabilny strumień dochodów;
  - e) instrumenty pochodne, dające inwestorom szansę osiągnięcia względnie wysokiego poziomu stopy zwrotu w związku z zasadą dźwigni, jak też umożliwiające zabezpieczenie transakcji giełdowych na rynku kasowym, przy czym transakcje z ich udziałem oparte są na standardach obrotu, a ich płynność wspomagana jest przez animatorów rynku:
    - kontrakty terminowe *futures* na indeksy: WIG20, MIDWIG, TechWIG, akcje największych spółek giełdowych, waluty: USD i EUR oraz obligacje skarbowe,
    - jednostki indeksowe MiniWIG20 bazujące na indeksie WIG20,
    - opcje europejskie na indeks WIG20 oraz akcje spółek;
  - f) certyfikaty inwestycyjne;
  - g) instrumenty strukturyzowane, których cena zależy od wartości określonego bazowego wskaźnika ekonomicznego, a ich emitent gwarantuje w określonym terminie wykupu wypłacenie nabywcy danej kwoty rozliczeniowej. Ich wprowadzenie na GPW można uznać, zdaniem autora, za argument popierający poglądy o wzroście współzależności na europejskim rynku kapitałowym, jak też pozytywnym pozycjonowaniu na rynkach zagranicznych Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie<sup>13</sup>.

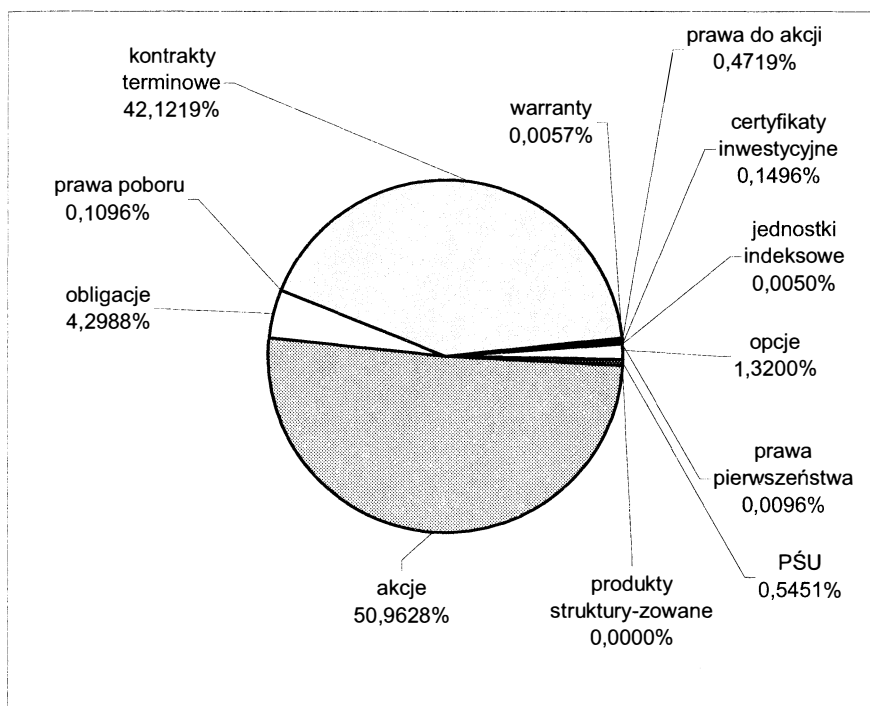
<sup>12</sup> W związku z procesem powszechnej prywatyzacji, oprócz akcji „tradycyjnych” spółek kapitałowych, w obrocie na GPW znajdowały się Powszechne Świadcstwa Udziałowe (od 15 lipca 1996 r. do 28 grudnia 1998 r.) [9].

<sup>13</sup> Należy nadmienić, iż wg stanu na 16 października 2006, w Szczegółowych zasadach obrotu giełdowego wymienia się następujące potencjalne instrumenty finansowe, które mogą stanowić przedmiot obrotu na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie: akcje, certyfikaty inwestycyjne, obligacje emitentów innych niż Skarb Państwa i Narodowy Bank Polski, obligacje Skarbu Państwa, prawa do nowych akcji, prawa poboru, prawa pierwszeństwa z obligacji, hipoteczne i publiczne listy zastawne, warranty opcyjne, certyfikaty indeksowe, kontrakty terminowe (na indeksy giełdowe, na kursy walut, na kursy akcji, na obligacje Skarbu Państwa), opcje (na indeksy giełdowe, na kursy akcji), jednostki indeksowe.

Uważa się, że unormowanie takie świadczy o innowacyjności GPW. Cyrkulacja kapitałowa za pośrednictwem jej mechanizmu rynkowego może odbywać się bowiem przy wykorzystaniu różnych instrumentów finansowych, również takich, jakie nie znajdowały się w obrocie giełdowym

W świetle przeprowadzonej analizy należy zauważyć, że w latach 1991–2006 większość obrotów na GPW związana była z transakcjami akcjami, jak również kontraktami terminowymi, zwłaszcza indeksowymi, a więc pośrednio bazującymi na cenach akcji znajdujących się w cyrkulacji giełdowej (wykres 2).

**Wykres 2.** Zagregowana struktura obrotów poszczególnymi grupami instrumentów notowanych na GPW w okresie 1991–2006



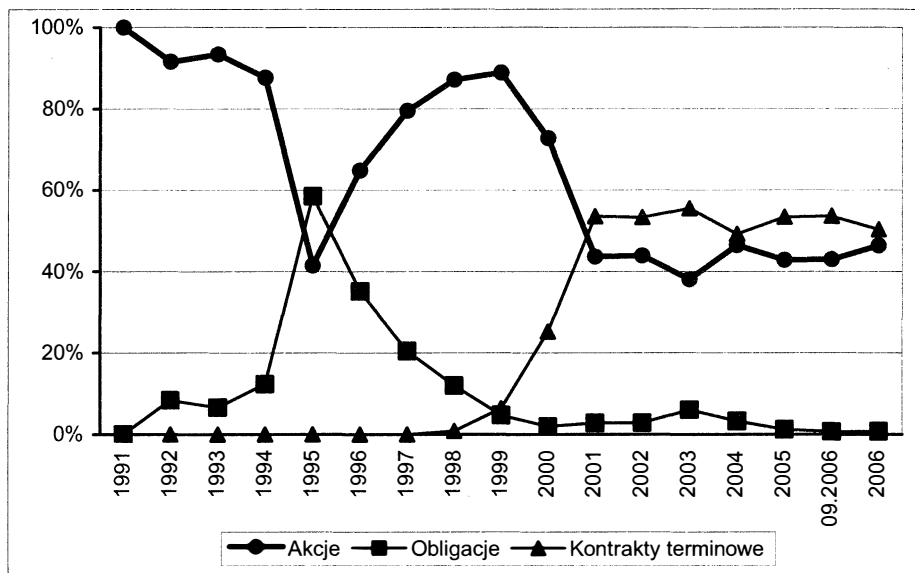
Źródło: Opracowanie własne na podstawie [9].

Uważa się, że właśnie te grupy instrumentów można określić mianem najbardziej płynnych, co, jak się przypuszcza, jest związane przede wszystkim z efektywnością lokowania środków finansowych w instrumenty udziałowe i zbudowane w oparciu o nie instrumenty terminowe. Należy dodać, iż w badanym okresie nastąpiła znacząca zmiana w preferencjach lokacyjnych inwestorów giełdowych: przesunięcie zainteresowań inwestycyjnych z akcji w kierunku *financial futures*, przy jednoczesnym spadku globalnej wartości transakcji obligacyjnych (wykres 3). Przy tym zaobserwowane tendencje widoczne były na tle znacznego wzrostu wartości globalnych obrotów na GPW, których dynamika w 2006 r.,

w okresie 1991–2006 lub były przejściowo przedmiotem wymiany na rynku regulowanym (warranty, prawa do akcji) [17, s. 5–41].

w stosunku do 1991 r., wyniosła 2 519 453% (wzrost z 30 mln zł w 1991 r. do 755 836 mln zł w 2006 r.) [9].

**Wykres 3.** Struktura przedmiotowa obrotów głównymi<sup>14</sup> instrumentami finansowymi na GPW (1991–2006)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie [9].

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie może być uznawana za zorganizowany rynek papierów wartościowych. Przy tym uważa się, że organizacja GPW (na przestrzeni lat 1991 – 2006) ewoluuje w kierunku bardziej właściwego dopasowania do potrzeb polskiego rynku kapitałowego, m.in. w aspekcie zorganizowania rynku. Dotyczy to w szczególności struktury organizacyjnej GPW oraz jej swoistej innowacyjności przedmiotowej, czyli możliwości używania przez inwestorów różnych rodzajów instrumentów finansowych, dających określone korzyści inwestycyjne.

## Literatura

1. Dębski W., *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Suplement: notowania giełdowe w nowym systemie informatycznym*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.

<sup>14</sup> W okresie 1991–2006 globalne obroty akcjami, obligacjami i kontraktami terminowymi stanowiły łącznie 97,38% całkowitych obrotów instrumentami finansowymi na GPW; źródło: obliczenia własne na podstawie [9].

2. Gross-Strzelecki T., *Warszawa ściga się z Wiedniem*, „Parkiet: «15 lat Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie»” maj 2006.
3. Kieżun W., *Podstawy organizacji i zarządzania*, Książka i Wiedza, Warszawa 1977.
4. Muciński E., *Rusza NewConnect*, „Rzeczpospolita” 24 maja 2007, nr 120.
5. *Organizacja i działanie*, Opracowanie i publikacja GPW, Warszawa 1996.
6. *Regulamin Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, tekst jednolity*, „Przegląd Prawa Giełdowego” 1996, nr 16.
7. *Regulamin Giełdy, tekst ujednoczony wg stanu na 2 października 2006 r.*, Opracowanie i publikacja GPW, Warszawa 2006.
8. *Regulamin Sądu Giełdowego, tekst jednolity ogłoszony uchwałą nr 260/2000 Zarządu Giełdy z dnia 14 czerwca 2000 r.*, Opracowanie i publikacja GPW, Warszawa 2006.
9. *Roczniki Statystyki Giełdowej z lat 1991 – 1996, Roczniki Giełdowe z lat 1997 – 2007*, Opracowanie i publikacja GPW, Warszawa 1991 – 2007.
10. Sierant A., *Ewolucja systemu notowań*, „Parkiet: «10 lat Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie»” maj 2001.
11. Sierant A., *Jak zostać spółką giełdową?*, GPW, Warszawa 1999.
12. Sobolewski L., *Plan działań GPW do 2009 r.*, Opracowanie i publikacja GPW, Warszawa 2006.
13. *Statut Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA*, Opracowanie i publikacja GPW, Warszawa 1991.
14. *Statut Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA*, Opracowanie i publikacja GPW, Warszawa 2006.
15. Stoner J., Wankel C., *Kierowanie*, PWE, Warszawa 1992.
16. *System obrotu giełdowego*, Opracowanie i publikacja GPW, Warszawa 2003.
17. *Szczegółowe zasady obrotu giełdowego, tekst ujednoczony wg stanu prawnego na dzień 16 października 2006 r.*, Opracowanie i publikacja GPW, Warszawa 2006.
18. Uraziński G., *Nowoczesna technologia pomogła w rozwoju GPW*, „Parkiet: «15 lat Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie»” maj 2006.
19. Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych, Dz. U. Nr 94, poz. 1037, [w:] LEX – baza danych polskich aktów prawnych.
20. Wyżnikiewicz B., *Dlaczego giełda jest ważna w gospodarce rynkowej?*, „Parkiet: «15 lat Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie»” maj 2006.

