

Stanisław Kondrasiuk, Marek Pokarowski

Organizacja giełdowej formy obrotu papierami wartościowymi

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie

Rozwinięta gospodarka rynkowa nie może funkcjonować bez sprawnego rynku kapitałowego, przez który rozumie się: całokształt transakcji dotyczących obrotu średnio- i długoterminowymi instrumentami finansowymi, tj. takimi, których okres transferu jest dłuższy niż jeden rok. Najczęściej są to akcje i obligacje, istnienie zaś innych, jak np. opcji czy listów zastawnych, uzależnione jest od ich powszechnego stosowania w danej gospodarce.

Najważniejszą funkcją rynku kapitałowego jest alokacja nadwyżek kapitałów od tych, którzy je posiadają, do tych, którzy je potrzebują. Alokacja nadwyżek kapitałowych przez rynek, jak pokazuje praktyka, jest najlepszą z możliwych, gdyż tylko rynek może wymusić ich efektywne wykorzystanie.

Drugą ważną funkcją rynku kapitałowego jest jego funkcja informacyjna. W kształtowaniu się kursów giełdowych odbija się bowiem siła ekonomiczna firm, a tym samym łatwo jest ocenić ich aktualną wartość oraz zdolność do kreacji zysków w przyszłości.

Organizacyjną formą rynku kapitałowego, powszechnie wykorzystywaną na całym świecie, jest giełda papierów wartościowych. Istnieją dwa podstawowe modele giełd¹⁾:

- model amerykański, stosowany oczywiście na kontynencie amerykańskim, a poza tym w: Australii, Nowej Zelandii, Wielkiej Brytanii, Hongkongu, Szwajcarii i Holandii,
- model niemiecki, zwany też modelem kontynentalno-europejskim, stosowany jest zaś w większości państw europejskich, a zwłaszcza w Niemczech.

W modelu amerykańskim giełda jest instytucją prywatnoprawną, działającą w formie spółki akcyjnej. Zakładają ją przemysłowcy, handlowcy i bankierzy, a więc wszyscy ci, którzy widzą w niej możliwości lepszej realizacji swoich interesów. Giełda amerykańska ponadto rządzi się sama. Jej udziałowcy bowiem sami decydują o jej organizacji i w pełni odpowiadają za jej działalność. Państwo kontroluje tylko zgodność jej działalności z obowiązującym prawem. Funkcję tę w imieniu państwa spełnia Komisja ds. Transakcji Papierami Wartościowymi. Ona to, m.in., dokonuje rejestracji giełd, papierów wartościowych, brokerów i dealerów. Nie interesuje się ona natomiast liczbą giełd, ich lokalizacją, statutami i regulaminami, o ile są one zgodne z powszechnie obowiązującym prawem. Giełdy amerykańskie charakteryzuje też słaby stopień ich powiązań z sektorem bankowym. Wynika to z charakteru amerykańskiego rynku kapitałowego, który wykształcił własne, specyficzne tylko dla niego podmioty, w pełni zaspokajające jego potrzeby, w postaci inwestorów instytucjonalnych czy funduszy powierniczych.

Rolę instytucjonalnych inwestorów pełnią fundusze emerytalne i towarzystwa ubezpieczeniowe, a więc instytucje posiadające duże nadwyżki wolnych kapitałów i szukające optymalnych form ich zainwestowania.

Fundusze powiernicze natomiast pełnią rolę zbiorowych inwestorów. Dla indywidualnego inwestora wybór formy lokaty wolnego kapitału, przy ograniczonym rozeznaniu rynku i kształtujących się na nim ten-

dencji, wiąże się bowiem z dość dużym ryzykiem. Fundusz powierniczy natomiast pozwala na zmniejszenie tego ryzyka poprzez inwestowanie w różne papiery wartościowe, a tym samym zwiększa zaufanie przeciętnego ciułacza do giełdy papierów wartościowych.

Giełda typu niemieckiego jest natomiast instytucją publicznoprawną o bardziej bezpośrednim wpływie państwa na jej działalność. Ministerstwo Finansów i Ministerstwo Gospodarki, na przykład, obligatoryjnie decydują o: możliwości powołania giełdy, jej organizacji, statucie i regulaminie, zasadach ustalania kursów itp. Ministerstwa te często też mają swoich przedstawicieli w radach nadzorczych giełd. Ich cechą charakterystyczną jest także i to, że głównymi uczestnikami giełd są banki, z powodu braku instytucjonalnych inwestorów, którzy dysponowaliby dużymi zasobami wolnych kapitałów. Poza tym, banki niemieckie cechują się uniwersalnością działania. Oznacza to, że nie specjalizują się one m.in. w udzielaniu kredytów krótko- lub długoterminowych. Dlatego też jednym z rynków, na którym wykazują swoją szczególną aktywność, jest rynek kapitałowy.

Tworzony w Polsce rynek kapitałowy, od strony prawnej regulowany jest ustawą o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych²⁾. Instytucjonalny aspekt giełdowej formy obrotu papierami wartościowymi w Polsce przedstawia schemat 1.

Z oczywistych względów, (np. bliskości geograficznej, cywilizacyjnej, stosunków ekonomicznych czy też z braku instytucjonalnych inwesto-

arów), model giełdy polskiej bliższy jest modelowi niemieckiemu. Wyjątek stanowi tu Komisja Papierów Wartościowych, reprezentująca centralną administrację państwową.

Najważniejszym zadaniem Komisji Papierów Wartościowych jest dopuszczenie papierów wartościowych do publicznego obrotu. Bez jej zgody, żadne papiery wartościowe nie mogą być przedmiotem publicznych transakcji. Podmioty, które starają się o takie zezwolenie muszą spełnić wiele warunków. Najważniejszym jest przy tym warunek wiarygodności i płynności finansowej, od którego oceny uzależnione jest przede wszystkim udzielenie przez komisję zezwolenia na publiczną subskrypcję akcji.

Kolejnym ważnym zadaniem komisji jest szkolenie i wydawanie licencji maklerom giełdowym oraz prowadzenie rejestru osób fizycznych i prawnych dopuszczonych do działania na giełdzie. Wszystko to sprawia, że komisja, obok banku centralnego (NBP) i Ministerstwa Finansów, jest ważnym czynnikiem polityki państwa w zakresie regulacji obrotu papierami wartościowymi na rynku kapitałowym.

Przedstawione powyżej, w ogólnym zarysie, zadania Komisji Papierów Wartościowych inicjują właściwy obrót papierami wartościowymi na rynku kapitałowym. Centralną instytucją tego rynku jest giełda. Ustawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych dopuszcza tworzenie giełd na terytorium Polski w formie spółek akcyjnych tylko przez podmioty dopuszczone do działania na wtórnym rynku papierów wartościowych, a więc: Skarb Państwa, banki i domy maklerskie. Akcje wypuszczane przez giełdy muszą być akcjami wyłącznie imiennymi. Formalnie nie istnieją więc żadne przeszkody co do liczby powoływanych giełd. Najistotniejszą barierą ich powstawania są jednak wysokie koszty tworzenia takich instytucji, jak też zakaz, z mocy ustawy, pełnienia przez nie funkcji zarobkowej. Akcje imienne udziałowców giełdy nie mogą bowiem przynosić im dywidend. W związku z tym, jak dotychczas, powołana została tylko jedna giełda

pod nazwą Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., jako jednoosobowa spółka Skarbu Państwa, z możliwością zbywania jej akcji domom maklerskim.

O dopuszczeniu papierów wartościowych spółek akcyjnych do obrotu na giełdzie decyduje Rada Giełdy, przy czym obowiązuje tu zasada dematerializacji obrotu papierami wartościowymi. Zgodnie z tą zasadą, posiadacze papierów wartościowych nie mają ich w postaci fizycznej. Dysponują oni tylko świadectwami depozytowymi informującymi o posiadaniu na własność określonej liczby i rodzaju papierów wartościowych. Dlatego też wszelki obrót papierami wartościowymi dokonuje się w postaci zmian stanu zapisów na kontach bez materialnego przekazywania akcji przez sprzedającego kupującemu. Zasada ta obowiązuje wszystkie podmioty obrotu giełdowego. W związku z tym każdy podmiot musi posiadać konto: klienci w bankach posiadających biura maklerskie lub w samodzielnych domach maklerskich, banki, domy maklerskie i emitenci w Centrum Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych.

Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych jest instytucją giełdową i spełnia funkcje rozliczeń oraz przechowywania papierów wartościowych, dopuszczonych do obrotu giełdowego. Dlatego też każdy uczestnik giełdy musi mieć konto oraz przeprowadzać wszelkie rozliczenia za jego pośrednictwem.

Uczestnikami giełdy mogą być tylko domy maklerskie mające zezwolenie Komisji Papierów Wartościowych. Z reguły są to departamenty banków komercyjnych, wyodrębnione finansowo z ich struktury, lub inne, niezależne od banków, podmioty.

Centralny Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych jest instytucją dokonującą rozliczeń ilościowych papierów wartościowych. Instytucją, która dokonuje zaś rozliczeń finansowych transakcji giełdowych jest Bank Rozliczeniowy, w którym muszą mieć swe rachunki wszyscy uczestnicy operacji giełdowych. Funkcję Banku Rozliczeniowego spełnia obecnie oddział Banku Śląskiego.

Istnienie jednego Banku Rozliczeniowego nie gwarantuje w pełni wypłacalności uczestników transakcji. Stąd też stworzono fundusz gwarancyjny, który jest uruchamiany tylko w przypadku braku pokrycia w środkach finansowych dokonanego obrotu giełdowego przez któregoś kontrahenta. Środki finansowe tego funduszu pochodzą z obligatoryjnych wpłat uczestników giełdy³⁾.

Jak już wspomniano, dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu publicznego wymaga zgody Komisji Papierów Wartościowych, zaś dopuszczenie ich do obrotu giełdowego wymaga zgody Rady Giełdy. Papiery wartościowe nie dopuszczone do obrotu publicznego nie mogą też być dopuszczone do obrotu giełdowego, chociaż papiery wartościowe dopuszczone do obrotu publicznego nie muszą być dopuszczone do obrotu giełdowego przez Radę Giełdy.

Przy założeniu, że papiery wartościowe jakiejś firmy zostały dopuszczone do publicznego i giełdowego obrotu, jego przebieg przedstawiałby się praktycznie w sposób następujący (zob. schemat 1). Emitent składa w Krajowym Depozycie jeden papier wartościowy o nominale równym liczbie wyemitowanych akcji. Zapis na koncie emitenta musi być równy zapisowi na koncie sponsora emisji (tzn. banku), który zajmuje się sprzedażą akcji. Klienci, którzy kupili akcje, otrzymują świadectwa depozytowe wiedząc, że na koncie zbiorczym sponsora emisji posiadają swój udział w wysokości zapisanej na świadectwie⁴⁾. Jednocześnie uczestnicy Krajowego Depozytu (domy maklerskie i banki) mają w nim swoje konta, na których anonimowo rejestrowane są papiery wartościowe klientów domów maklerskich. Obrót giełdowy dokonuje się zaś poprzez przepisywanie papierów wartościowych na kontach uczestników Krajowego Depozytu, a dopiero potem na kontach klientów w domach maklerskich.

Wobec tego system ewidencji papierów wartościowych charakteryzuje się ciągłą równowagą między:

- wielkością emisji,
- sumą stanu posiadania uczestników Krajowego Depozytu,

- sumą stanu kont depozytowych w domach maklerskich i bankach,
- sumą świadectw depozytowych klientów.

Przeprowadzane na giełdzie transakcje nie mogą naruszyć przedstawionej powyżej równowagi ewidencyjnej, lecz zapewniać zgodność i jednoczesność rozliczeń strony ilościowej i finansowej zawieranych na niej transakcji.

Konkretyzując, schemat normalnej transakcji giełdowej wygląda następująco:

- klienci składają w domach maklerskich zlecenia kupna-sprzedaży określonej liczby papierów wartościowych jakiejś spółki, po zadeklarowanej cenie lub po kursie dnia,

- maklerzy przekazują dalej te zlecenia, traktując je jako własne, maklerom specjalistom, odpowiadającym za obrót papierami wartościowymi konkretnej firmy na giełdzie,

- maklerzy specjaliści dokonują zestawień zleceń kupna według malejącej ceny i zleceń sprzedaży według rosnącej ceny oraz obliczają na tej podstawie jednolity kurs dnia, kierując się przy tym w pierwszej kolejności kryterium maksymalizacji obrotów,

- makler specjalista, po zaakceptowaniu przez giełdę kursu określonego papieru wartościowego, wystawia karty umowy dla maklerów (swoich kontrahentów) i przekazuje je im do akceptacji, jak też przekazuje na giełdę zestawienie sald i obrotów dotyczących danego rodzaju papieru wartościowego,

- maklerzy domów maklerskich po sprawdzeniu zleceń klientów z kartami umowy akceptują je, po czym zawiadamiają swoich klientów o dokonaniu transakcji,

- giełda sprawdza zgodność transakcji przedstawionych przez maklera specjalistę ze swoimi obliczeniami i wysyła karty umowy do Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych oraz sprawdza pokrycie finansowe przeprowadzonych transakcji w Banku Rozliczeniowym, jak też dokonuje blokady tych środków,

- Krajowy Depozyt dokonuje księgowania na kontach swych uczestników i przesyła informację na giełdę o zakończeniu tych czynności,

- Bank Rozliczeniowy dokonuje przelewów finansowych na polecenie giełdy,

- Krajowy Depozyt i Bank Rozliczeniowy dostarczają wyciągi z kont uczestnikom transakcji giełdowej.

Przedstawiony powyżej schemat obrotu giełdowego jest przykładem przebiegu transakcji normalnej, bez wystąpienia w trakcie obrotu różnego rodzaju zakłóceń. Zakłócenia transakcji mogą jednak wystąpić. Mogą one najczęściej wynikać z braku pokrycia finansowego w Banku Rozliczeniowym lub braku pokrycia ilościowego w Centralnym Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych. W przypadku braku pokrycia w Banku Rozliczeniowym następuje zawieszenie określonej części transakcji, zależnej od kwoty nie mającej pokrycia. Wybór transakcji do zawieszenia dokonuje się według następujących kryteriów:

- trzy mniejsze transakcje pokrywające brakującą kwotę,
- jedna transakcja, ale wyższa niż brakująca kwota,
- tyle transakcji, ile potrzeba do pokrycia niedoboru.

Giełda, po dokonaniu zawieszenia określonej liczby transakcji, zgodnie z jednym z trzech wyżej wymienionych kryteriów, przesyła maklerom i maklerom specjalistom informację o transakcjach zrealizowanych i zawieszonych.

Zawieszenie transakcji nie oznacza jednak, że nie mogą one być zrealizowane. Dom maklerski ma bowiem obowiązek uzupełnienia środków finansowych oraz zrealizowania transakcji zawieszonych w okresie trzech kolejnych cykli rozliczeniowych do piątej sesji giełdowej, licząc od sesji, na której zostały one zawieszane. Giełda cały czas kontroluje stan konta domu maklerskiego. Jeżeli w tym terminie zawieszane transakcje nie zostaną zrealizowane, to giełda zawiesza uczestnictwo domu maklerskiego w obrocie giełdowym. Zawieszenie to nie zwalnia jednak domów maklerskich z obowiązku uregulowania swych zobowiązań wobec giełdy. Mogą one jeszcze przez trzy kolejne

cykle rozliczeniowe, czyli do ósmej sesji po zawieszeniu transakcji, uzupełnić niedobory w Banku Rozliczeniowym i zrealizować zawieszane transakcje. Jeżeli i w tym okresie biura maklerskie nie uregulują swoich zobowiązań, wówczas giełda wyklucza je z działań na giełdzie i uruchamia fundusz gwarancyjny na pokrycie niedoborów domów maklerskich w Banku Rozliczeniowym.

Transakcja giełdowa może zostać zawieszona także z powodu braku ilościowego pokrycia papierów wartościowych w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych. Jeżeli giełda stwierdzi taki brak pokrycia, to transakcje ulegają zawieszeniu w części lub całości. O tym fakcie giełda zawiadamia wszystkich uczestników zawieszonych transakcji, dom maklerski zaś musi na najbliższej sesji zakupić brakującą ilość papierów wartościowych, aby pokryć ich niedobór w Krajowym Depozycie. Jest to tzw. zlecenie „L” po kursie dnia, nie podlegające redukcji, tzn. musi być bezwzględnie wykonane. Po uzupełnieniu niedoborów transakcja zostaje rozliczona⁵⁾.

Wszystkie przedstawione wyżej przypadki transakcji normalnych i zawieszonych opierały się na założeniu zgodności zleceń maklerów z ich wykonaniem przez maklerów specjalistów, a każda karta umowy miała akceptację maklera giełdowego. Jednakże mogą wystąpić przypadki niezgodności zleceń maklera z działaniami maklera specjalisty, co do ilości, rodzaju, kursu itp. W takiej sytuacji makler nie akceptuje karty umowy i transakcja jest transakcją odrzuconą. Ewentualny spór między domami maklerskimi o to, kto zawinił i kto ponosi koszty pomyłki, dotyczy tylko i wyłącznie ich, a nie całej giełdy. Do rozstrzygnięcia tego typu sporów upoważniony jest powoływany przy giełdzie Sąd Giełdowy, który wybierany jest na trzy lata przez Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy Giełdy, w liczbie 10 sędziów. Decyzje Sądu Giełdowego są ostateczne⁶⁾.

Reasumując. Giełda papierów wartościowych i jej funkcjonowanie jest odbiciem sprawności działania rynku kapitałowego, a tym samym całej gospodarki. Jest to instytucja,

która tworzy się przez dziesiątki lat. W swoim rozwoju przechodzi przez kilka faz, a mianowicie:

- fazę ożywienia, gdy w obrocie giełdowym bierze udział niewielka liczba papierów wartościowych oraz podmiotów dokonujących transakcji,
- fazę manipulacji, gdy transakcje mają charakter przypadkowy, a nie masowy i ciągły oraz gdy są one często sprzeczne z tendencjami panującymi na pozostałych rynkach, np. na rynku pieniężnym,
- fazę spekulacji, charakteryzującą się chronicznym brakiem rzetelności i wypłacalności kontrahentów,
- fazę dojrzałą, gdy giełda jest spektrum stanu gospodarki i w pełni realizuje swe funkcje.

Wszystkie giełdy działające w państwach o gospodarce rynkowej mu-

siały przejść przez wymienione fazy swego rozwoju. Takie fazy rozwoju musi przejść i giełda polska. Aby osiągnęła ona swą fazę dojrzałą musi upłynąć jeszcze trochę czasu. Dlatego też jej funkcjonowanie musi podlegać kontroli ze strony państwa i jego agend. Zakres tej kontroli nie może jednak oznaczać całkowitego podporządkowania giełdy decyzjom rządu, gdyż przestaje ona spełniać efektywnie swe funkcje, a zwłaszcza funkcję alokacyjną, która decyduje o efektywnym prorynkowym zastosowaniu wolnych środków kapitałowych.

Stanisław Kondrasiuk

Marek Pokarowski

Przypisy:

- ¹⁾ Zob. H. PODRAZA: *Jaka giełda w Polsce*, „Życie Gospodarcze” nr 37/1990, s. 7.
- ²⁾ Dziennik Ustaw nr 35 z 25 kwietnia 1991 roku.

³⁾ Szerzej na ten temat w: Regulamin Funduszu Gwarancyjnego, §§ 5 i 6.

⁴⁾ Konkretyzując. Klienci zamawiają w dowolnym banku X konkretną liczbę papierów wartościowych danej firmy, będących przedmiotem emisji. Bank Y, będący sponsorem emisji, wystawia świadectwa depozytowe i odnotowuje zapisaną na nim liczbę papierów wartościowych na liście rejestracyjnej. Klienci, posiadając świadectwa depozytowe, mogą założyć konta depozytowe w dowolnym banku Z posiadającym biuro maklerskie.

⁵⁾ Zob. Regulamin Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA, § 34.

⁶⁾ Zob. Regulamin Sądu Giełdowego przy Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie SA, § 1.

Autorzy są pracownikami naukowymi Instytutu Ekonomii Wydziału Ekonomicznego UMCS w Lublinie.

Schemat 1. Instytucjonalna struktura obrotu papierami wartościowymi w Polsce

