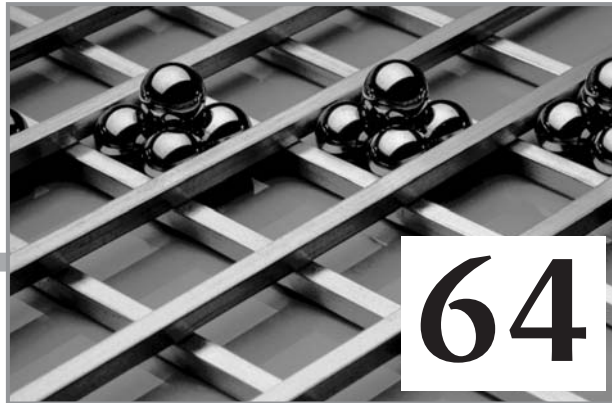


# Z E S Z Y T Y BRE Bank-CASE



W a r s z a w a 2 0 0 3

## PRZYSZŁOŚĆ WARSZAWSKIEJ GIEŁDY PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH



**BRE BANK SA**



**Centrum Analiz  
Społeczno-Ekonomicznych**

Publikacja jest kontynuacją serii wydawniczej Zeszyty PBR-CASE

CASE-Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, Fundacja Naukowa  
00 – 944 Warszawa, ul. Sienkiewicza 12

BRE Bank SA  
00 – 950 Warszawa, ul. Senatorska 18

Copyright by: CASE-Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, Fundacja Naukowa i BRE Bank SA

Redakcja Zeszytów

Redakcja naukowa  
Ewa Balcerowicz  
Sekretarz Zeszytów  
Krystyna Olechowska

Autorzy  
Jarosław Deryło  
Wioletta Nawrot  
Wiesław Rozłucki

Opracowanie graficzne  
Agnieszka Bury

DTP  
SK Studio

ISSN 1233-121X

Wydawca  
CASE-Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych, Fundacja Naukowa, 00 - 944 Warszawa, ul. Sienkiewicza 12  
Nakładca  
BRE Bank SA, 00-950 Warszawa, ul. Senatorska 18

Oddano do druku w marcu 2003 r. Nakład 600 egz.

## SPIS TREŚCI

WPROWADZENIE	5
Wioletta Nawrot – DLACZEGO POLSKIE SPÓŁKI PRZENOSZĄ SIĘ NA GIEŁDY ZAGRANICZNE?	7
1. Wstęp	7
2. Istota kwitów depozytowych	7
3. Korzyści i zagrożenia dla spółki wynikające z emisji kwitów depozytowych	12
4. Korzyści i zagrożenia dla giełdy krajowej	19
5. Podsumowanie	23
Aneks nr 1	29
Aneks nr 2	29
Aneks nr 3	30
Bibliografia	31
Przypisy	32
Jarosław Deryło – JAK UCZYNIĆ Z WARSZAWSKIEJ GIEŁDY PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH CENTRUM FINANSOWE EUROPY ŚRODKOWO-WSCHODNIEJ	33
1. Czym jest GPW?	33
2. Zmiana modelu biznesowego	34
3. Prywatyzacja	34
4. Regulacje rynku kapitałowego	35
5. Model londyńskiego AIM i giełdy w Luksemburgu	35
6. Samoregulacja giełdy	36
7. Poszerzenie i pogłębienie rynku	37
8. Współpraca z innymi giełdami	38
9. Alianse giełdowe	39
10. Przyszłość GPW jako bytu niezależnego	40
Wiesław Rozłucki – GIEŁDA PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W WARSZAWIE WOBEC WYZWAŃ NA RYNKACH KAPITAŁOWYCH	41
1. Czynniki sprzyjające konsolidacji giełd	41
2. Ewolucja giełdy	41
3. Marginalizacja głównym zagrożeniem dla GPW	45
4. Przyszłość lokalnych giełd	46
5. Strategia GPW	46

## LISTA UCZESTNIKÓW SEMINARIUM

Jacek Adamski	Nordea Bank Polska
Ewa Balcerowicz	Fundacja CASE
Henryk Bąk	SGH
Barbara Błaszczuk	Fundacja CASE
Krzysztof Błądowski	
Piotr Borowiecki	Ministerstwo Skarbu
Grzegorz Brycki	Rzeczpospolita
Adam Burchat	NBP
Jarosław Deryło	CA IB Financial Advisers
Marek Fijałkowski	Krajowa Izba Rozliczeniowa
Grzegorz Gajewski	KIG
Paweł Hłasiewicz	NBP
Michał Jezierski	Warsaw Voice
Norbert Jeziolowicz	Związek Banków Polskich
Tomasz Józwick	Parkiet
Stefan Kawalec	Commercial Union
Radosław Koniar	BRE Bank SA
Jan Kowalczyk	RCSS
Ryszard Kowalski	
Maciej Krzak	Bank Handlowy
Michał Ludwig	Frankfurter Allgemeine
Piotr Malecki	Gazeta Wyborcza
Karolina Michalska	SMD
Marek Misiak	Nowe Życie Gospodarcze
Wioletta Nawrot	Wyższa Szkoła Handlu i Finansów Międzynarodowych
Henryk Okrzeja	BRE Bank SA
Krystyna Olechowska	Fundacja CASE
Agnieszka Pałubińska	PAP
Ryszard Petru	Bank Światowy
Elżbieta Pustoła	KDPW
Michał Rebiega	NBP
Krystyna Robaszewska	MGPIPS
Wiesław Rożucki	GPW w Warszawie
Ludwik Sobielewski	KDPW
Andrzej Stec	Gazeta Wyborcza
Cezary Stypułkowski	Bank Handlowy
Andrzej Śniecikowski	Zmiany Investment
Jerzy Thieme	
Łukasz Witkowski	NBP
Marian Wojnar	RCSS
Anna Wysoczańska	PAP
Katarzyna Zaniewska	SMD
Rafał Ziemkiewicz	Wprost

---

## WPROWADZENIE

Zeszyt zawiera teksty referatów wygłoszonych podczas 64 seminarium, którego tematem była przyszłość Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Zorganizowane przez Fundację CASE i BRE Bank SA, w ramach stałego cyklu spotkań panelowych, seminarium odbyło się w Warszawie w lutym 2003 r.

Uwarunkowania okresu tworzenia nowego ładu ekonomicznego Polski wyznaczyły giełdzie podwójną rolę. Z jednej strony jej rozwój wymuszał i przyspieszał kształtowanie się całej infrastruktury rynku kapitałowego, z drugiej zaś sama giełda musiała sprostać rosnącym potrzebom uczestników tego rynku. Giełda stała się trwałym elementem infrastruktury polskiej gospodarki rynkowej. W konkurencyjnym otoczeniu giełd Europy Środkowo-Wschodniej, powstając jako trzecia chronologicznie giełda – po Lublanie i Budapeszcie – wysunęła się na czołową pozycję pod względem kapitalizacji i obrotów. Na tle wielkich giełd światowych warszawska usytuowana jest wśród mniejszych giełd lokalnych. Zamknięcie dotychczasowego etapu rozwoju w połączeniu ze świadomością rodzących się potencjalnych zagrożeń wpłynęło na potrzebę wypracowania strategii giełdy adekwatnej do rozwijającej się polskiej gospodarki i umożliwiającej sprostanie wyzwaniom otoczenia europejskiego. W tym ostatnim obszarze szczególną rolę odgrywa rozwój technologii oraz wielopłaszczyznowe procesy integracyjne. Wprowadzenie wspólnej waluty w krajach Unii Europejskiej zapoczątkowało silne obecnie trendy konsolidacyjne na rynkach kapitałowych. Postępująca integracja sprawia, że funkcjonowanie warszawskiej giełdy będzie coraz bardziej uzależnione od strategii i działań podmiotów zagranicznych. Opracowana strategia giełdy określa zatem kierunki jej działania także w kontekście oddziaływania tych procesów. Realizacja strategii ma doprowadzić do tego, że do 2005 roku giełda zajmie odpowiednią pozycję na płaszczyźnie aliansów europejskich pozostając jednocześnie liderem w Europie Środkowo-Wschodniej.

Strategia rozwoju giełdy bazuje na raporcie opracowanym przez firmę The Boston Consulting Group. Kluczowe znaczenie dla sporządzenia zawartej w tym raporcie diagnozy obecnej sytuacji miały wywiady przeprowadzone z przedstawicielami praktycznie wszystkich instytucji i środowisk rynku kapitałowego w Polsce oraz z przedstawicielami wybranych instytucji zagranicznych. Podstawowy wniosek wynikający z diagnozy wskazuje na groźbę marginalizacji GPW i polskiego rynku kapitałowego. Wniosek ten wynika przede wszystkim z analizy trendów i tendencji obserwowanych w skali makro oraz analizy wybranych problemów, z którymi borykają się małe i średnie giełdy w różnych regionach świata w warunkach postępującej globalizacji i postępu technologii.

Zagrożenie marginalizacją ma swoje źródło w tendencjach, które na polskim rynku dopiero się zaznaczają i które mają swe strukturalne przesłanki zarówno w uwarunkowaniach zewnętrznych jak i w cechach polskiego rynku kapitałowego oraz gospodarki jako całości.

Bardzo istotny nurt tendencji obserwowanych obecnie na światowych rynkach kapitałowych dotyczy sojuszy, fuzji i aliansów. Sprzyjają temu zarówno czynniki technologiczne, jak i ekonomiczne. Procesy zacho-

---

dzące na rynkach europejskich wskazują na kształtowanie się przesłanek do powstania wspólnej infrastruktury obrotu giełdowego i ujednoczenia systemów giełdowych.

Z punktu widzenia zjawisk procesów i tendencji krajowych, wyzwania i zagrożenia dla rynku kapitałowego i giełdy wynikają z niskiej konkurencyjności polskich spółek, zmniejszającego się dopływu nowych spółek na giełdę, ryzyka przeniesienia się obrotu polskimi akcjami na obce rynki, ryzyka spadku zainteresowania inwestorów polskimi spółkami wobec konkurencyjności innych rodzajów papierów wartościowych (np. instrumentów dłużnych), słabości systemowych zachęt do inwestowania w papiery wartościowe, niskiej skuteczności systemu sankcji za przestępstwa na rynku kapitałowym.

Do prawidłowej realizacji inicjatyw strategicznych niezbędna jest współpraca głównych instytucji rynku kapitałowego. Stanowi ona czynnik decydujący o powodzeniu przedsięwzięć, zwłaszcza tych, których realizacja zależy nie tylko od działań podejmowanych przez GPW. Giełda liczy w tym zakresie na konstruktywne współdziałanie instytucji środowiskowych oraz struktur parlamentarnych i instytucji rządowych.

Autorzy niżej prezentowanych opracowań to: Wioletta Nawrot, wykładowca Wyższej Szkoły Handlu i Finansów Międzynarodowych, Jarosław Deryło, dyrektor w CA IB Financial Advisers i Wiesław Rozłucki, prezes Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

Celem opracowania Wioletty Nawrot jest z jednej strony analiza motywacji polskich spółek w zakresie przeprowadzenia emisji kwitów depozytowych, z drugiej zaś strony wykazanie, czy uzasadnione są obawy, między innymi władz giełdy, że podejmowane przez polskie spółki programy kwitów depozytowych stanowią zagrożenie dla funkcjonowania oraz rozwoju giełdy.

Reformę polskiego rynku kapitałowego Jarosław Deryło rozważa na trzech poziomach działań: leżących w gestii władz giełdy; zmian w otoczeniu regulacyjnym, które powinny być dokonane przez ustawodawcę oraz działań, które władze giełdy powinny rozważyć wspólnie z innymi giełdami naszego regionu.

Wiesław Rozłucki za podstawowy cel strategiczny giełdy uznał przeciwstawienie się zagrożeniom wynikającym ze zwiększającej się konkurencyjności otoczenia zewnętrznego. Trzema najważniejszymi zadaniami kompleksowymi stanowiącymi fundamenty realizacji strategii są sojusz strategiczny, prywatyzacja i restrukturyzacja giełdy.

Prezentowane w Zeszycie teksty są rozszerzonymi wersjami wystąpień wygłoszonych na lutowym seminarium. Zostały przygotowane specjalnie na potrzeby seminarium i niniejszej publikacji, za co ich Autorom organizatorzy składają serdeczne podziękowanie.

# DLACZEGO POLSKIE SPÓŁKI PRZENOSZĄ SIĘ NA GIEŁDY ZAGRANICZNE?

*Wioletta Nawrot*

## 1. Wstęp

Giełdy zagraniczne cieszą się zainteresowaniem ze strony polskich spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW). Firmy te decydują się na zamrożenie swoich akcji na rynku polskim celem ich zamiany na kwity depozytowe emitowane za granicą. Pierwszy program kwitów depozytowych przeprowadzony został przez Skarb Państwa w ramach prywatyzacji Banku Gdańskiego w 1995 r. Od tamtej pory kilkanaście polskich spółek zdecydowało się na uczestnictwo w programach emisji kwitów depozytowych, celem wprowadzenia tych walorów na giełdy zagraniczne. Przeważnie przeprowadzana była emisja nowej serii akcji, które nie trafiały na GPW, lecz stanowiły podstawę do wystawienia kwitów depozytowych. Byli jednak również tacy emitenci, którzy przeprowadzali ten program opierając się na akcjach już uczestniczących w obrocie na GPW.

Głównym celem tego opracowania jest z jednej strony analiza motywacji polskich spółek w zakresie przeprowadzenia emisji kwitów depozytowych, z drugiej zaś strony wykazanie, czy uzasadnione są obawy, m.in. władz GPW, iż podejmowane przez polskie spółki programy kwitów depozytowych stanowią zagrożenie dla funkcjonowania oraz rozwoju Giełdy Papierów Wartościowych.

## 2. Istota kwitów depozytowych

Termin „kwit depozytowy” jest dosłownym tłumaczeniem występującego w języku angielskim: „*depository receipt*”. Walory te stanowią uproszczoną formę obecności spółki na zagranicznej giełdzie papierów wartościowych. Są to bowiem instrumenty finansowe wystawiane na rynku zagranicznym na podstawie akcji, obligacji lub innych papierów wartościowych spółki notowanych w kraju jej siedziby. Kwity depozytowe wystawione na podstawie akcji firmy w sposób pośredni gwarantują inwestorowi dostęp do kapitału tej spółki. Prawa nabywców kwitów depozytowych nie różnią się znacznie od uprawnień nabywców akcji spółki – instrumenty te zapewniają ich właścicielom prawa majątkowe i korporacyjne jak w przypadku akcji, natomiast prawa te realizowane są za pośrednictwem banku depozytowego, będącego głównym podmiotem uczestniczącym w programie kwitów depozytowych.

### 2. 1. Historia kwitów depozytowych

Historia kwitów depozytowych sięga boomu inwestycyjnego lat 20. XX w. w Stanach Zjednoczonych. Wtedy to, dla ułatwienia inwestorom amerykańskim lokowania funduszy w zagraniczne papiery wartościowe, stworzono instrument, który – mimo że opiewał na zagraniczne papiery warto-

---

ściowe i przynosił wszystkie uprawnienia z nimi związane – miał formę amerykańskiego papieru wartościowego i podlegał amerykańskim przepisom prawnym oraz instytucji nadzorującej rynek papierów wartościowych w Stanach Zjednoczonych. Zadaniem tego instrumentu było zmniejszenie różnic pomiędzy inwestycjami w akcje przedsiębiorstw krajowych a zakupem akcji firm zagranicznych, notowanych na giełdach poza USA.

Pierwszy program emisji kwitów depozytowych przeprowadzony został przez Guaranty Trust Company of New York (poprzednik banku JP Morgan) w 1927 roku<sup>1</sup>. Pierwsze Amerykańskie Kwity Depozytowe (ADR) wyemitowane zostały w celu ułatwienia inwestorom amerykańskim nabycia angielskiej firmy Selfridge Stores Ltd. Rok później debiut spółki British American Tobacco rozpoczął obrót kwitami depozytowymi na giełdzie American Stock Exchange-AMEX<sup>2</sup>. Wprowadzenie nowych instrumentów, jakimi były kwity depozytowe, przyniosło amerykańskim inwestorom wiele korzyści. Z tego względu, iż kwity depozytowe denominowane były w dolarach amerykańskich oraz podlegały amerykańskim normom prawnym, ograniczony został problem wymiany walut oraz miejsca wypłaty dywidendy. Jednocześnie wprowadzenie kwitów depozytowych przyczyniło się do obniżenia kosztów transakcji, co wpłynęło pozytywnie na płynność papierów wartościowych<sup>3</sup>. Wprowadzenie ADR-ów zmniejszyło również problemy amerykańskich inwestorów związane z lokowaniem środków pieniężnych na giełdach zagranicznych w zakresie różnic językowych, różnych praktyk w zakresie rozliczania transakcji, różnych stref czasowych, itd.<sup>4</sup>

W pierwszych latach funkcjonowania kwitów depozytowych przeprowadzane były jedynie programy emisji tych instrumentów bez udziału spółki, tj. programy niesponsorowane, które polegały na tym, iż amerykański makler skupował akcje na rynku w kraju siedziby firmy i po zdeponowaniu ich na własnym rachunku, z udziałem określonych instytucji finansowych, dokonywał zamiany tych akcji na kwity depozytowe, które sprzedawał amery-

kańskim inwestorom. Zdarzało się również, iż makler ten działał w imieniu danego inwestora amerykańskiego, zainteresowanego walorami konkretnej spółki zagranicznej<sup>5</sup>. Jednak fakt, iż sprzedaż kwitów depozytowych odbywała się na ogół bez formalnego współdziałania ze spółką sprawiał, że programy emisji kwitów depozytowych w tym czasie nie cieszyły się dużą popularnością.

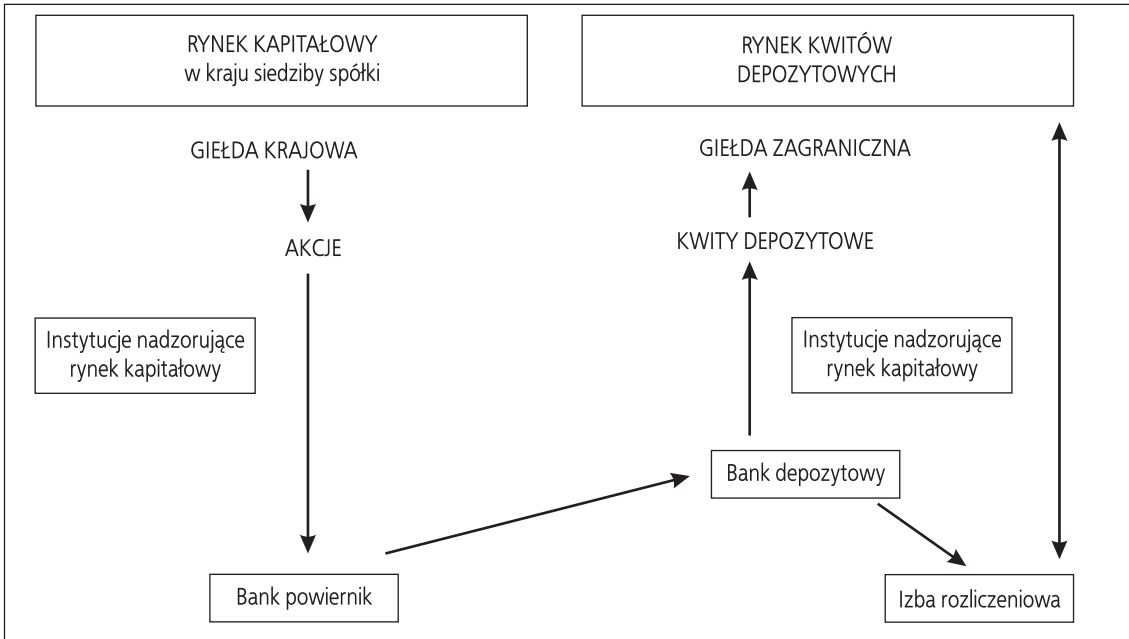
Pierwszą firmą, która zdecydowała się na emisję kwitów depozytowych była spółka Electric&Musical Industries. Spółka ta w 1931 r. przeprowadziła tzw. program emisji sponsorowanej kwitów depozytowych, poprzez wystawienie tych instrumentów finansowych z własnej inicjatywy oraz wprowadzenie ich do obrotu na giełdzie American Stock Exchange<sup>6</sup>. Amerykańskie Kwity Depozytowe z lat 20. przetrwały w niezmienionej formie do lat 50<sup>7</sup>. Ich rozwój zahamowany został przez działania wojenne oraz kryzys na amerykańskim rynku kapitałowym. Ożywienie na rynku kwitów depozytowych nastąpiło w latach 50. W 1955 r. pojawiły się Amerykańskie Kwity Depozytowe w takiej formie, w jakiej funkcjonują do dziś<sup>8</sup>.

## **2. 2. Mechanizm funkcjonowania programów kwitów depozytowych**

Przygotowanie oraz przeprowadzenie programu emisji kwitów depozytowych odbywa się przy udziale większego grona uczestników niż ma to miejsce w przypadku emisji akcji spółki. Schemat funkcjonowania kwitów depozytowych (rysunek 1) w sposób uproszczony przedstawia powiązania między różnymi podmiotami, działającymi na rynku kwitów depozytowych, które można podzielić na 4 główne grupy: spółkę-emitenta akcji, podmioty pośredniczące w operacji emisji kwitów depozytowych, nabywców na rynku kwitów depozytowych, jak również instytucje nadzorujące funkcjonowanie rynku kapitałowego w kraju siedziby spółki oraz w kraju emisji kwitów depozytowych. Schemat ten ma zastosowanie zarówno



**Rysunek 1. Schemat funkcjonowania programu kwitów depozytowych**



Źródło: Opracowanie własne.

w przypadku sponsorowanej emisji kwitów depozytowych, jak również emisji niesponsorowanej<sup>9</sup>.

W przypadku emisji niesponsorowanej, inwestor zagraniczny zgłasza się do biura maklerskiego działającego na danym rynku, ggdzie składa zlecenie nabycia akcji danej spółki na giełdzie zagranicznej w celu emisji kwitów depozytowych w kraju siedziby inwestora. Biuro to, korzystając z pośrednictwa innego biura maklerskiego, działającego w kraju, w którym akcje danej spółki stanowią przedmiot obrotu giełdowego, zakupuje akcje na rynku wtórnym. W tym celu biuro maklerskie, działające na zlecenie inwestora, dokonuje konwersji otrzymanej od niego waluty na walutę kraju, w którym dokonany będzie zakup akcji, i przekazuje te fundusze do biura maklerskiego, dokonującego w jego imieniu zakupu akcji danej spółki. Transakcja zostaje rozliczona przez izbę rozliczeniową w kraju siedziby spółki, a akcje trafiają na rachunek inwestycyjny banku depozytowego, który wybrany został na wystawcę kwitów depozytowych, w banku powierniku. Bank powiernik, tj. bank przechowujący te papiery wartościowe, przekazuje do zagranicznego partnera informację o zdeponowaniu akcji. W następnej kolejności

bank depozytowy uruchamia wystawianie kwitów depozytowych, które składane są w biurze maklerskim na rachunku inwestycyjnym inwestora, który zlecił zakup walorów spółki zagranicznej. Wystawione w ten sposób kwity depozytowe po spełnieniu określonych wymogów formalnoprawnych mogą być przedmiotem obrotu na rynku pozagiełdowym w kraju inwestora.

Emisja sponsorowana wiąże emitenta i bank depozytowy umową depozytową, która nie występuje w przypadku emisji niesponsorowanej. Spółka dokonuje też emisji nowych akcji (jeśli operacja wiąże się z podwyższeniem kapitału), bądź bank depozytowy za pośrednictwem biura maklerskiego, działającego w kraju siedziby spółki, dokonuje zakupu akcji na rynku wtórnym. Sam przebieg emisji kwitów depozytowych na rynku zagranicznym zbliżony jest do emisji akcji na rynku w kraju emitenta. W przypadku, gdy podjęty przez spółkę program przewiduje wystawienie kwitów depozytowych na podstawie akcji pochodzących z nowej emisji, spółka zobowiązana jest przeprowadzić również procedurę dopuszczenia tych akcji do publicznego obrotu na rynku w kraju jej siedziby. Po uzyskaniu przez spółkę zgody na dopuszczenie akcji do publicznej

---

go obrotu, złożone one zostają na rachunku inwestycyjnym depozytariusza w banku powierniku i na ich podstawie przeprowadzana jest emisja kwitów depozytowych. Wystawione przez bank depozytowe kwity depozytowe udostępniane są inwestorom na rynku zagranicznym w ofercie pierwotnej. Po przeprowadzeniu odpowiedniej procedury dopuszczenia kwitów depozytowych do publicznego obrotu, mogą się one stać przedmiotem obrotu (w zależności od rodzaju programu) na giełdzie lub na rynku pozagiełdowym za granicą.

Jak wspomniano, nabywcom kwitów depozytowych, podobnie jak nabywcom akcji spółki, przysługują prawa majątkowe oraz prawa korporacyjne, które realizowane są za pośrednictwem tzw. banku depozytowego, działającego w kraju emisji kwitów depozytowych. Posiadacz kwitu depozytowego ma jednak prawo stać się akcjonariuszem spółki i realizować bezpośrednio wszystkie prawa wynikające z akcji, zamieniając będące w jego posiadaniu kwity depozytowe na akcje tej samej spółki. Zamiana ta odbywa się poprzez operację umorzenia kwitów depozytowych.

### 2. 3. Powiązanie kwitu depozytowego z akcją

Kwit depozytowy jest wystawiany na rynku zagranicznym na bazie akcji notowanych na giełdzie w miejscu siedziby spółki, więc obydwa walory są ze sobą odpowiednio powiązane. Tak np. cena emisyjna kwitów depozytowych wyznaczana jest przez cenę emisyjną akcji, przeliczoną na walutę, w jakiej wystawione są kwity depozytowe, i skorygowaną o odpowiedni wskaźnik zamiany oraz powiększoną o ewentualne koszty transakcji<sup>10</sup>. Oczywiście zdarza się, iż emitenci odstępują od tej reguły. Ustalenie ceny kwitu depozytowego uzależnione jest wtedy od jego oczekiwanej ceny oraz miejsca, gdzie dokonywany będzie obrót tymi instrumentami. Wynika to z faktu, że różne rynki charakteryzują się różnymi pułapami cenowymi, akceptowanymi przez inwestorów. Cena może zostać też ustalona

w zależności od popytu na dane walory. Duże zainteresowanie kwitami depozytowymi powoduje, że cena zostaje podwyższona; częściej jednak zdarza się, iż inwestorzy otrzymują rabat, celem uatrakcyjnienia zakupu walorów (ang. *underpricing*)<sup>11</sup>.

W przypadku, gdy rynek akcji oraz rynek wystawionych na ich podstawie kwitów depozytowych jest efektywny, wówczas cena rynkowa obydwu papierów wartościowych powinna być taka sama, gdyż ustalana jest dla tego samego przedsiębiorstwa. Z założenia bowiem cena rynkowa kwitów depozytowych powinna odpowiadać cenie rynkowej akcji przeliczonej na walutę obowiązującą w miejscu notowania kwitów depozytowych. W rzeczywistości jednak cena kwitu depozytowego na rynku zagranicznym często różni się od ceny akcji na rynku w miejscu siedziby spółki<sup>12</sup>. Przyczyną występowania różnic w cenach tych walorów może być przede wszystkim niedostateczny przepływ informacji pomiędzy rynkiem krajowym a rynkiem zagranicznym. Przeprowadzone niedawno badania w tym zakresie wykazały również, iż cena kwitów depozytowych jest silnie skorelowana z cenami innych walorów notowanych na tym samym rynku, stąd też różnice pomiędzy ceną akcji i odpowiadającego jej kwitu depozytowego mogą być znaczne<sup>13</sup>.

Liczba kwitów depozytowych nie musi odpowiadać takiej samej ilości zdeponowanych akcji. Każdy kwit depozytowy reprezentuje określoną (również ułamkową) liczbę akcji (2:1, 1:1, 1:5, 1:10 itp.), zdeponowanych na rachunku banku depozytowego w banku powierniczym, działającym w kraju emitenta akcji<sup>14</sup>. Podstawowym czynnikiem, jaki decyduje o stosunku kwitów depozytowych i akcji, jest cena emisyjna akcji. Zdarza się również, iż stosunek ilościowy obu papierów jest wynikiem przyjętej przez spółkę określonej strategii.

Ogólnie biorąc, akcje oraz wystawione na ich podstawie kwity depozytowe są papierami wartościowymi o różnej konstrukcji formalnoprawnej (z których wynikają takie same prawa), ale są ze sobą silnie powiązane i wzajemnie na siebie oddziałują.

---

## 2. 4. Rodzaje kwitów depozytowych

Wśród kwitów depozytowych wyróżniamy kilka ich odmian. Do najpopularniejszych należą Amerykańskie Kwity Depozytowe (American Depositary Receipts-ADR) i Globalne Kwity Depozytowe (Global Depositary Receipts-GDR), ale można się spotkać również z Europejskimi Kwitami Depozytowymi (European Depositary Receipts-EDR), Euro Kwitami Depozytowymi (Euro-Depositary Receipts-Euro-DR)<sup>15</sup>, Międzynarodowymi Kwitami Depozytowymi (International Depositary Receipts-IDR), Holenderskimi Kwitami Depozytowymi (Dutch Depositary Receipts-DDR) czy Singapurskimi Kwitami Depozytowymi (Singapore Depositary Receipts-SDR). Niektóre odmiany kwitów są ze sobą utożsamiane. Czasem w prasie można spotkać zamiennie stosowane terminy np. kwitów GDR i IDR. Za istotę rozróżnienia obydwu programów można więc uznać walutę, w jakiej są one emitowane. Przyjmuje się, że Międzynarodowe Kwity Depozytowe są papierami wartościowymi na okaziciela, wystawionymi w walucie emitenta, podczas gdy Globalne Kwity Depozytowe denominowane są najczęściej w dolarach amerykańskich<sup>16</sup>. Rozróżnienie między ADR-ami i GDR-ami jest również umowne. Różnice w nazwie programów nie mają bowiem żadnego znaczenia z punktu widzenia podstawowych cech tego instrumentu, a decyzja o tym, którą nazwę użyć wynika w zasadzie z celów marketingowych<sup>17</sup>. Najbardziej czytelnym kryterium rozróżnienia tych grup walorów jest ich miejsce emisji, czyli rynek na którym są wystawiane.

W sposób uproszczony światowy rynek kwitów depozytowych można podzielić na dwa wiodące centra: rynek amerykański oraz rynek brytyjski, pozostałe centra obrotu kwitami depozytowymi mają marginalne znaczenie. Amerykańskie Kwity Depozytowe są przedmiotem obrotu na rynku amerykańskim, Wielka Brytania natomiast opanowała rynek Globalnych Kwitów Depozytowych. W Europie obrotu GDR-ami dokonuje się

również m. in. w Luksemburgu, Frankfurtcie, Berlinie, Monachium, Wiedniu, chociaż skala obrotów jest nieporównywalnie mniejsza niż w przypadku Londynu. W Paryżu w 1998 roku powstał rynek kwitów Euro-DR. Jest to rynek perspektywiczny, natomiast w początkowym stadium rozwoju uruchomiona jest znikoma liczba programów emisji kwitów depozytowych. Inne odmiany kwitów depozytowych (np. DDR-y, IDR-y, SDR-y) występują również na giełdach europejskich oraz azjatyckich, lecz obroty tymi kwitami są bardzo nieznaczne.

W oparciu więc o kryterium geograficzne można wyróżnić dwie podstawowe grupy kwitów depozytowych: Narodowe Kwity Depozytowe oraz Globalne Kwity Depozytowe. Przez Narodowe Kwity Depozytowe można rozumieć kwity depozytowe, wprowadzone z inicjatywy instytucji nadzorującej funkcjonowanie rynku kapitałowego w danym kraju i które są przedmiotem obrotu na giełdzie tylko w tym kraju. Przykładem Narodowych Kwitów Depozytowych mogą być Holenderskie Kwity Depozytowe, którymi obrót odbywa się na giełdzie w Amsterdamie, Singapurskie Kwity Depozytowe, notowane na giełdzie w Singapurze oraz Amerykańskie Kwity Depozytowe, które są przedmiotem obrotu na rynku w Stanach Zjednoczonych. Najbardziej znaczącym rynkiem wśród kwitów depozytowych jest rynek ADR-ów, który powstał w latach 20. XX w. i który stanowi również najpotężniejszy segment rynku kwitów depozytowych emitowanych na całym świecie. Emisję i obrót ADR-ami regulują amerykańskie przepisy prawa, kwity te podlegają też nadzorowi SEC.

Globalne Kwity Depozytowe stworzono w latach 90. XX w. Stanowią one drugą co do wielkości grupę kwitów depozytowych. Nazwa „globalne” sugeruje, iż z założenia kwity te uczestniczą w obrocie na dwóch lub kilku rynkach równolegle, np. na rynku w Europie oraz na rynku w USA.

Kwity depozytowe mogą być także klasyfikowane według celu emisji. W zależności od motywów, jakimi kierują się firmy wchodzące na rynki

---

zagraniczne, wyróżnia się więc dwa podstawowe programy kwitów depozytowych. Jeden z nich prowadzi do podwyższenia kapitału akcyjnego, drugi zaś odbywa się na podstawie notowanych na giełdzie lokalnej papierów wartościowych.

Program kwitów depozytowych podjęty w celu pozyskania nowych funduszy na rynku zagranicznym prowadzi do podwyższenia kapitału akcyjnego spółki poprzez nową emisję akcji. Firmy realizujące program kwitów depozytowych za pomocą podwyższenia kapitału liczą na pozyskanie środków finansowych na międzynarodowym rynku kapitałowym w większej ilości lub na lepszych warunkach niż na rynku w kraju ich siedziby. Co prawda, operacja ta przede wszystkim przyczynia się do pozyskania przez firmy nowych funduszy, ale też wpływa na poszerzenie grona inwestorów i ich dywersyfikację, co często sprzyja poprawie płynności walorów spółki zarówno na rynku krajowym, jak i zagranicznym. Podjęcie programu w tej wersji ułatwia też inwestorom zagranicznym dostęp do instrumentów reprezentujących kapitał spółek zagranicznych.

Drugim sposobem wejścia na rynki zagraniczne jest wycofanie przez spółkę części akcji, będących przedmiotem obrotu na giełdzie w kraju jej siedziby, zdeponowanie ich w działającym w tym kraju banku powierniku i emisja na rynku zagranicznym odpowiadających im kwitów depozytowych. Tego rodzaju operacja nie powoduje podwyższenia kapitału akcyjnego w spółce. Emisja kwitów depozytowych w tym programie realizowana jest przez firmy, celem poszerzenia bazy inwestorów, ich dywersyfikacji lub ułatwienia inwestorom nabycia papierów wartościowych zagranicznych spółek. W konsekwencji – podobnie jak operacja, której towarzyszy podwyższenie kapitału – wpływa na poprawę płynności walorów.

Programy, w których kwity depozytowe emitowane są na podstawie akcji wycofanych z obrotu publicznego na giełdzie krajowej, mogą stanowić pewne zagrożenie dla tej giełdy. Powodują one bowiem zmniejszenie liczby akcji, będących

w obrocie na rynku w kraju siedziby spółki, co niekorzystnie wpływa na atrakcyjność giełdy, mierzoną m. in. poziomem kapitalizacji oraz wolumenem obrotu akcjami.

### **3. Korzyści i zagrożenia dla spółki wynikające z emisji kwitów depozytowych**

Emisja kwitów depozytowych stanowi prostszą, a w rezultacie też i tańszą od bezpośredniego notowania akcji, formę obecności firm na giełdach zagranicznych. Kwity depozytowe są instrumentami finansowymi, mogącymi mieć szerokie zastosowanie w finansowaniu działalności przedsiębiorstwa. Umożliwiają one pozyskanie kapitału na rynkach zagranicznych i mogą być wykorzystane w procesach fuzji i przejęć przedsiębiorstw. Są one szczególnie cenione w przypadku, gdy rynek w kraju siedziby spółki jest zbyt mały, by dostarczyć jej kapitał w wysokości i na warunkach ją satysfakcjonujących<sup>18</sup>. Coraz częściej instrumenty te wykorzystywane są też w programach prywatyzacyjnych, szczególnie na tzw. rynkach wschodzących, w których występują trudności w zdobywaniu odpowiednio dużych i tanich funduszy.

Kwity depozytowe mogą być również doskonałym instrumentem marketingowym. Dzięki ich notowaniu na giełdach zagranicznych firma staje się obiektem zainteresowania analityków giełdowych i prasy. Sprawia to, że zaczyna być postrzegana jako solidna, wiarygodna i dobrze zarządzana. Poprawa wizerunku firmy w oczach kontrahentów i partnerów umożliwia spółce poszerzenie lub zdobycie nowego rynku zbytu w kraju i za granicą, jak również pozyskanie dodatkowych funduszy w formie kredytów bądź emisji dłużnych papierów wartościowych.

Notowanie kwitów depozytowych na giełdach zagranicznych pozwala też na dywersyfikację ba-

---

zy inwestorów. Rozproszenie kapitału akcyjnego na rynku krajowym i zagranicznym utrudnia przejęcie kontroli w spółce. Z drugiej strony, wraz z wejściem spółki na rynki zagraniczne, zwiększa się ryzyko wrogiego przejęcia. Wynika to z różnic w rozmiarach przedsiębiorstw w krajach wysoko rozwiniętych i w krajach określanych jako wschodzące rynki. Nawet firma, znajdująca się w rankingu dużych krajowych firm, na dobrze rozwiniętych rynkach kapitałowych może być postrzegana jako mała i stać się celem wrogiego przejęcia.

Emisja kwitów depozytowych za granicą może przyczynić się też do poprawy płynności walorów spółki, przez co może być stymulowana jej wycena rynkowa. Wynika to z tego, iż łatwiejszy dostęp do papierów wartościowych spółki dla inwestorów zagranicznych oraz udostępnienie im informacji na temat firmy może wpłynąć na wzrost ich zainteresowania kwitami depozytowymi, a przez to na korzystne kształtowanie się ceny tych walorów<sup>19</sup>. Poza tym, w transakcjach kwitami depozytowymi mogą uczestniczyć również instytucje finansowe, którym prawo nie zezwala na lokowanie środków na rynkach zagranicznych. Powiększenie się grona inwestorów, uczestniczących w obrocie kwitami depozytowymi, wpływa korzystnie na płynność walorów firmy na rynku zagranicznym, a pośrednio również na jej wycenę. Wzrost zainteresowania inwestorów kwitami depozytowymi danej spółki na rynku zagranicznym, poprzez możliwość stosowania techniki inwestycyjnej arbitrażu, może też poprawić płynność akcji tej spółki na rynku w kraju jej siedziby. Zdarza się również, że sama zapowiedź realizacji przez spółkę programu kwitów depozytowych za granicą, powoduje wzrost zainteresowania inwestorów krajowych akcjami tej firmy, co przekłada się też na kurs jej walorów na rynku krajowym. Sam fakt notowania kwitów depozytowych spółki oznacza, iż spełniła ona surowe wymogi formalnoprawne, nałożone przez instytucję nadzorującą funkcjonowanie rynku kapitałowego na dobrze rozwiniętym rynku za granicą, w zakresie dopu-

szczenia jej walorów do publicznego obrotu, przez co umocniony zostaje wizerunek firmy w oczach inwestorów jak również jej kontrahentów. Może się jednak zdarzyć, że wraz z wejściem firmy na rynki zagraniczne nastąpi pogorszenie płynności jej walorów notowanych na rynku krajowym. Czasami ma to miejsce w przypadku, gdy wystawiane kwity depozytowe oparte są nie na akcjach pochodzących z nowej emisji, ale na akcjach zakupionych na rynku wtórnym w kraju siedziby spółki. Taki zabieg powoduje spadek liczby papierów wartościowych w obrocie giełdowym na rynku krajowym i może przyczynić się do pogorszenia ich płynności na tym rynku. Są to jednak przypadki rzadkie i liczne badania empiryczne odrzucają tę opinię, powszechną wśród przeciwników programów kwitów depozytowych (giełd w krajach siedziby spółek podejmujących programy kwitów depozytowych na rynkach zagranicznych). Ewentualny spadek cen notowanych na giełdzie w kraju siedziby spółki akcji może mieć miejsce także w przypadku niepowodzenia emisji kwitów depozytowych, które wystawione zostały w oparciu o akcje pochodzące z nowej emisji. W przypadku trudności z uplasowaniem kwitów depozytowych na rynkach zagranicznych, prawdopodobne jest, iż odpowiadające tym kwitom akcje trafią ponownie na rynek macierzysty, tzn. zwiększy się podaż akcji na rynku w kraju siedziby spółki, co może spowodować spadek cen tych walorów.

Często się również zdarza, że firmy działające w specyficznych branżach, m.in. w branżach wysokiej technologii, decydują się na emisję kwitów depozytowych w kraju dobrze rozwiniętym, w którym działa wiele firm z danej branży. Na dobrze rozwiniętym rynku kapitałowym powszechne jest, iż analitycy giełdowi specjalizują się w poszczególnych dziedzinach działalności firm, dzięki czemu są oni w stanie dokonać prawidłowej interpretacji informacji dotyczących firmy oraz jej branży, przez co możliwe jest dokonanie efektywnej wyceny firmy. W tym więc przypadku



---

emisja przez spółkę kwitów depozytowych na rynku zagranicznym może przyczynić się do bardziej efektywnej niż w kraju siedziby spółki wyceny jej walorów.

Emisja kwitów depozytowych umożliwia spółkom dotarcie do inwestorów zagranicznych i skorzystanie z ich zasobów kapitałowych<sup>20</sup>. Może to w zasadniczy sposób zwiększyć napływ kapitału zagranicznego do kraju siedziby spółki. Napływ kapitału pochodzącego od inwestorów zagranicznych może odbywać się w dwojaki sposób. Po pierwsze, jest to pośredni napływ funduszy poprzez nabycie kwitów depozytowych firm wystawionych na podstawie akcji. Uzyskane ze sprzedaży kwitów depozytowych środki finansowe inwestorów zagranicznych przekazywane są spółce, która wykorzystuje je w celu podjęcia nowych lub kontynuacji rozpoczętych już inwestycji. Po drugie, ze względu na coraz szersze zastosowanie techniki inwestycyjnej arbitrażu, inwestorzy mogą być też zainteresowani zakupem akcji bezpośrednio na rynku w kraju siedziby spółki, dzięki czemu spółka uzyskuje pozyskany tą drogą kapitał zagraniczny. Inwestorzy zagraniczni mogą dążyć do zakupu akcji na rynku ich notowania również w przypadku, gdy podaż kwitów depozytowych na rynku zagranicznym nie pokrywa zapotrzebowania na te walory, tj. popytu zgłoszonego przez inwestorów. Tym razem inwestorzy, którzy mieli możliwość poznać daną firmę na rodzimym dla nich rynku, mogą sięgnąć po jej walory na rynku w kraju siedziby danej firmy.

Choć emisja kwitów depozytowych na rynkach zagranicznych nie pociąga za sobą tak wysokich kosztów jak emisja akcji za granicą, jest to wciąż operacja bardzo kosztowna. Firma związana jest umowami współpracy z różnymi podmiotami działającymi w kraju i za granicą, zapewniającymi jej organizację emisji, niekiedy też efektywne uplasowanie emisji kwitów depozytowych. Instytucje te za świadczone spółce usługi pobierają ustalone w umowie wynagrodzenie, w postaci prowizji oraz zwrotu poniesionych przez te instytucje kosztów

ich udziału w programach kwitów depozytowych. Warunkiem podjęcia programu emisji kwitów depozytowych przez firmę jest wprowadzenie do publicznego obrotu na giełdzie w kraju jej siedziby akcji, na podstawie których wystawione będą kwity depozytowe. Wysokie koszty przygotowania i przeprowadzenia emisji akcji, następnie ich zamiana na kwity depozytowe oraz opłaty, pobierane przez instytucje nadzorujące funkcjonowanie rynku giełdowego w kraju i za granicą, sprawiają, iż na wprowadzenie spółki na giełdy zagraniczne stać jest jedynie największe firmy<sup>21</sup>.

Powodzenie emisji kwitów depozytowych często uzależnione jest od zbudowania reputacji firmy wśród potencjalnych inwestorów, co wymaga licznych zabiegów promocyjnych oraz nawiązania kontaktów z wieloma instytucjami, działającymi na rynku zagranicznym. Oprócz tego, że wszystkie te zabiegi pociągają za sobą duże koszty, to występujące różnice kulturowe oraz bariera językowa mogą stać się poważną przeszkodą dla spółki zamierzającej wejść na zagraniczne rynki kapitałowe<sup>22</sup>.

Pewną niedogodnością dla emitentów akcji, na bazie których wyemitowane zostały kwity depozytowe notowane na giełdzie zagranicznej, może być obowiązek sporządzania dodatkowych raportów informacyjnych dla potrzeb zagranicznego rynku. Spółki realizujące programy kwitów depozytowych podlegają bowiem wymogom informacyjnym zarówno na rynku macierzystym, jak i zagranicznym. W przypadku, gdy standardy rachunkowości w obydwu krajach nie są jednakowe, spółka zobowiązana jest prowadzić podwójną księgowość i sporządzać sprawozdania finansowe odpowiadające standardom obowiązującym w obydwu krajach. Pociąga to za sobą dodatkowe koszty związane z koniecznością zatrudnienia dodatkowego personelu księgowego. Niezbędne jest czasem też doszkalanie pracowników z dziedziny zagranicznych norm finansowo-księgowych.

Emisja kwitów depozytowych za granicą może pociągać też pewne niedogodności dla członków za-

---

rządu oraz dyrektorów spółek. W krajach o dobrze rozwiniętym rynku kapitałowym obowiązują rygorystyczne przepisy prawne, regulujące obrót papierów wartościowych oraz zakres obowiązków informacyjnych i ochrony praw inwestorów, które wprowadzają ewentualne sankcje nie tylko dla spółki, ale również dla członków zarządu i dyrektorów spółek. Ci ostatni odpowiedzialni są za ocenę aktualnych i przyszłych wyników finansowych spółki i zobowiązani są do określenia spodziewanego zysku inwestorów z lokat w kwity depozytowe. Prawodawstwo rynków kapitałowych, charakteryzujących się wysokim stopniem ochrony praw inwestorów, stwarza duże możliwości dochodzenia roszczeń przez nabywców kwitów depozytowych w stosunku do firm, których wyniki finansowe znacznie odbiegają od przewidywanych. Inwestorzy na rynku kwitów depozytowych w USA mogą wszcząć postępowanie sądowe przeciwko kierownictwu spółki także w przypadku nagłego spadku kursu jej walorów, ogłoszenia niekorzystnej dla inwestorów informacji o działaniach firmy, dokonania zmian w planowanym wyniku finansowym oraz wysokości planowanej dywidendy, jak też sprzedaży przez kadrę zarządzającą akcji danej spółki<sup>23</sup>. Poza tym np. prawo amerykańskie dopuszcza, aby pojedynczy posiadacz kwitów depozytowych wniósł pozew do sądu w imieniu wszystkich ich posiadaczy (ang. *class action*). Pociąga to za sobą ryzyko poniesienia przez spółkę wysokich kosztów rozpraw sądowych oraz wypłat odszkodowań dla pozywających spółkę inwestorów<sup>24</sup>. W takiej sytuacji członkowie zarządu i dyrektorzy spółki ponoszą odpowiedzialność osobistą wobec posiadaczy kwitów depozytowych.

### **3. 1. Emisja kwitów depozytowych przez polskie spółki**

Zastosowanie kwitów depozytowych oraz ich upowszechnienie wśród polskich spółek rozpoczęło się w 1995 r. Pionierem w tego typu operacjach był prywatyzowany Bank Gdański SA. Decy-

zja o prywatyzacji Banku Gdańskiego SA zapadła w grudniu 1994 r. Założenia dotyczące sprzedaży akcji banku przewidywały przeznaczenie ok. 33% akcji na ofertę zagraniczną i w grudniu 1995 r. w ramach tej oferty sprzedano 4,8 mln akcji. 18 grudnia 1995 r. Skarb Państwa podpisał umowę depozytową z Bank of New York, która precyzowała warunki emisji Globalnych Kwitów Depozytowych na rynkach zagranicznych<sup>25</sup>.

W tabeli 1 przedstawione zostały szczegółowe informacje o uruchomionych dotychczas programach kwitów depozytowych. Informacje te udostępnione zostały przez spółki uczestniczące w tych programach.

W większości przypadków polskie spółki realizowały programy Globalnych Kwitów Depozytowych, pozwalające im na plasowanie tych walorów równoległe na rynku amerykańskim oraz europejskim. Wśród rynków europejskich kwity depozytowe polskich spółek są przedmiotem obrotu na Giełdzie Papierów Wartościowych w Londynie oraz na Giełdzie Papierów Wartościowych w Luksemburgu. Dwie polskie spółki podjęły także program Amerykańskich Kwitów Depozytowych na poziomie I, który zakłada ich notowanie na amerykańskim rynku pozagiełdowym, jedna spółka z branży *high tech* realizuje zaś program Amerykańskich Kwitów Depozytowych na poziomie III, które są przedmiotem obrotu na giełdzie NASDAQ.

Analizując dane zawarte w tabeli 1 można stwierdzić, iż polskie spółki, decydując się na wejście na giełdy zagraniczne, kierowały się głównie chęcią pozyskania kapitału wśród nowych inwestorów zagranicznych. Przy podejmowaniu decyzji wprowadzenia spółki na giełdy zagraniczne, firmy te brały pod uwagę możliwość przeprowadzenia akcji promocyjnej spółki na rynku zagranicznym, co poprawia jej wizerunek w oczach klientów lub kontrahentów także na rynku krajowym. Niektórzy emitenci oczekiwali również, iż wysoko rozwinięte rynki kapitałowe w sposób bardziej efektywny niż na rynku krajowym wycenią papiery wartościowe tych firm<sup>26</sup>.

Tabela 1. Programy kwitów depozytowych z udziałem polskich spółek

Nazwa spółki akcyjnej	Data debiutu na GPW	Data debiutu na giełdzie zagranicznej	Rodzaj kwitów	Rynek zagraniczny	Cel emisji	Wielkość emisji kwitów	Cena kwitów		Stos. zam: kwity/ akcje	Bank depozytowy	Bank powierniczy
							Pozyskany kapitał				
Agora	20-04-1999	05-03-1999	GDR 144A/Reg S	Portal Londyn	nowy kapitał efektywna wycena baza inwestorów	12% akcji	bd	bd	1:1	Deutsche Bank-Bankers Trust	BIG-BG
Bank Handlowy	30-06-1997	program zamknięty	GDR 144A/Reg S	Portal Londyn	prywatyzacja prestiż i reklama baza inwestorów	6% akcji 3,9 mln	10,81 USD 42 mln USD		1:1	The Bank of New York	Bank Handlowy
BIG-BG	13-08-1992	29-07-1997	GDR 144A/Reg S	Portal Londyn	nowy kapitał	33% akcji 3 mln	14,70 USD 44 mln USD		1:15	The Bank of New York	Bank Pekao SA
EFL	09-05-2000	program zamknięty	GDR 144A/Reg S	Portal Londyn	nowy kapitał baza inwestorów efektywna wycena	27% akcji 3,4 mln	17,76 USD 61 mln UDS		2:1	Deutsche Bank-Bankers Trust	BIG-BG
EXBUD	16-04-1991	12-02-1998	GDR 144A/Reg S	Portal Luxemb. LSE	nowy kapitał baza inwestorów prestiż i reklama	32% akcji 4,8 mln	30 zł 144 mln zł		1:1	Deutsche Bank-Bankers Trust	Bank Handlowy
KGHM Polska Miedź	10-07-1997	14-07-1997	GDR 144A/Reg S	Portal LSE	prywatyzacja baza inwestorów prestiż i reklama	26% akcji	bd		1:2	Deutsche Bank-Bankers Trust	Deutsche Bank Polska
Kredyt Bank PBI	25-07-1994	22-12-1997	GDR 144A/Reg S	Portal LSE	nowy kapitał	30% akcji 12 mln	bd		1:5	Deutsche Bank-Bankers Trust	Bank Handlowy
Mostostal Export	28-05-1992	bd	ADR poz. I	OTC	bd	bd	bd		1:1	The Bank of New York	Bank Pekao SA
Mostostal Warszawa	14-10-1993	13-05-1998	GDR 144A/Reg S	Portal LSE	nowy kapitał efektywna wycena baza inwestorów	25% akcji 2,5 mln	7,80 USD 19 mln USD		1:1	Deutsche Bank-Bankers Trust	Bank Handlowy
NETIA	11-07-2000	29-07-1999	ADR poz. III GDR	NASDAQ LSE	nowy kapitał	21% akcji 6,6 mln	22 i 25 USD 149 mln USD		1:1	The Bank of New York	Bank Pekao SA
ORFE	18-02-1999	program zamknięty	GDR 144A/Reg S	Portal LSE	bd	bd	bd		bd	bd	bd
PBK	21-10-1997	program zamknięty	GDR 144A/Reg S	Portal LSE	nowy kapitał prestiż i reklama	10% akcji 2,76 mln	69 zł 191 mln zł		1:1	The Bank of New York	Bank Pekao SA



**Tabela 1. Programy kwitów depozytowych z udziałem polskich spółek (cd)**

PBK	21-10-1997	program zamknięty	GDR 144A/Reg S	Portal LSE	nowy kapitał prestiż i reklama	10% akcji 2,76 mln	69 zł 191 mln zł	1:1	The Bank of New York	Bank Pekao SA
Bank Pekao	30-06-1998	31-10-2000	GDR 144A/Reg S	Portal LSE	nowy kapitał baza inwestorów efektywna wycena	2% akcji	bd	1:1	The Bank of New York	Bank Pekao SA
PKN ORLEN	26-11-1999	23-11-1999	GDR 144A/Reg S ADR poz. I	Portal OTC LSE	prywatyzacja prestiż i reklama	27% akcji	bd	1:2	The Bank of New York	Bank Pekao SA
PROKOM SOFTWARE	10-02-1998	08-12-1997	GDR 144A/Reg S	Portal LSE	nowy kapitał baza inwestorów	25% akcji	bd	2:1	The Bank of New York	Bank Pekao SA
SOFTBANK	02-06-1998	08-04-1998	GDR 144A/Reg S	Portal LSE	nowy kapitał	20% akcji	bd	1:1	The Bank of New York	Bank Pekao SA
STALEXPORT	26-10-1994	03-07-1998	GDR 144A/Reg S	Portal LSE	baza inwestorów prestiż i reklama efektywna wycena	4% akcji	bd	1:1	The Bank of New York	Bank Handlowy
Telekomunikacja Polska	08-11-2000	18-11-1998	GDR 144A/Reg S	Portal Luxemb. LSE	prywatyzacja baza inwestorów prestiż i reklama	10% akcji 210 mln	4,44 USD 932mln USD	1:1	The Bank of New York	Bank Pekao SA
UNIVERSAL	spółka wycofana z GPW	program zamknięty	ADR poz. I	OTC	bd	10% akcji	bd	1:2	The Bank of New York	Bank Pekao SA

Zródło: Opracowanie własne na podstawie wyników ankiety przeprowadzonej w 2001 r. wśród spółek notowanych na GPW, które uczestniczą w programach kwitów depozytowych.

bd – brak danych; osoby odpowiedzialne za wypełnienie ankiety nie odpowiedziały na zadane pytanie

Portal – Private Offerings, Resales and Trading through Automated Linkages – System obrotu kwitami depozytowymi pochodzącymi z emisji prywatnej w USA

LSE – London Stock Exchange – Gielda Papierów Wartościowych w Londynie

Luxemb. – Bourse de Luxembourg – Gielda Papierów Wartościowych w Luksemburgu

nowy kapitał – pozyskanie nowego kapitału

baza inwestorów – pozyskanie nowych inwestorów, dywersyfikacja bazy inwestorów

prywatyzacja – proces prywatyzacji spółki

efektywna wycena – prawidłowa wycena walorów spółki, oparta na analizach profesjonalnych analityków papierów wartościowych

prestiż i reklama – efekty marketingowe związane z wejściem spółki na giełdy zagraniczne

W tabeli 2 przedstawione zostały podstawowe wielkości ekonomiczno-finansowe, właściwe dla spółek giełdowych, które realizują programy kwitów depozytowych oraz dla firm, których walory notowane są jedynie na GPW. Podane w tabeli 2 wielkości zawierają dane liczbowe za okres od 1991 r. do 1999 r.<sup>27</sup>

Analizując dane zawarte w tabeli 2 można zauważyć znaczną różnicę w przedstawionych wielkościach dla spółek, które realizują program kwitów depozytowych i dla firm, które notowane są jedynie na GPW. Spółki, które zdecydowały się na wprowadzenie swoich walorów na rynki zagraniczne wyróżniają się spośród wszystkich spółek giełdowych zarówno wielkością wyrażoną wartością aktywów, liczbą zatrudnionych pracowników oraz kapitalizacją firmy, jak również osiąganymi zyskami. Mediana wartości aktywów dla spółek wprowadzonych na giełdy zagraniczne wynosiła 927 mln zł, podczas gdy mediana aktywów spółek działających tylko na GPW była kilkukrotnie niższa i wynosiła 133 mln zł. Podobnie było w przypadku kapitalizacji firm: mediana dla

pierwszej grupy spółek stanowiła 570 mln zł, podczas gdy dla drugiej grupy była dużo niższa (95 mln zł). Spółki giełdowe różniły się trochę mniej pod względem zatrudnianych pracowników: mediana zatrudnienia dla firm będących uczestnikami giełd zagranicznych (953) była niewiele wyższa od mediany zatrudnienia w firmach będących tylko na GPW (759), choć średnie zatrudnienie w pierwszej grupie spółek (3.672) znacząco przekraczało liczbę pracowników z drugiej grupy (1.231).

Polskie firmy, działające na rynkach kwitów depozytowych dysponowały większym kapitałem oraz realizowały większe przychody z działalności niż spółki, które nie notowały swoich walorów na rynkach zagranicznych. Mediana wartości kapitału akcyjnego dla pierwszych z nich wynosiła 82 mln zł, dla pozostałych była ona kilkukrotnie niższa (12 mln zł); mediana przychodów ze sprzedaży dla obydwu grup wynosiła odpowiednio 543 mln zł oraz 143 mln zł. Podobny kontrast występował w przypadku zysku, wypracowanego przez spółki (odpowiednio 32 mln zł oraz 5 mln zł).

**Tabela 2. Wielkości ekonomiczno-finansowe spółek notowanych na GPW (średnia arytmetyczna oraz mediana<sup>28</sup> w tys. zł), 1991–1999**

	Spółki realizujące programy kwitów depozytowych		Spółki nie realizujące programów kwitów depozytowych	
	średnia	mediana	średnia	mediana
Aktywa spółki	5.557.686	927.121	625.960	133.191
Wynik finansowy	103.487	31.696	13.972	5.279
Kapitał akcyjny	229.446	81.724	26.048	12.465
Kapitał własny	937.979	368.020	170.064	73.086
Przychody ze sprzedaży	1.417.701	542.645	271.733	142.740
Zobowiązania	44.196	2.378	20.000	1.754
Zatrudnienie	3.672	953	1.231	759
Dywidenda	17.857	0	4.075	0
Kapitalizacja spółki	1.659.850	570.379	293.857	95.334
Wolumen obrotów akcji	124.484	47.906	26.034	15.211

Źródło: obliczenia własne przy użyciu programu ekonometrycznego STATA 5.0. oraz STATISTICA 5'97.

---

Akcje spółek emitujących również kwity depozytowe charakteryzowały się wyższą płynnością na GPW, wyrażoną wolumenem obrotów akcji (mediana 48 tys. szt., w porównaniu z 15 tys. szt.).

Porównując powyższą analizę z badaniem przeprowadzonym wśród spółek z innych krajów europejskich można stwierdzić, iż polskie spółki, które uczestniczyły w programach kwitów depozytowych, były mniejsze niż inne spółki europejskie notowane na giełdach zagranicznych, a wywodzące się z wysoko rozwiniętych rynków: Wielka Brytania, Niemcy, Francja, Holandia, Belgia, Włochy, Hiszpania, Szwecja, Austria<sup>29</sup>. Mediana aktywów dla tych spółek wynosiła 372 mln USD, podczas gdy mediana aktywów dla polskich firm, będących na giełdach zagranicznych osiągnęła niewiele ponad 223 mln USD<sup>30</sup>. Jeszcze większą różnicę zauważyć można było w przypadku wielkości mediany przychodów ze sprzedaży, która dla spółek emitujących papiery wartościowe na rynkach zagranicznych, pochodzących z wyżej wymienionych krajów europejskich, wynosiła 400 mln USD, podczas gdy polskie firmy, uczestniczące w programach kwitów depozytowych realizowały sprzedaż o wartości 131 mln USD. Polskie spółki zatrudniały również mniej pracowników (953) niż inne spółki europejskie (3.012)<sup>31</sup>. Mimo że na notowanie kwitów depozytowych decydują się tylko największe i najbardziej prężne polskie firmy, są one znacznie mniejsze od firm wywodzących się z wysoko rozwiniętych krajów, decydujących się notować swoje walory na giełdach zagranicznych.

Dla celów tego opracowania, wśród wszystkich spółek działających na GPW przeprowadzone zostało badanie ankietowe, którego głównym celem było określenie skłonności polskich firm do notowania ich papierów wartościowych na giełdach zagranicznych<sup>32</sup>. Na ankietę odpowiedziało 36% spółek giełdowych<sup>33</sup>. Większość polskich spółek uczestniczących w tej ankiecie i nie realizujących programów kwitów depozytowych nie była zainteresowana emisją papierów wartościowych

za granicą – wśród 71 odpowiedzi na ankietę, tylko 4 spółki wyraziły chęć na podjęcie w przyszłości emisji kwitów depozytowych na rynkach zagranicznych. Motywacje spółek, które zamierzały wejść na giełdy zagraniczne pokrywały się z celami wyznaczonymi przez firmy już uczestniczące w programach kwitów depozytowych – pozyskanie kapitału wśród nowych inwestorów oraz efekty marketingowe, związane z istnieniem firmy na rynkach zagranicznych. Wśród 67 spółek, które nie były zainteresowane emisją kwitów depozytowych na giełdach zagranicznych, największa część (46 firm) nie zamierzała podjąć tych programów, gdyż uważała to za bezcelowe, dla 11 firm wejście na giełdy zagraniczne byłoby zbyt kosztowne, natomiast dla 7 spółek przeszkodą na wejście na rynki zagraniczne byłaby konieczność sporządzania dodatkowych raportów wg standardów obowiązujących na giełdach zagranicznych.

#### **4. Korzyści i zagrożenia dla giełdy krajowej**

Programy kwitów depozytowych mogą stanowić zagrożenie dla giełdy, na której notowane są akcje spółek uczestniczących w tych programach. Wynika to z istoty kwitów depozytowych, które skonstruowane są na podstawie akcji spółek, notowanych na giełdzie krajowej. Podwyższenie kapitału akcyjnego z zamiarem emisji kwitów depozytowych pozbawia giełdę w kraju siedziby spółki możliwości wprowadzenia akcji, pochodzących z nowej emisji do obrotów giełdowych. Mimo że nowa emisja akcji musi przejść procedurę dopuszczenia do obrotu giełdowego, jest to czysto formalny zabieg. Akcje dopuszczone do transakcji giełdowych nie trafiają na rynek krajowy, lecz stanowią podstawę emisji kwitów depozytowych za granicą.

---

Jeszcze większym zagrożeniem dla giełdy krajowej może być uczestnictwo emitentów w programach kwitów depozytowych, z którymi nie wiąże się podwyższenie kapitału akcyjnego spółki. W tym przypadku firma emituje kwity depozytowe na bazie wycofanych z giełdy akcji. Zmniejszanie się liczby papierów wartościowych w obrocie giełdowym może mieć negatywny wpływ na płynność rynku, a tym samym – na kapitalizację giełdy. Ponadto istnieje ryzyko, że nabywcy znacznych pakietów kwitów depozytowych będą dążyć do przejęcia kontroli w spółce oraz wycofania jej zarówno z giełdy krajowej, jak i zagranicznej, lub do przeniesienia notowań akcji spółki na giełdę zagraniczną.

Zważywszy na korzyści, jakie odnoszą nabywcy kwitów depozytowych, istnieje też niebezpieczeństwo, iż inwestorzy zagraniczni lokujący dotychczas fundusze w akcje spółki na giełdzie w kraju jej siedziby, po wprowadzeniu na rynek w kraju ich siedziby kwitów depozytowych tej spółki, zrezygnują z uczestnictwa w transakcjach jej akcjami, na rzecz odpowiadającym tym akcjom kwitów depozytowych. Emisja kwitów depozytowych może więc ograniczyć uczestnictwo inwestorów zagranicznych w transakcjach papierami wartościowymi na rynku w kraju siedziby spółki.

Chcąc uchronić rodzimy rynek przed ewentualnymi negatywnymi konsekwencjami związanymi z realizacją programów kwitów depozytowych, instytucje nadzorujące funkcjonowanie rynku giełdowego mogą zastrzec sobie prawo wyrażenia zgody na uczestnictwo spółki, której akcje są podstawą wystawienia kwitów depozytowych w danym programie. Realizacja programu kwitów nie powinna bowiem wpływać negatywnie na giełdę w kraju siedziby spółki, która pod względem obrotów powinna być podstawowym rynkiem notowania jej walorów. Z drugiej strony utrudnienia formalne w podjęciu programów kwitów depozytowych przez spółki wprowadzane przez instytucje nadzorujące funkcjonowanie rynku kapitałowego w kraju siedziby firmy

mogłyby przyczynić się do konfliktu interesów pomiędzy nimi. Mogłoby to mieć negatywny wpływ na rozwój giełdy krajowej, tym bardziej że emisja kwitów depozytowych może przynieść jej również pewne korzyści. Zdarza się bowiem, iż fakt wprowadzenia kwitów depozytowych na giełdę zagraniczną, świadczący o dobrej kondycji przedsiębiorstwa, jest pozytywnym sygnałem dla inwestorów krajowych. Wzrost zainteresowania akcjami przedsiębiorstwa wpływa pozytywnie na ich płynność, tym samym na ich kurs, więc również na kapitalizację giełdy krajowej. Poza tym możliwość przeprowadzania arbitrażu pomiędzy rynkiem kwitów depozytowych a rynkiem akcji może przyczynić się do ustabilizowania ceny rynkowej walorów spółki, zarówno na rynku krajowym jak i zagranicznym. Jednocześnie umorzenie kwitów depozytowych i ich zamiana na akcje zwiększa udział portfelowych inwestycji zagranicznych w obrotach na giełdzie krajowej. Podjęcie przez spółki programów kwitów depozytowych może również przyciągnąć na giełdę w kraju jej siedziby inwestorów zagranicznych, którzy mogliby być zainteresowani akcjami także innych spółek, notowanych na tej giełdzie, a nie realizujących programów kwitów depozytowych. W tym przypadku emisje kwitów depozytowych danych spółek mogą stanowić doskonałą promocję ich rynku macierzystego.

#### **4. 1. Konsekwencje dla Giełdy Papierów Wartościowych Warszawie**

Podstawowymi czynnikami mającymi wpływ na rozwój giełdy oraz jej konkurencyjność wśród innych giełd są: kapitalizacja giełdy, liczba spółek giełdowych oraz płynność giełdy. Czynniki te są wzajemnie ze sobą powiązane. Tak np. kapitalizacja giełdowa jest sumą kapitalizacji wszystkich spółek, więc jej wielkość zależy od liczby spółek działających na giełdzie, liczby wyemitowanych papierów wartościowych oraz ich ceny rynkowej

---

(kursu akcji). Płynność na giełdzie, wyrażana m.in. wolumenem obrotów walorów, uzależniona jest również od liczby papierów wartościowych, znajdujących się w obrocie giełdowym (więc pośrednio też od liczby spółek emitujących te walory) oraz aktywności inwestorów na rynku. Wynika z tego, iż konsekwencje dla Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW) wynikające z faktu uczestnictwa polskich spółek giełdowych w programach kwitów depozytowych, można ocenić poprzez zbadanie zależności między kursem i wolumenem obrotów akcji notowanych na GPW a faktem podjęcia przez polskie spółki giełdowe programów kwitów depozytowych na giełdach zagranicznych.

Przeprowadzone niedawno przez Z. Krysiaka oraz R. Otto badania, których celem<sup>34</sup> było empiryczne wyjaśnienie kursu akcji spółek notowanych na GPW<sup>35</sup> wykazały, iż wśród wielu analizowanych czynników istotny wpływ na kurs akcji na GPW miał jedynie indeks giełdowy<sup>36</sup>. Wśród analizowanych zmiennych znalazły się czynniki mikro- i makroekonomiczne mogące teoretycznie mieć wpływ na kształtowanie się kursów akcji spółek na GPW<sup>37</sup>, jednak wśród nich nie rozpatrywano faktu uczestnictwa spółek notowanych na GPW w programach kwitów depozytowych. W związku z tym celowe oraz interesujące mogłoby być określenie, czy istnieje funkcjonalna zależność pomiędzy kursem akcji na GPW a faktem uczestnictwa polskich spółek giełdowych na rynkach zagranicznych, a jeśli tak, to jaki jest kierunek tej zależności (czy inwestorzy na rynku akcji odbierają pozytywnie czy negatywnie wstąpienie polskich spółek giełdowych na giełdy zagraniczne, czego wyrazem może być wycena rynkowa akcji tych spółek na GPW).

Badanie zależności kursu akcji na GPW od uczestnictwa polskich spółek giełdowych na rynkach zagranicznych przeprowadzone zostało za pomocą analizy regresji<sup>38</sup> (patrz aneksy 1, 2, 3). Do analizy tej wykorzystane zostały historyczne dzienne kursy akcji wszystkich spółek giełdowych

działających na GPW<sup>39</sup> w okresie od 1991 r. do 1999 r. Informacje te przetworzone zostały w panel danych zawierający poszczególne spółki wprowadzone na GPW do końca 1999 r., średni roczny kurs akcji tych spółek oraz fakt uczestnictwa spółki na rynku za granicą (określony jako „1” dla spółek giełdowych emitujących kwity depozytowe od momentu ich wejścia na giełdy zagraniczne oraz „0” dla tych samych spółek dla okresu poprzedzającego fakt ich zaistnienia na giełdach za granicą i dla wszystkich pozostałych spółek)<sup>40</sup> W panelu danych znalazło się 775 obserwacji (aneks 2). Z reguły modele regresji zawierają więcej niż jedną zmienną objaśniającą, jednak dla potwierdzenia tezy zawartej w tej pracy nie jest celowe badanie wszystkich zmiennych mogących mieć wpływ na kurs akcji na GPW. Dla potrzeb tej analizy interesujące jest przeprowadzenie badania cząstkowego, dotyczącego tylko powiązania pomiędzy kursem akcji na GPW a faktem emisji przez polskie spółki kwitów depozytowych.

Dla analizy regresji, w której zmienną objaśnianą (zależną) jest kurs akcji spółek na GPW, natomiast zmienną objaśniającą (niezależną) jest fakt notowania polskich spółek giełdowych również na innych giełdach, istotna jest interpretacja kluczowych wartości otrzymanego wyniku<sup>41</sup>. W tym przypadku współczynnik regresji przyjmuje wartość ujemną (-0,1289204), co może oznaczać, iż fakt wprowadzenia polskich spółek na giełdy zagraniczne wpływa negatywnie na kurs akcji na GPW. Współczynnik ten można zinterpretować, iż wejściu polskich spółek na giełdy zagraniczne, w badanym okresie towarzyszył spadek kursów akcji na GPW w Warszawie przeciętnie o ok. 13 gr. Jednak dla określenia istotności uzyskanych wyników konieczne jest wykonanie dodatkowej analizy.

Analiza istotności zależności między dwiema zmiennymi może być przeprowadzona poprzez weryfikację hipotez statystycznych. Dla omawianego badania, należy postawić hipotezę zerową –  $H_0$ : „kurs akcji na GPW nie jest wyjaśniony przez

---

fakt uczestnictwa polskich spółek na giełdach zagranicznych”, wobec hipotezy alternatywnej  $H_a$ : „badane zmienne są istotnie ze sobą powiązane” Testem do weryfikacji tych hipotez jest test t-Studenta<sup>42</sup>. Jeżeli wartość statystyki t obliczonej na podstawie danych empirycznych jest większa od wartości bezwzględnej testu odczytanej z tablic t-Studenta, wówczas istnieją podstawy do odrzucenia hipotezy zerowej na rzecz hipotezy alternatywnej, wskazującej na istotne powiązania między badanymi cechami. W przypadku, gdy analiza przeprowadzana jest na podstawie dużej liczby obserwacji, za wartość krytyczną<sup>43</sup> przyjmuje się wartość  $t_{\alpha} = 1,96$ <sup>44</sup>. W tej analizie wartość testu obliczona z danych empirycznych osiąga (-0,013), co oznacza, iż nie zawiera się ona w obszarze krytycznym<sup>45</sup>. W takiej sytuacji nie możemy odrzucić hipotezy zerowej, mówiącej o braku powiązania pomiędzy badanymi zmiennymi. Interpretując wyniki badania weryfikacji hipotez można stwierdzić, iż fakt uczestnictwa polskich spółek na giełdach zagranicznych nie miał wpływu na kształtowanie się kursów akcji spółek na GPW w badanym okresie.

Dla interpretacji wyników badania regresji istotny jest również współczynnik determinacji, który wskazuje, jaka część zmienności analizowanej zmiennej zależnej wyjaśniona jest wpływem zmiennej niezależnej. W omawianym badaniu współczynnik determinacji osiąga wartość zero – jest to więc potwierdzenie słuszności przyjętej hipotezy o braku powiązania pomiędzy kursem akcji na GPW, a faktem emisji przez spółki giełdowe kwitów depozytowych<sup>46</sup>.

W typowym modelu regresji, w których analizowana jest większa liczba zmiennych niezależnych, przydatnym narzędziem do oceny istotności równania regresji, tzn. istotności oddziaływania wszystkich zmiennych niezależnych na zmienną zależną, jest tzw. uogólniony test Walda<sup>47</sup>. Procedura postępowania w przypadku interpretacji tego testu, opartej na weryfikacji hipotez, przeprowadzana jest analogicznie do testu t-Studenta. Sta-

wiana jest hipoteza zerowa o braku powiązania pomiędzy zmienną zależną a wszystkimi zmiennymi niezależnymi, wobec hipotezy alternatywnej o istotnym oddziaływaniu wszystkich zmiennych objaśniających na zmienną objaśnianą. Jeśli wartość statystyki F obliczona na podstawie danych empirycznych będzie większa od wartości F odczytanej z tablic rozkładu F-Snedecora<sup>48</sup>, wówczas należy odrzucić hipotezę zerową o braku istotności powiązania pomiędzy zmienną zależną a zmiennymi niezależnymi. W przeprowadzonym dla potrzeb tej pracy badaniu, statystyka F obliczona z danych empirycznych wynosi zero, więc nie zawiera się w obszarze krytycznym wyznaczonym przez wartość F odczytaną z tablic rozkładu F-Snedecora. Na tej podstawie nie możemy odrzucić hipotezy zerowej, mówiącej o braku zależności pomiędzy badanymi zmiennymi. Ponieważ to badanie zawiera tylko jedną zmienną niezależną (fakt uczestnictwa spółek giełdowych w programach kwitów depozytowych), wyniki testu przy użyciu statystyki F są zbieżne z wynikami otrzymanymi przy użyciu statystyki t. Jest to potwierdzenie, iż kurs akcji na GPW nie jest powiązany z faktem podjęcia przez polskie spółki programów kwitów depozytowych<sup>49</sup>.

Konsekwencje dla GPW wynikające z faktu uczestnictwa polskich spółek giełdowych w programach kwitów depozytowych można również ocenić poprzez zbadanie zależności pomiędzy wolumenem obrotów akcji na GPW a faktem podjęcia przez te spółki programów kwitów depozytowych (aneks 3).

Analiza regresji, w której zmienną zależną jest wolumen obrotów akcji na GPW, zmienną niezależną zaś fakt uczestnictwa polskich spółek giełdowych na giełdach za granicą, przeprowadzona została na podstawie tych samych założeń oraz źródła informacji jak w przypadku analizy zależności kursu akcji od tej samej zmiennej niezależnej<sup>50</sup>. Przechodząc do interpretacji otrzymanych wyników<sup>51</sup>, na podstawie współczynnika regresji (174.078,4) można przypuszczać, iż istnieje pozy-



---

tywna zależność pomiędzy wolumenem obrotów akcji na GPW a faktem, iż spółki giełdowe decydują się na emisję walorów również na innych giełdach. Jednak istotność powiązania pomiędzy tymi zmiennymi powinna być zbadana poprzez weryfikację hipotezy zerowej –  $H_0$ : „wolumen obrotów akcji na GPW nie jest uwarunkowany poprzez fakt, iż polskie spółki giełdowe emitują kwity depozytowe na giełdach zagranicznych”, wobec hipotezy alternatywnej  $H_a$ : „występuje istotna zależność pomiędzy wielkością wolumenu obrotów na GPW a faktem realizacji przez polskie spółki giełdowe programów kwitów depozytowych na giełdach zagranicą”. Testem do weryfikacji tej hipotezy jest test t-Studenta. Wartość statystyki t obliczona z danych empirycznych wynosi 15,503, co oznacza, iż zawiera się ona w obszarze krytycznym wyznaczonym przez wartość bezwzględną 1,96. W związku z tym istnieją statystyczne przesłanki do odrzucenia hipotezy zerowej na rzecz hipotezy alternatywnej, która wskazuje na istotną zależność pomiędzy badanymi zmiennymi<sup>52</sup>. Oznacza to, iż płynność akcji na GPW w badanym okresie była stymulowana poprzez fakt uczestnictwa polskich spółek giełdowych na rynkach zagranicznych. Analizując współczynnik determinacji o wartości 0,2395 można stwierdzić, iż wzrost wolumenu obrotów akcji na GPW w 23,95% wyjaśniony był poprzez fakt wstąpienia polskich spółek na giełdy zagraniczne.

## 5. Podsumowanie

Jedną z form pozyskiwania przez spółki akcyjne kapitału własnego jest emisja kwitów depozytowych. Walory te są nowym dla polskich spółek giełdowych instrumentem finansowym, oferowanym przez giełdy zagraniczne. Program kwitów depozytowych może stanowić prostszą, a w rezultacie i tańszą niż emisja akcji formę notowania walorów polskich spółek poza granicami kraju.

Warunkiem podjęcia tego programu jest jednak obecność spółki na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

Główną przyczyną, dla której polskie spółki notowane na GPW zdecydowały się na podjęcie programu emisji kwitów depozytowych na rynkach zagranicznych, było pozyskanie nowych kapitałów, w większej ilości i na lepszych warunkach niż te, które są oferowane przez rynek krajowy.

Emisja przez polskie spółki kwitów depozytowych i ich plasowanie na rynkach zagranicznych pozwoliło też tym spółkom na pozyskanie nowych inwestorów, tym samym na większe rozproszenie ich kapitału akcyjnego. Rozproszenie kapitału akcyjnego spółki w rękach większej liczby inwestorów może przyczynić się do poprawy płynności walorów przedsiębiorstwa oraz do utrudnienia ewentualnego przejęcia kontroli w tej spółce. Z drugiej zaś strony, polskie spółki decydujące się na obecność na międzynarodowych rynkach kapitałowych liczą się z tym, iż ze względu na mniejsze niż w przypadku spółek wywodzących się z dobrze rozwiniętych rynków rozmiary mogą być narażone na ryzyko wrogiego ich przejęcia przez inne firmy. Jednak ze względu na niewielkie zaangażowanie kapitału akcyjnego w operację emisji kwitów depozytowych (średnio 20–30%), polskie spółki nie obawiają się tej negatywnej ewentualnej konsekwencji obecności na rynku zagranicznym.

Poza tym kwity depozytowe uważane są przez polskie spółki za doskonały instrument marketingowy, który może przyczynić się do poprawy lub umocnienia ich wizerunku w oczach ich partnerów oraz kontrahentów. Związane z podjęciem przez polskie firmy programów kwitów depozytowych efekty marketingowe niekiedy umożliwiają im poszerzenie lub zdobycie nowego rynku zbytu w kraju i za granicą, jak również łatwiejsze pozyskanie, w przypadku niekorzystnej koniunktury giełdowej, dodatkowych funduszy

---

w formie kredytów bankowych bądź emisji dłużnych papierów wartościowych.

Niektórzy polscy emitenci kwitów depozytowych zdecydowali się na wejście na giełdy zagraniczne, gdyż oczekiwali, iż dobrze rozwinięte rynki kapitałowe w sposób bardziej efektywny niż na rynku krajowym wycenią papiery wartościowe tych firm.

Do niekorzystnych aspektów związanych z emisją przez spółki kwitów depozytowych na giełdach zagranicznych należy m.in. konieczność poniesienia relatywnie wysokich kosztów przygotowania, przeprowadzenia oraz uplasowania tej emisji. Dlatego na realizację programów kwitów depozytowych mogą sobie pozwolić tylko największe polskie spółki, wyróżniające się doskonałą kondycją ekonomiczno-finansową. Poza tym niekiedy kłopotliwe jest spełnienie wszystkich wymogów formalnoprawnych w zakresie realizacji omawianego programu, zarówno w Polsce, jak też za granicą (na etapie przygotowania i przeprowadzenia emisji kwitów depozytowych) oraz sporządzania dodatkowych raportów informacyjnych dla potrzeb rynku zagranicznego (na etapie funkcjonowania tego programu).

Według informacji uzyskanych od przedstawicieli polskich spółek realizujących programy emisji kwitów depozytowych na rynkach zagranicznych, wszystkie firmy uczestniczące w tym badaniu osiągnęły zamierzone przez nie cele, tj. przede wszystkim pozyskały kapitał na korzystnych dla nich warunkach oraz znalazły nowych nabywców swoich walorów na rynku zagranicznym. Realizacja przez polskie spółki programów kwitów depozytowych okazała się bardzo kosztowna, w niektórych przypadkach sięgająca nawet 5% wartości pozyskanych funduszy. Według wypowiedzi przedstawicieli tych spółek warto było jednak ponieść tak duże wydatki, aby uzyskać korzyści oferowane emitentom kwitów depozytowych przez międzynarodowe rynki kapitałowe.

Spółki, których akcje są przedmiotem obrotu na GPW i które podjęły program kwitów depozy-

towych poza granicami kraju wyróżniały się wśród innych polskich spółek giełdowych zarówno wielkością (wrażoną wartością aktywów, liczbą zatrudnionych pracowników oraz kapitalizacją firmy), jak również osiągniętymi zyskami, poziomem kapitałów własnych oraz wartością przychodów z działalności gospodarczej. Poza tym akcje spółek realizujących programy kwitów depozytowych na rynkach zagranicznych charakteryzowały się lepszą płynnością na GPW, wyrażoną wolumenem obrotów akcji.

Dla potrzeb tego opracowania przeprowadzone zostały badania ekonometryczne dotyczące powiązania cen akcji oraz wolumenu obrotów akcji polskich spółek, obecnych zarówno na GPW oraz na rynkach zagranicznych, z faktem ich uczestnictwa na giełdach za granicą. Badania te pozwoliły na stwierdzenie, iż fakt uczestnictwa polskich spółek na giełdach zagranicznych nie miał żadnego wpływu (ani pozytywnego, ani negatywnego) na kształtowanie się rynkowych cen akcji oraz zmienność cen akcji tych spółek na GPW. Przeprowadzając obserwację kształtowania się wolumenu obrotów spółek przed oraz po podjęciu przez nie omawianego programu oraz popierając te analizy badaniem ekonometrycznym można stwierdzić, iż wejście polskich spółek na giełdy zagraniczne przyczyniło się do poprawy płynności akcji tych spółek na GPW.

Na podstawie przedstawionych analiz, badań ekonometrycznych oraz badań ankietowych uzasadnione wydaje się twierdzenie, iż kwity depozytowe mogą być ważnymi z punktu widzenia przedsiębiorstwa instrumentami finansowymi. Powyższe analizy wykazały bowiem, że realizacja dotychczasowych programów kwitów depozytowych przez polskie spółki okazała się korzystna zarówno dla tych spółek, jak i dla GPW. Z mikroekonomicznego punktu widzenia polskie spółki uczestniczące w programach kwitów depozytowych osiągnęły cele, które sobie wyznaczyły, decydując się na obecność na międzynarodowych rynkach kapitałowych. Z makroekonomicznego



---

punktu widzenia nieuzasadnione okazały się zaś powszechne obawy, iż notowanie walorów firm na giełdzie w kraju ich siedziby oraz na giełdzie zagranicznej zahamuje przyływ kapitału zagranicznego na GPW, co mogłoby mieć negatywny wpływ na kapitalizację oraz płynność GPW. Na podstawie przeprowadzonych badań można też zauważyć, iż wejściu polskich spółek na giełdy zagraniczne towarzyszyła poprawa płynności akcji tych firm na GPW, pośrednio więc również poprawa płynności tej giełdy. Co prawda GPW nie osiągnęła innych korzyści odkrytych w pracach badawczych różnych autorów, ale również dotychczas nie odczuła negatywnych skutków, mogących towarzyszyć realizacji przez polskie spółki giełdowe programów emisji walorów na giełdach zagranicznych. Można więc stwierdzić, że realizowane dotychczas przez polskie spółki programy kwitów depozytowych nie stanowiły zagrożenia dla funkcjonowania i rozwoju Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

Nie można jednak wykluczyć, iż GPW uniknęła negatywnych skutków w postaci spadku kapitalizacji giełdy oraz obniżenia jej płynności wskutek podjęcia przez polskie spółki giełdowe programów kwitów depozytowych ze względu na charakter podejmowanych przez te spółki programów. Otóż większość tych firm realizowała programy emisji kwitów depozytowych prowadzące do podwyższenia ich kapitału akcyjnego, tj. w oparciu o akcje z nowej emisji, szczególne zagrożenie dla giełdy krajowej stanowią zaś programy bazujące na będących w obrocie giełdowym na rynku krajowym akcjach. Zapewne GPW została pozbawiona możliwości wprowadzenia do obrotu giełdowego nowej serii akcji spółek, które zdecydowały się na ich zamianę na kwity depozytowe, ale uniknęła też negatywnych konsekwencji, jakie mogłyby towarzyszyć zmianie miejsca notowania papierów wartościowych polskich spółek na giełdy zagraniczne.

W celu określenia skłonności polskich spółek giełdowych do podejmowania w przyszłości pro-

gramów kwitów depozytowych na giełdach zagranicznych, dla potrzeb tej pracy przeprowadzone zostało wśród wszystkich spółek notowanych na GPW badanie ankietowe. Większa część spółek, których papiery wartościowe są przedmiotem obrotu na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, nie była zainteresowana realizacją w przyszłości programów emisji kwitów depozytowych na giełdach zagranicznych. Motywacje spółek, które wyraziły zamiar podjęcia omawianego programu w przyszłości, pokrywały się z celami, jakie wyznaczyły sobie firmy realizujące już te programy. Najważniejszym celem wyznaczonym przez te spółki było pozyskanie kapitału na warunkach je satysfakcjonujących, zdobycie nowych inwestorów oraz umocnienie bądź poprawa wizerunku firmy w oczach jej partnerów, kontrahentów i pracowników, tj. efekty marketingowe, jakie może przynieść spółce fakt jej obecności na stynących z rygorystycznych wymogów informacyjnych rynków zagranicznych.

Ze względu na dynamiczny rozwój rynku kwitów depozytowych można jednak przypuszczać, iż największe polskie spółki będą zainteresowane realizacją programów emisji kwitów depozytowych na rynkach zagranicznych. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie jest bowiem rynkiem młodym, na którym istnieją trudności w pozyskaniu odpowiednio dużych i stosunkowo tanich kapitałów. W tej sytuacji, przewagę konkurencyjną nad ofertą giełd działających na tzw. rynkach wschodzących w zakresie możliwości dostarczenia kapitałów w ilości i na warunkach satysfakcjonujących dużych emitentów wykorzystują giełdy z krajów dobrze rozwiniętych. Giełdy te poprzez oferowanie atrakcyjnych warunków dostarczenia dużym spółkom niezbędnych do finansowania ich działalności funduszy dążą do przyciągnięcia na ich rynek jak największej liczby zagranicznych spółek, co obecnie w dużym stopniu determinuje atrakcyjność giełd papierów wartościowych wśród ich konkurentów.

---

Upowszechnienie się programów emisji kwitów depozytowych oraz duża konkurencja pomiędzy najważniejszymi centrami finansowymi, w których odbywa się obrót tymi walorami sprawia, iż kwity depozytowe stają się łatwym oraz coraz mniej kosztownym źródłem pozyskania kapitałów. Co prawda, nawiązując do analizy wyników wskazanego wyżej badania ankietowego określającego skłonność polskich spółek giełdowych do podejmowania w przyszłości programów kwitów depozytowych, większość spółek uczestniczących w tym badaniu nie zadeklarowała chęci wyboru tej formy finansowania. Mimo to doświadczenia innych krajów wskazują, iż duże przedsiębiorstwa doceniają tę formę pozyskiwania funduszy. Zakładając pewną analogię zmian na polskim rynku finansowym, w dobie jego rozwoju, do innych rynków można więc przewidywać większe niż dotychczas zainteresowanie polskich spółek emisją kwitów depozytowych na rynkach zagranicznych, w związku z czym nie można wykluczyć, iż realizowane w przyszłości przez polskie spółki programy kwitów depozytowych mogą mieć negatywny wpływ na Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie.

Aby bronić się przed ewentualnymi negatywnymi konsekwencjami, które mogą towarzyszyć emisji przez polskie spółki kwitów depozytowych na rynkach zagranicznych, a w dalszej przyszłości samych akcji, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie powinna dążyć do wszelkich starań, aby w większym stopniu zainteresować swoją ofertą zarówno krajowych, jak i zagranicznych emitentów. Z myślą o spółkach zagranicznych na GPW formalnie otwarty został wyodrębniony z regulowanego rynku giełdowego segment rynku Polskich Kwitów Depozytowych (*ang. Polish Depositary Receipts-PDR*). Odpowiednia promocja tego rynku mogłaby się przyczynić do przyciągnięcia na GPW walorów firm zagranicznych, co niewątpliwie poprawiłoby atrakcyjność tej giełdy wśród jej konkurentów. Kluczowe znaczenie ma też zwiększenie atrakcyjności GPW

dla spółek działających w Polsce. Istotne jest bowiem, by Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie mogła zwiększyć liczbę notowanych akcji, co ma bezpośrednie przełożenie na płynność tego rynku.

Dla poprawy atrakcyjności GPW ważne jest również sprywatyzowanie tej instytucji oraz jej przyłączenie do jednej z globalnych struktur giełdowych. W dobie globalizacji rynków finansowych wydaje się wręcz konieczne podjęcie przez GPW na większą niż dotychczas skalę współpracy z innymi ośrodkami giełdowymi. W skali krajowej wydaje się natomiast ważny współdział GPW w tworzeniu „przyjaznego” dla rozwoju rynku kapitałowego prawa oraz prowadzenie przez tę instytucję działalności edukacyjnej.

Same zabiegi władz giełdy, mające na celu zainteresowanie ofertą tego rynku nowych emitentów, jak również zapobieganie wycofywaniu z notowania akcji spółek giełdowych, jednak nie wystarczą. Istnieje bowiem ścisły związek pomiędzy rozwojem giełdy papierów wartościowych a rozwojem gospodarczym kraju, co oznacza, iż przyczyny małej atrakcyjności GPW należy upatrywać również m.in. w osłabieniu w ostatnim okresie koniunktury gospodarczej w Polsce. Wobec tego, oprócz starań ze strony giełdy, poprawa jej sytuacji wymaga też przeprowadzenia kompleksowych reform mających na celu stworzenie warunków dla długookresowego wzrostu gospodarczego w Polsce.

---

Autorka jest wykładowcą Wyższej Szkoły Handlu i Finansów Międzynarodowych

## Aneks nr 1

**Tabela 1. Wielkości charakterystyczne dla polskich spółek, realizujących programy kwitów depozytowych, 1991–1999 (tys. zł)**

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max	Median
aktywa	61	5557686	1.02e+07	77559.2	6.05e+07	972121.39
wf	61	103487.2	160337.2	-169899	692118.5	31695.928
ka	61	229446.4	468849.4	7191.246	2397082	81724210
kw	61	937979.1	1307156	54159.59	5955254	368019.65
sprz	61	1417701	2415067	56420.59	1.72e+07	542645.11
zobow	39	44195.51	136789.7	0	825016	2378.308
zatrudn	56	3672.321	5621.366	157	24329	953
dywid	58	17856.54	36385.37	0	186000	0
kapitali	61	1659850	2199154	48752.56	1.01e+07	570378.69
wtrans	61	124483.9	193002.7	3833.667	959949.1	47906141

**Tabela 2. Wielkości charakterystyczne dla spółek działających na GPW, nie uczestniczących w programach kwitów depozytowych, 1991–1999 (tys. zł)**

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max	Median
aktywa	714	625959.8	1940766	1.797812	1.55e+07	133191.49
wf	714	13971.99	64187.67	-354053.5	665047	5278.9765
ka	714	26047.72	33947.25	1125	192083.5	12464826
kw	714	170064	261794.7	-60250.78	2202851	73086.322
sprz	714	271733.4	364665	-26249.87	2140896	142740
zobow	609	20000.32	125994.8	0	2727200	1754.1784
zatrudn	619	1231.183	1410.559	18	10265	759
dywid	617	4074.566	13923.19	0	182400	0
kapitali	714	293857.2	867751.2	2678.676	1.90e+07	95333562
wtrans	704	26033.76	37407.4	103.8333	360344.8	15210.54

Źródło: opracowanie własne przy użyciu programu ekonometrycznego STATA 5.0. (mediana obliczona została przy użyciu pakietu STATISTICA 5'97), udostępnionego przez Instytut Naukowy DELTA – Département et Laboratoire D'Economie Théorique et Appliqué w Paryżu.

Dane liczbowe wykorzystane w badaniach w programie STATA przetransferowane zostały z bazy danych, zawierającej dane ekonomiczno-finansowe spółek giełdowych, za okres 1991–1999. Dane te pochodzą z raportów rocznych spółek, dostarczanych do KPWiG. Niektóre dane nt. spółek, działających na GPW, udostępnione zostały przez GPW oraz firmę Notoria. Dane liczbowe uwzględniają stopę inflacji w poszczególnych latach; rok bazowy – 1999.

aktywa	– wartość aktywów spółki
wf	– wynik finansowy netto
ka	– kapitał akcyjny
kw	– kapitał własny
sprz	– przychody ze sprzedaży
zobow	– zobowiązania
zatrudn	– liczba zatrudnionych pracowników
dywid	– dywidenda
kapitali	– kapitalizacja spółki
wtrans	– wolumen obrotów akcji spółki

## Aneks nr 2

**Tabela 1. Badanie regresji, w którym zmienną zależną jest kurs akcji na GPW a zmienną niezależną – fakt realizacji przez polskie spółki giełdowe programów kwitów depozytowych**

Source	SS	df	MS	Number of obs = 775 F(1, 773) = 0.00 Prob > F = 0.9899 R-squared = 0.0000 Adj R-squared = -0.0013 Root MSE = 55.66		
Model	.494624936	1	.494624936			
Residual	2394818.45	773	3098.08338			
Total	2394818.94	774	3094.08132			
kurs	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
notzagr	-.1289204	10.20305	-0.013	0.990	-20.15789	19.90005
_cons	37.47279	2.04061	18.364	0.000	33.46699	41.47858

Źródło: obliczenia własne przy użyciu programu ekonometrycznego STATA 5.0. udostępnionego przez Instytut Naukowy DELTA – Département et Laboratoire D'Economie Théorique et Appliqué w Paryżu.

Dane liczbowe wykorzystane w badaniach w programie STATA przetransferowane zostały z bazy danych, zawierającej dane ekonomiczno-finansowe spółek giełdowych, za okres 1991–1999. Dane te pochodzą z raportów rocznych spółek, dostarczanych do KPWiG. Niektóre dane nt. spółek, działających na GPW, udostępnione zostały przez GPW oraz firmę Notoria. Dane liczbowe uwzględniają stopę inflacji w poszczególnych latach; rok bazowy – 1999.

SS – (ang. Sum of Squares) – suma kwadratów odchyleń od średniej

df – (ang. Degrees of Freedom) – liczba stopni swobody

MS – (ang. Mean Squares) – wariancja

Wskaźniki te służą do przeprowadzenia analizy wariancji ANOVA (ang. Analysis-of-Variance) z podziałem na (ang. Model) – wyjaśnione przez model regresji oraz (ang. Residual) – nie wyjaśnione przez model regresji.

Number of obs – liczba obserwacji

F – wartość statystyki F obliczona z danych empirycznych

Prob > F – poziom istotności

R-squared – współczynnik determinacji

Adj R-squared – skorygowany współczynnik determinacji

Root MSE – (ang. Root Mean Square Error) – średni błąd kwadratowy modelu

kurs – zmienna zależna – kurs akcji na GPW

notzagr – zmienna niezależna – fakt notowania polskich spółek na giełdach zagranicznych

\_cons – wyraz wolny modelu regresji,

Coef. – współczynnik regresji

Std. Err. – błąd standardowy oszacowania parametru

t – wartość statystyki t, obliczona z danych empirycznych

P>|t| –  $P\{|t| > t_{\alpha}\} = \alpha$ , gdzie  $t_{\alpha}$  wartość krytyczna testu t-Studenta

[95% Conf. Interval] – przedział ufności, dla poziomu ufności  $1 - \alpha = 0,95$

Wyjaśnienia do wyników analizy na podstawie: Statistics Data Management – Stata Reference Manual, Volume 3, Release 5. Stata Press, University Drive East, Texas, 1997, ss.121–122.

## Aneks nr 3

**Tabela 1. Badanie regresji, w którym zmienną zależną jest wolumen obrotów akcji na GPW a zmienną niezależną – fakt realizacji przez polskie spółki giełdowe programów kwitów depozytowych**

Source	SS	df	MS	Number of obs = 765 F(1, 763) = 240.34 Prob > F = 0.0000 R-squared = 0.2395 Adj R-squared = -0.2385 Root MSE = 61240		
Model	9.0133e+11	1	9.0133e+11			
Residual	2.8615e+12	763	3.7503e+09			
Total	3.7628e+12	764	4.9251e+09			
wtrans	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
notzagr	174078.4	11228.84	15.503	0.000	152035.3	196121.5
_cons	26829.88	2260.398	11.870	0.000	22392.54	31267.21

Źródło: obliczenia własne przy użyciu programu ekonometrycznego STATA 5.0. udostępnionego przez Instytut Naukowy DELTA – Département et Laboratoire D'Economie Théorique et Appliqué w Paryżu.

Dane liczbowe wykorzystane w badaniach w programie STATA przetransferowane zostały z bazy danych, zawierającej dane ekonomiczno-finansowe spółek giełdowych, za okres 1991-1999. Dane te pochodzą z raportów rocznych spółek, dostarczanych do KPWiG. Niektóre dane nt. spółek, działających na GPW, udostępnione zostały przez GPW oraz firmę Notoria. Dane liczbowe uwzględniają stopę inflacji w poszczególnych latach; rok bazowy – 1999

SS – (ang. Sum of Squares) – suma kwadratów odchyłeń od średniej  
df – (ang. Degrees of Freedom) – liczba stopni swobody  
MS – (ang. Mean Squares) – wariancja

Wskaźniki te służą do przeprowadzenia analizy wariancji ANOVA (ang. Analysis-of-Variance) z podziałem na (ang. Model) – wyjaśnione przez model regresji oraz (ang. Residual) – nie wyjaśnione przez model regresji.

Number of obs – liczba obserwacji  
F – wartość statystyki F obliczona z danych empirycznych  
Prob > F – poziom istotności  
R-squared – współczynnik determinacji  
Adj R-squared – skorygowany współczynnik determinacji  
Root MSE – (ang. Root Mean Square Error) – średni błąd kwadratowy modelu  
kurs – zmienna zależna – kurs akcji na GPW  
notzagr – zmienna niezależna – fakt notowania polskich spółek na giełdach zagranicznych  
\_cons – wyraz wolny modelu regresji  
Coef. – współczynnik regresji  
Std. Err. – błąd standardowy oszacowania parametru  
t – wartość statystyki t, obliczona z danych empirycznych  
P>|t| –  $P\{|t| > t_{\alpha}\} = \alpha$ , gdzie  $t_{\alpha}$  wartość krytyczna testu t-Studenta  
[95% Conf. Interval] – przedział ufności, dla poziomu ufności  $1 - \alpha = 0,95$ .

Wyjaśnienia do wyników analizy na podstawie: Statistics Data Management – Stata Reference Manual, Volume 3, Release 5. Stata Press, University Drive East, Texas, 1997, ss.121–122.

---

## Bibliografia

- ADR – Overview. JP Morgan, materiały informacyjne, 2000, strona internetowa – <http://jpmorgan.com/adr/>.
- American Depositary Receipt. *Option Finance*, 15.07.1991.
- Bielecka Z., Wierzbowski M. (1998), Globalne kwity depozytowe. Przygotowanie emisji przez polską spółkę. *Rzeczpospolita*, 18.03.1998.
- Budzeń D. (1995), Umarzanie ADR-ów. *Nowa Europa*, 31.08.1995.
- Budzeń D. (1995), Wystawianie ADR-ów. *Nowa Europa*, 30.08.1995.
- Coyle R. (1995), *The McGraw-Hill Handbook of American Depositary Receipts*. McGraw-Hill Book Company, New York.
- Czeladko J. (1998), *Kwity depozytowe*. K.E. Liber, Warszawa.
- Depositary Receipt Issuer's Guide for Europe*. Global Investor and Issuer Services, The Bank of New York, 2001.
- Depositary Receipts*. Deutsche Bank, materiały informacyjne, 2000.
- Foltyński P., Zielonka P. (2000), Czy poziom cen akcji zależy od PKB?. *Nasz Rynek Kapitałowy*, nr 4, 25–27.
- Grzybczyk M., Ziemia P. (2000), *Emisja kwitów depozytowych i euroobligacji*. C.H. Beck, Warszawa.
- Hamilton J. (1993), Les DR (depositary receipts). *Option Finance*, octobre.
- Is your Company a Candidate for American Depositary Receipts? *Euromoney Supplement*, February 1988.
- Karolyi G. (1996), *What Happens to Stocks that List Shares Abroad? A Survey of the Evidence and its Managerial Implication*. NYSE, Working Paper, nr 96-04.
- Karolyi G. (1998), Why Do Companies List Shares Abroad? Survey of the Evidence and Its Managerial Implications. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, vol. 7, nr 1, 3–12.
- Krowitz G. (1998), *Depositary Receipts for Polish Equity Issuers*. Materiały z konferencji: „Poland New Developments in Finance and Capital Markets”, Warszawa, 9.06.1998.
- Krysiak Z., Otto R. (2001), Wyznaczanie wartości firmy a model CAPM w warunkach GPW. *Nasz Rynek Kapitałowy*, nr 4, 74–77.
- Kwity depozytowe bez tajemnic. W jaki sposób polskie przedsiębiorstwa mogą pozyskiwać kapitał zagraniczny. *Prawo i Gospodarka*, 10.02.2000.
- Nawrot W. (2002), *Kwity depozytowe jako instrument finansowania polskich spółek na giełdach zagranicznych i ich wpływ na Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie*. Praca doktorska napisana w Université de Paris 1 Panthéon-Sorbonne w Paryżu oraz w Szkole Głównej Handlowej w Warszawie.
- Pagano M., Röel A., Zechner J. (1999), *The Geography of Equity Listing: Why do European Companies List Abroad?* CEPR, materiały informacyjne z konferencji: „Banking and Financial Markets”, Barcelona, 26–27.11.1999.
- Świderek T. (1996) Globalne Kwity Depozytowe. Czy są konieczne? *Rzeczpospolita*, 21.03.1996.
- Świderek T. (1999), Polskie Kwity Depozytowe. Papier teoretycznie gotowy. *Rzeczpospolita*, 1009.1999.
- Szałaj M. (1995), Amerykańskie Kwity Depozytowe (American Depositary Receipts), *Bank i Kredyt*, nr 4.
- Take Care with your ADRs: ADR Investors Demand Dialogue. *Corporate Finance*, nr 147, February 1997.
- The Global Equity Investment Guide. The Case for Investing in Depositary Receipts*. The Bank of New York, 2000.
- Wierzbowski M. (1993), Amerykańskie Kwity Depozytowe. Sposób na zdobycie obcych kapitałów. *Rzeczpospolita*, 19.10.1993.
- Wierzbowski M. (1994), Problemy obrotu prawami do polskich papierów wartościowych na rynkach obcych. *Państwo i Prawo*, nr 5.
- Wierzbowski M. (1995), Kwity depozytowe (ADR). Sposób na pozyskanie kapitałów zagranicznych. *Rzeczpospolita*, 04.05.1995.



## Przypisy

- <sup>1</sup> ADR – Overview. JP Morgan, materiały informacyjne, 2000, strona internetowa – <http://jpmorgan.com/adr/>.
- <sup>2</sup> *Dictionnaire Permanent – Epargne et Produits Financiers*. Editions Législatives, Paris, 2000, s. 3344.
- <sup>3</sup> The Easy Way to Invest Overseas. *Investor Chronicle*, November 1998.
- <sup>4</sup> Szałaj M. (1995), Amerykańskie Kwity Depozytowe (American Depositary Receipts), *Bank i Kredyt*, nr 4, s. 40.
- <sup>5</sup> Pozyskiwanie kapitałów na rynkach zagranicznych na przykładzie emisji kwitów depozytowych (GDR) Banku Gdańskiego S.A. Materiał przygotowany przez HSBC Investment Services Sp. z o.o. oraz NBS Public Relations, *Dodatek do Nowej Europy*, 20.03.1996, s. 2.
- <sup>6</sup> Murray R. (1995), *Instruments of International Finance: The History of ADRs* w: Coyle R. (1995), *The McGraw-Hill Handbook of American Depositary Receipts*. McGraw-Hill Book Company, New York, s. 5.
- <sup>7</sup> ADR – Overview. JP Morgan..., op. cit.
- <sup>8</sup> Murray R. (1995), *Instruments of International Finance: The History of ADRs...*, op. cit., s. 6
- <sup>9</sup> Różnica pomiędzy uczestnikami programów sponzorowanych i niesponsorowanych polega na tym, iż w pierwszym przypadku akcje emitowane są lub wycofywane z giełdy krajowej przez spółkę, w drugim zaś tylko istniejące już akcje mogą być przedmiotem operacji i są one nabywane przez maklera, działającego na zlecenie inwestora (bez udziału spółki).
- <sup>10</sup> *The Global Equity Investment Guide. The Case for Investing in Depositary Receipts*. The Bank of New York, 2000, s. 12.
- <sup>11</sup> Grinblatt M., Yang Hwang Ch. (1989), Signaling and the Pricing of New Issues. *The Journal of Finance*, vol. XLIV, nr 2, ss. 414-415.
- <sup>12</sup> Różnica między ceną akcji a ceną kwitów depozytowych może przynosić korzyści za sprawą stosowania techniki inwestycyjnej arbitrażu pomiędzy dwoma rynkami.
- <sup>13</sup> Badanie przeprowadzone wśród 85 emitentów kwitów depozytowych na rynku amerykańskim (1.263 obserwacje) w okresie od 2 stycznia 1985 r. do 29 grudnia 1989 r. Źródło: Webb S., Officer D., Boyd B. (1995), An Examination of International Equity Markets Using American Depositary Receipts (ADRs). *Journal of Business Finance&Accounting*, vol. 22, nr 3, ss. 418, 427.
- <sup>14</sup> Czeladko J.(1998), *Kwity depozytowe*. K.E. Liber, Warszawa, s. 3.
- <sup>15</sup> Koncepcja Euro-DR-ów, powstała we Francji w 1998 r. Euro-DR-y są w zasadzie odpowiednikiem EDR-ów (z pewnymi różnicami, np. rynek notowania, zasady obrotu, itd.), natomiast Giełda Papierów Wartościowych w Paryżu, organizując rynek kwitów depozytowych, dla podkreślenia odrębności kwitów depozytowych notowanych na giełdzie paryskiej od innych EDR-ów oraz dla celów marketingowych wprowadziła nazwę Euro-DR-y.
- <sup>16</sup> ADR ou GDR, compromis sur l'appellation d'un marché global. *L'Agefi*, 9.07.1992.
- <sup>17</sup> Pozyskiwanie kapitałów na rynkach zagranicznych..., op. cit. s. 3.
- <sup>18</sup> W drugiej połowie lat 90. firmy z krajów określanymi jako tzw. wschodzące rynki podjęły najwięcej programów kwitów depozytowych (na 78 programów ADR podjętych do połowy 1998 r. aż 44 programy podjęte zostały przez spółki z *emerging markets*, wśród których dominowała Rosja). Źródło: Emerging interest in ADRs. *Investor Chronicle*, August 1998.
- <sup>19</sup> Is your Company a Candidate for American Depositary Receipts? *Euromoney Supplement*, February 1988, ss. 18-19.
- <sup>20</sup> Ogólnie biorąc koszty ponoszone przez emitenta przy realizacji programu kwitów depozytowych można podzielić na 3 grupy: prowizje dla organizatorów emisji akcji, następnie zaś kwitów depozytowych, koszty obsługi finansowo-prawnej oraz opłaty dla instytucji nadzorujących funkcjonowanie rynku kapitałowego w kraju i za granicą, jak również zwrot poniesionych przez uczestników programu kwitów depozytowych kosztów.
- <sup>21</sup> Take Care with your ADRs: ADR Investors Demand Dialogue. *Corporate Finance*, nr 147, February 1997, ss. 8-9.
- <sup>22</sup> Aux Etats-Unis, la cotation expose au dépôt de plaintes *La Tribune*, 19.06.1997.
- <sup>23</sup> Sussman L., McDowell W. (1996), Overcoming the Pathology of Litigation: an ADR primer for executives. *Business Horizons*, vol. 39, nr 3.
- <sup>24</sup> Pozyskiwanie kapitałów na rynkach zagranicznych..., op. cit.
- <sup>25</sup> 76 procent spółek biorących udział w badaniu ankietowym uważa, że rynek krajowy nie jest efektywny.
- <sup>26</sup> W danych tych uwzględniona została stopa inflacji za poszczególne lata, rok bazowy 1999.
- <sup>27</sup> Ze względu na duże zróżnicowanie spółek, przejawiające się wysoką wartością odchylenia standardowego (szczegółowe obliczenia przedstawione są w aneksie nr 1), dla uzupełnienia analizy w tabeli zawarta jest również wartość mediany.
- <sup>28</sup> W nawiązaniu do badania M. Pagano, A. Roel, oraz J. Zechnera (1999), przeprowadzonego wśród 1.822 spółek notowanych na giełdach zagranicznych, za okres 1986r.-1997 r. Źródło: Pagano M., Röel A., Zechner J. (1999), *The Geography of Equity Listing: Why do European Companies List Abroad?* CEPR, materiały informacyjne z konferencji *Banking and Financial Markets*, Barcelona, 26-27 listopada.
- <sup>29</sup> Wartości mediany poszczególnych pozycji znajdujących się w powyższej tabeli, dla spółek realizujących programy kwitów depozytowych, przeliczone zostały na USD wg średniego kursu NBP na dzień 31.12.1999 (4,1483). Porównywalność danych jest możliwa, gdyż wielkości liczbowe z poszczególnych lat uwzględniają stopę inflacji, rok bazowy-1999.
- <sup>30</sup> Wielkość zatrudnienia opisywana jest także przez medianę.
- <sup>31</sup> Badaniem ankietowym objęte zostały spółki giełdowe, wprowadzone na GPW do maja 2000r., za wyjątkiem Narodowych Funduszy Inwestycyjnych – NFI.
- <sup>32</sup> W okresie od maja do sierpnia 2000 r. na ankietę odpowiedziało 71 spółek giełdowych.
- <sup>33</sup> Głównym celem tych analiz było zbadanie, czy w warunkach GPW wartość firm może być szacowana przy użyciu stopy dyskontowej (kosztu kapitału), wyznaczonej z modelu CAPM. Ponieważ model ten opiera się na założeniu, iż ceny papierów wartościowych zależą w dużej mierze od indeksu rynkowego, autorzy zastanawiają się, czy założenie to jest uzasadnione w warunkach GPW i czy nie ma innych

czynników, które w istotny sposób wpływałyby na kurs walorów na GPW.

<sup>35</sup> Krysiak Z., Otto R. (2001), Wyznaczanie wartości firmy a model CAPM w warunkach GPW. *Nasz Rynek Kapitałowy*, nr 4, ss. 74-77.

<sup>36</sup> W celu określenia ile oraz jakie czynniki wpływają na kurs akcji spółek notowanych na GPW autorzy zastosowali analizę głównych składowych (*ang. principal components analysis*).

<sup>37</sup> Do badań autorzy wyselekcjonowali reprezentatywną próbę 43 spółek notowanych na GPW w okresie przynajmniej 5 lat. Do analizy posłużyły historyczne dzienne stopy zwrotu spółek notowanych na GPW, które do 27 lutego 2001 r. notowane były co najmniej 1.500 razy (75% sesji giełdowych).

<sup>38</sup> Ze względu na zawartość liczbową zbioru danych opracowanych dla potrzeb tej pracy, nie jest możliwe zastosowanie podstawowej metody statystycznej określającej zależność pomiędzy zmiennymi, jaką jest badanie korelacji.

<sup>39</sup> W oparciu o dzienne kursy akcji, wyznaczona została średnia roczna tych kursów. Dla zachowania porównywalności danych, średnie roczne kursy skorygowane zostały o stopę inflacji (rok bazowy 1999). Dane liczbowe udostępnione zostały przez GPW.

<sup>40</sup> Analiza danych panelowych (*ang. cross-section analysis*) w odróżnieniu od analizy (*ang. pooled analysis*), pozwala na dokładniejsze zbadanie zależności pomiędzy zmiennymi, gdyż w analizie tej uwzględniane są również powiązania między zmiennymi w poszczególnych latach.

<sup>41</sup> Tabela wyników badania zależności kursu akcji na GPW od faktu uczestnictwa polskich spółek giełdowych w programach kwitów depozytowych, znajduje się w aneksie nr 2.

<sup>42</sup> Przed przeprowadzeniem testu t-Studenta zbadano normalność rozkładu reszt z modelu

<sup>43</sup> Wartość krytyczna jest to wartość testu odczytana z tabeli t-Studenta, którego wartość bezwzględna określa początek przedziałów (obszarów krytycznych), w których odrzucana jest hipoteza zerowa na rzecz hipotezy alternatywnej.

<sup>44</sup> Green W. (2000), *Econometric Analysis. 4<sup>th</sup> Edition*. Prentice-Hall, Upper Saddle River, New Jersey, s. 250.

<sup>45</sup> Obszar krytyczny w tym przypadku wyznaczają wartości z przedziału (-nieskończoność; -1,96) oraz (+1,96; nieskończoność).

<sup>46</sup> Jeżeli liczba szacowanych parametrów modelu jest niewiele mniejsza od liczby obserwacji, do oceny dopasowania modelu stosuje się tzw. skorygowany współczynnik determinacji. W naszym przypadku badany jest tylko jeden parametr, przy liczbie obserwacji 775, więc do oceny stopnia powiązania pomiędzy zmiennymi możemy posłużyć się współczynnikiem determinacji. Źródło: Kuszewski T. (1996), *Weryfikacja jednorównaniowego liniowego modelu ekonometrycznego* w: Gruszczyński M., Podgórska M. (red.), (1996), *Ekonomometria*. Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa, ss. 46-48.

<sup>47</sup> Kuszewski T. (1996), *Weryfikacja jednorównaniowego liniowego modelu ekonometrycznego...*, op. cit., s. 57.

<sup>48</sup> Test istotności t-Studenta pozwala sprawdzić istotność pojedynczej zmiennej objaśniającej, podczas gdy z testu F-Snedecora korzystamy dla zweryfikowania hipotezy o jednoczesnej istotności wybranego podzbioru zmiennych objaśniających. Test F-Snedecora może być wykorzystany również do badania istotności współczynnika determinacji.

<sup>49</sup> Dla porównania wyników analizy, oddzielnie przeprowadzono badanie regresji tych samych zmiennych, przy pominięciu czynnika czasu (w odróżnieniu od analizy

*ang. cross-sectional*, przeprowadzono analizę *ang. pooled*). Współczynnik regresji w tym przypadku wyniósł 0,040264389, wartość statystyki t wyniosła 1,121099, zaś wartość współczynnika determinacji 0,00162122. Współczynnik regresji wskazuje na dodatnią zależność pomiędzy zmiennymi, zaś na podstawie weryfikacji hipotezy o braku powiązania pomiędzy zmiennymi nie można stwierdzić, iż zależność ta jest istotna (t obl. ma mniejszą wartość, niż 1,96). Brak zależności pomiędzy kursem akcji na GPW a faktem emisji przez polskie spółki kwitów depozytowych na rynkach zagranicznych, potwierdzony jest również przez współczynnik determinacji, bliski zeru.

<sup>50</sup> W oparciu o dzienny wolumen obrotów akcji, wyznaczona została średnia roczna wolumenu obrotów akcji spółek w okresie 1991-1999. Fakt uczestnictwa spółki na rynku za granicą określony został jako „1” dla spółek giełdowych emitujących kwity depozytowe, od momentu ich wejścia na giełdy zagraniczne, oraz „0” dla tych samych spółek, dla okresu poprzedzającego fakt ich zaistnienia na giełdach za granicą i dla wszystkich pozostałych spółek. W panelu danych znalazło się 775 obserwacji. Dane liczbowe udostępnione zostały przez GPW. Wyniki badania znajdują się w aneksie nr 3.

<sup>51</sup> Tabela wyników badania zależności wolumenu obrotów akcji na GPW od faktu uczestnictwa polskich spółek giełdowych w programach kwitów depozytowych, znajduje się w aneksie nr 8.

<sup>52</sup> Ze względu na fakt, iż badanie regresji obejmuje tylko jedną zmienną niezależną, weryfikacja hipotez przy użyciu tablic rozkładu F-Snedecora prowadzi do tego samego wniosku (decyduje o tym wysoka wartość statystyki F (240,34), która zawiera się w obszarze krytycznym dla odrzucenia hipotezy zerowej o braku powiązań pomiędzy badanymi zmiennymi).



# JAK UCZYNIĆ Z WARSZAWSKIEJ GIEŁDY PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH CENTRUM FINANSOWE EUROPY ŚRODKOWO-WSCHODNIEJ

*Jarosław Deryło*

Reformę polskiego rynku kapitałowego chciałbym przedyskutować na trzech poziomach: działań leżących w gestii władz giełdy; zmian w otoczeniu regulacyjnym, które powinny być dokonane przez ustawodawcę; oraz działań, które władze giełdy powinny rozważyć wspólnie z innymi giełdami naszego regionu.

## 1. Czym jest GPW?

Wydaje się, że już najwyższy czas na zdemitologizowanie giełdy. Pomimo swojej nadrzędnej roli dla gospodarki, w gruncie rzeczy giełda niczym nie różni się od każdego innego przedsiębiorstwa, jej celem jest przecież generowanie zysków i zwiększanie wartości dla akcjonariuszy, dbając o jakość i cenę oferowanych produktów. A produktem oferowanym przez giełdę jest przede wszystkim płynność. Niestety, przez wielu uczestników rynku giełda wciąż jest postrzegana jako urząd państwowy, czym być nie powinna.

Zmieniając nieco optykę, spoglądając na giełdę okiem banku inwestycyjnego, można dojść do wniosku, że giełda to również tak naprawdę spółka informatyczna, bo właśnie poprzez zarządzanie systemem informatycznym kształtuje płynność na rynku kapitałowym. Analiza sprawozdań finansowych giełdy ukazuje dość atrakcyjną strukturę bilansu, atrakcyjne wyniki finansowe predestynujące giełdę do przeprowadzenia oferty publicznej. Wniosek? Giełda jest atrakcyjną spółką samą w sobie.

Znacząca część aktywów giełdy to papiery wartościowe – około 130 mln zł w 2001 r. – w majątku trwałym lub przeznaczone do obrotu. Transakcje na papierach wartościowych wygenerowały ponad 55 mln zł. Zysk z działalności finansowej jest na dość imponującym poziomie – 25 mln zł w 2001 r.

Co prawda zarządzanie portfelem inwestycyjnym nie stanowi podstawowej działalności giełdy, ale wygląda na to, że giełda dość skutecznie tę działalność prowadzi. Wreszcie warto pamiętać, o czym ustawodawcy często zapominają, że chyba nie ma innego polskiego podmiotu gospodarczego, który byłby aż tak wrażliwy na regulacje rynkowe.

### Czym jest Giełda Papierów Wartościowych?

- ▶ Usługodawca zapewniający płynność dla klientów i zyski dla akcjonariuszy, a nie twór quasi-ministerialny
- ▶ Spółka IT będąca kandydatem do debiutu giełdowego?
  - GPW jako podmiot zarządzający systemem informatycznym
  - Struktura bilansu i wyniki finansowe predestynujące do IPO
- ▶ Skuteczny fundusz inwestycyjny?
  - Łącznie ok. 130 mln zł aktywów w papierach wartościowych
  - Zysk z działalności finansowej na poziomie zysku netto (25 mln zł)
  - Ponad 55 mln zł środków pieniężnych wygenerowanych przez transakcje na papierach wartościowych (dane za 2001 r.)
- ▶ Podmiot wyjątkowo wrażliwy na otoczenie regulacyjne
  - Presja konkurencyjna z zagranicy

---

## 2. Zmiana modelu biznesowego

Wydaje się, że najważniejszą kwestią jest zmiana charakteru podejmowanych decyzji, większa śmiałość w podejmowaniu decyzji, a nie tylko generowanie zysków jako takich, z którymi giełda całkiem nieźle sobie radzi.

Należy zastanowić się nad innym sposobem generowania tych zysków, nie tylko poprzez względnie wysokie marże na niskich obrotach, ale raczej poprzez niższe marże na wysokich obrotach, zgodnie z modelem luksemburskim. Giełda warszawska jest jedną z najdroższych w Europie. Niekoniecznie świadczą o tym poszczególne pozycje taryfy opłat giełdowych. Chodzi raczej o stosunek korzyści do płynności, jaką giełda oferuje. Precedensy innych giełd sugerują, że można obniżyć koszty zwiększając tym samym obroty i zyski, czemu najczęściej towarzyszy zmiana regulacji, co wymagałoby zwrócenia się z propozycją inicjatywy do ustawodawcy.

Pożądane jest, aby giełda funkcjonowała jako giełda spółek wzrostowych. Dojrzałe giełdy posiadają pewne segmenty rynku przeznaczone właśnie dla spółek wzrostowych. Warszawska giełda, aby być konkurencyjną, musi cała zachowywać się jak giełda spółek wzrostowych. Niestety, niektóre regulacje giełdowe są bardziej rygorystyczne niż nakładane przez Komisję Papierów Wartościowych i Giełd (KPWiG).

Warszawska GPW jako akcjonariusz Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych (KDPW) może ponadto przyczynić się do obniżenia kosztów tej instytucji, bo koszty prowadzenia depozytu i przeprowadzania rozliczeń potrafią być znaczące. Przykładowo, przywołam kasus pierwszej emisji obligacji zamiennych ComArchu, wprowadzonej do obrotu publicznego. Emitent był przerażony kosztami emisji i rozważał nawet zaniechanie przeprowadzania tej emisji. Na szczęście, można było je obniżyć, niektóre pozycje nawet tysiąckrotnie. Wiadomo, że rozważane jest usystematyzowanie obniżek kosztów, wydaje się, że warto rzecz sfinalizować dla dobra przyszłych emitentów.

Wydaje się, że warto też zadać pytanie czy giełda nie powinna zrezygnować, przynajmniej w jakimś stopniu, z prowadzenia działalności inwestycyjnej, niezależnie od tego czy powodem są nadwyżki finansowe, czy też inne względy. Na pewno są to znaczące kwoty, otwartym pytaniem pozostaje czy można byłoby je inaczej spożytkować dla dobra rozwoju rodzimego rynku kapitałowego.

### Zmiana modelu biznesowego

- ▶ „Non-profit” v. „profit”
- ▶ Wysokie marże na niskich obrotach v. niskie marże na wysokich obrotach
  - GPW jedną z najdroższych giełd w Europie
  - Obniżenie kosztów tożsame ze zwiększeniem zysków — precedensy z innych rynków
- ▶ GPW jako giełda spółek wzrostowych
  - Dojrzałe giełdy posiadające bardziej zliberalizowane segmenty rynku
  - Niektóre regulacje GPW bardziej rygorystyczne od regulacji rynku publicznego
  - Cała GPW, aby móc być konkurencyjną, musi zachowywać się jak giełda spółek wzrostowych
- ▶ GPW jako akcjonariusz KDPW
  - Konieczność spowodowania obniżki bardzo wysokich kosztów prowadzenia depozytu i przeprowadzania rozliczeń — casus emisji obligacji zamiennych ComArchu
- ▶ Rezygnacja z prowadzenia działalności inwestycyjnej?

## 3. Prywatyzacja

Z punktu widzenia uczestników rynku, biur maklerskich i banków inwestycyjnych, kluczowym zagadnieniem jest, aby prywatyzacja giełdy mogła uwzględniać objęcie części akcji właśnie przez te podmioty działające na rynku, aby członkowie giełdy mieli bardziej bezpośrednie przełożenie na decyzje podejmowane przez giełdę. Wydaje się, że realizacja takiego scenariusza zmieniałaby charakter i jakość podejmowanych decyzji.

W dyskusjach o przyszłości giełdy pojawiają się wątki dotyczące ewentualnego inwestora strategicznego. Z punktu widzenia rynku trudno znaleźć uzasadnienie dla tej propozycji, wydaje się, że bardziej zasadne byłoby udostępnienie większej kontroli nad giełdą biurom maklerskim, emitentom i innym uczestnikom rynku, a niekoniecznie rozglądanie się za inwestorem strategicznym.

#### **Prywatyzacja**

- ▶ Prywatyzacja jako sposób na uczynienie z GPW przedsiębiorstwa zorientowanego na długoterminowe generowanie zysków i zwiększanie udziału w rynku
  - Kluczowe przyznanie kontroli biurom maklerskim i pozostałym uczestnikom rynku
  - Bardziej bezpośredni wpływ członków giełdy na poczynania GPW
  - Zmiana charakteru i jakości podejmowanych decyzji
- ▶ Zasadność wprowadzenia inwestora strategicznego
- ▶ Zapotrzebowanie GPW na kapitał
- ▶ Troska o zachowanie kontroli na szczeblu lokalnym?

## **4. Regulacje rynku kapitałowego**

W Polsce bardzo często błędnie postrzega się regulacje jako coś, co jest pewną uciążliwością a nie stanowi rzeczywistego kosztu dla emitentów czy też inwestorów. Przeważa tendencja skupiania się na kosztach finansowych, a zapomina się o kosztach nakładach przez regulacje. Tak naprawdę każda regulacja, każda strona prospektu, ustawa, rozporządzenie, każda uciążliwość w przeprowadzeniu transakcji i zwłoka w możliwości jej zrealizowania jest formą opodatkowania płynności, czyli podstawowej usługi giełdy. Wydaje się, że tak należałoby postrzegać regulacje – właśnie w odniesieniu do płynności danego rynku, a nie abstrahując od niego, co bardzo często się zdarza. Błędne w tym kontekście jest przenoszenie na grunt polski bardzo rygorystycznych regu-

lacji amerykańskich, które, można powiedzieć, stanowią odpowiednik niskoprocentowego podatku w Stanach Zjednoczonych nałożonego na płynność. W Polsce byłby to wręcz konfiskacyjny podatek, uśmiercający rynek kapitałowy. Giełda nowojorska może pozwolić sobie na rygorystyczne regulacje, ponieważ jest największym dostawcą płynności na świecie i obciążenia, jakie narzuca, można uznać za znośne w świetle oferowanych korzyści. Warszawska giełda na pewno na taki luksus nie może sobie pozwolić. Płynność ważona obciążeniami regulacyjnymi jest wyznacznikiem konkurencyjności rynku kapitałowego i jego zdolności wspierania wzrostu gospodarczego.

#### **Czym są regulacje rynku kapitałowego?**

- ▶ Każda regulacja nakładająca dodatkowe koszty lub stanowiąca uciążliwość w przeprowadzeniu transakcji to forma opodatkowania płynności, czyli podstawowej usługi GPW
  - Poziom obciążen regulacyjnych winien być rozpatrywany w kontekście płynności danego rynku
  - Błędne przenoszenie np. amerykańskich regulacji na rynek polski — te same regulacje stanowią odpowiednik niskoprocentowego podatku w USA, a w Polsce konfiskacyjny podatek uśmiercający rynek kapitałowy
- ▶ Płynność ważona obciążeniami regulacyjnymi wyznacznikiem konkurencyjności rynku kapitałowego i jego zdolności wspierania wzrostu gospodarczego
- ▶ Dlaczego płynność jest wartością samą w sobie?
  - Niższy koszt pozyskiwania kapitału przez emitentów
  - Większa odporność na kryzysy finansowe
  - Więcej spółek posiadających unikatową walutę do fuzji i przejęć

## **5. Model londyńskiego AIM i giełdy w Luksemburgu**

Model londyńskiego Alternative Investment Market (AIM) i giełdy w Luksemburgu wydają się być bardziej właściwe dla polskiego rynku. To one, a nie rynek amerykański powinny stać się inspiracją dla Polski.

Przywoływany segment rynku londyńskiego charakteryzuje się względnie skromnymi wymogami informacyjnymi, większą samoregulacją giełdy, niższymi kosztami (względny), większą płynnością i, siłą rzeczy, większą zdolnością przyciągania emitentów i inwestorów. Najnowsze dane statystyczne mówią same za siebie. Rynek został ustanowiony został zaledwie w 1995 r., dziś obecnych na nim jest ponad trzykrotnie więcej spółek niż na warszawskiej giełdzie. W minionym roku, podczas bessy, w sumie bardzo dotkliwej dekonunktury na rynkach światowych, na tym segmencie rynku miało miejsce 160 nowych emisji, w tym 67 debiutów giełdowych. W tym samym okresie debiuty na warszawskiej giełdzie można policzyć na palcach jednej ręki. Warto również wspomnieć o zjawisku niespotykanym na rynkach światowych, a mianowicie migracji spółek z rynku głównego, a więc, wydawałoby się, bardziej prestiżowego rynku londyńskiej giełdy właśnie na ten parkiet, który jest zdecydowanie bardziej przyjazny dla emitentów, a także dla inwestorów.

Innym przykładem jest giełda w Luksemburgu, mająca trochę inny charakter i trochę inny profil działalności, bardziej zorientowana na rynki dłużne, jeden z głównych ośrodków Eurorynku. Giełda luksemburska jest bardzo pouczającym przykładem dla Polski, bo jest to przykład najszybszego awansu giełdy prowincjonalnej do statusu światowego centrum finansowego, w pełnym tego słowa znaczeniu.

Przywołując precedensy powinniśmy także pamiętać o przestrożach dla Polski, pamiętać o tym, że każda regulacja może być postrzegana jako forma subsydiowania innych jurysdykcji, bardziej przyjaznych dla inwestorów. W historii rynków kapitałowych można dostrzec wiele przykładów migracji obrotów do najtańszych jurysdykcji. Przykładem jest chociażby geneza Eurorynku. Powstał w latach 70., w wyniku zmiany, wydawałoby się czysto technicznej, bo zmiany przepisów podatkowych w Stanach Zjednoczonych. Innym przykładem jest ograniczenie sprzedaży krótkiej przez amerykańską komisję papierów wartościowych uznawane przez

wielu ekonomistów jako jedna z bezpośrednich przyczyn krachu w 1987 roku, w następstwie którego pojawił się rynek na tego rodzaju produkty w Londynie. Nie jest też przypadkiem, że kontrakty terminowe na japoński indeks NIKKEI notowane są przede wszystkim w Singapurze, ponieważ tam jest po prostu taniej, sprawniej i wydajnej. Warto też powołać się na kazu giełdy w Sztokholmie, która jeszcze nie tak dawno traciła klientów i emitentów, ponad połowa szwedzkich spółek publicznych zaspokajała swoje potrzeby za granicą, dopóki giełda w Sztokholmie nie zastosowała się do deregulacyjnych sugestii noblisty Mertona Millera.

#### **Model londyńskiego AIM i Luksemburgu**

- ▶ Londyński AIM inspiracją dla Polski
  - Skromne wymogi informacyjne, większa samoregulacja giełdy, niższe koszty, większa płynność, a zatem większa zdolność przyciągania emitentów i inwestorów i większe zyski giełdy
  - Zachowanie równowagi między płynnością a bezpieczeństwem obrotu
  - Ustanowiony zaledwie w 1995 r., dziś gości ponad trzykrotnie więcej spółek niż GPW
  - 160 nowych emisji, w tym aż 67 debiutów, podczas bessy w 2002 r. — GPW tylko 5 debiutów
  - Migracja spółek z rynku głównego giełdy londyńskiej na bardziej przyjazny parkiet
- ▶ Giełda w Luksemburgu
  - Przykład najszybszego awansu giełdy prowincjonalnej do statusu światowego centrum finansowego
- ▶ Przestrogi dla Polski
  - Migracja wolumenu obrotu i nowych emisji do najtańszych jurysdykcji a casus giełdy w Sztokholmie oraz w St. Gallen

## **6. Samoregulacja giełdy**

Wydaje się, że uprawniona jest teza o nadopiekuńczości polskich organów nadzoru. Uczestnicy rynku mogą być zdania, że szczegółowe przepisy powinny być tworzone przez tych, którzy mają dłu-

goterminowy interes w utrzymaniu wiarygodności rynków, specjalistyczną wiedzę i mają świadomość rzeczywistych ułomności rynku. To właśnie giełdzie powinno pozostawić się decyzję odnośnie wyważenia troski o zapewnienie bezpieczeństwa obrotów z jednoczesną chęcią zwiększenia tych obrotów. Giełdzie, z oczywistych powodów, zależy na zaufaniu swoich klientów. Dylematu takiego nie mają urzędnicy państwowi, którzy mają tendencję do zawyżania wymogów, ponieważ zapewnia to ochronę przed zarzutem stwarzania bodźców do potępianych spekulacji giełdowych, ale odbywa się to kosztem prowadzenia niektórych rodzajów działalności na rynku kapitałowym, czyli z uszczerbkiem dla płynności rynku, a zatem i dla samej gospodarki. W związku z tym istotne jest, aby nie ulegać pokusie czynienia regulacji jeszcze bardziej rygorystycznych, zwłaszcza w obliczu ostatnich afer giełdowych w Stanach Zjednoczonych. Dzisiaj wiodące spółki europejskie, które rozważają wejście na amerykański rynek, są zniechęcane przepisami, które ostatnio zostały przeforsowane w Stanach Zjednoczonych. Miejmy nadzieję, że

Polska tego błędu nie popełni i nie będzie zacieśniać regulacji, natomiast skuteczniej będzie egzekwować w zupełności wystarczające regulacje, które obecnie obowiązują na rynku kapitałowym.

Wielu specjalistów dyskutuje o ujednoczeniu regulacji giełdowych i procedury dopuszczeniowej KPWiG. Wśród pomysłów rozwiązania tego problemu wartym rozważenia jest propozycja stworzenia departamentu dopuszczeń giełdy jako alternatywy procedury, przez którą obecnie muszą przechodzić spółki, czyli do procedury obowiązującej w KPWiG.

Raz jeszcze należy podkreślić, że inspiracją dla Polski może być Eurorynek, na którym każdego dnia papiery wartościowe warte setki milionów dolarów sprawnie i bezpiecznie zmieniają właściciele, gdzie procedura dopuszczeniowa trwa dwa dni, a podstawą jest względnie skromny dokument, absolutne zaprzeczenie opasłego typowego polskiego prospektu emisyjnego.

## 7. Poszerzenie i pogłębienie rynku

Jakie zatem zmiany warto wprowadzić, aby zwiększyć płynność na polskim rynku? Przede wszystkim należy przywrócić podaż prywatną, ponownie zachęcając prywatnych emitentów, żeby debiutowali na warszawskiej giełdzie poprzez deregulację na wzór londyńskiego rynku AIM.

Choć ponoć toczą się prace nad zmianą prawa o publicznym obrocie, trudno dziś przewidzieć, jakie ostatecznie przyniosą rozstrzygnięcia.

Podobnie wygląda kwestia liberalizacji wymogów prospektowych. W głównej mierze jest to dokument sporządzany przez prawników dla prawników. Każda jego strona stanowi wymierny koszt dla emitenta i tym samym czynnikiem w niemałym stopniu określającym atrakcyjność polskiego rynku publicznego. Dlatego jednoznacznie szkodliwe dla konkurencyjności naszego rynku jest utrzymywanie wymogów informacyjnych bardziej rygorystycznych niż te spotykane na najbardziej liberalnych rynkach światowych.

### Samoregulacja giełdy

- ▶ Nadopiekuńczość organów nadzoru
  - Szczegółowe przepisy winny być tworzone przez tych, którzy mają długoterminowy interes w utrzymaniu wiarygodności rynków oraz posiadają największą skarbnicę specjalistycznej wiedzy i świadomość rzeczywistych ułomności rynku
  - Giełdom należy pozostawić decyzję jak wyważyć troskę o zachowanie bezpieczeństwa obrotu z chęcią zwiększania obrotów
  - Obecny reżim regulacyjny zachętą do zaspokajania potrzeb finansowych za granicą
  - Kluczowe nieuleganie pokusie zacieśnienia regulacji w obliczu afer giełdowych w USA
- ▶ Ujednoczenie regulacji giełdowych i procedury dopuszczeniowej KPWiG
  - Propozycja departamentu dopuszczeń GPW jako alternatywy do KPWiG
- ▶ Casus Eurorynku
  - Dwudniowa procedura dopuszczeniowa na podstawie memorandum stanowiącego 1/10 zatwierdzanego tygodniami prospektu polskiego

Rynek instrumentów pochodnych w Polsce jest tym segmentem rynku, który odnosi znaczące sukcesy. W bardzo imponującym tempie kontrakty terminowe na warszawski indeks WIG20 zdystansowały podobny produkt oferowany przez wiedeńską giełdę. Rynek ten można wzmocnić umożliwiając sprzedaż krótką. Co prawda istnieją na polskim rynku regulacje dotyczące sprzedaży krótkiej, pożyczania papierów wartościowych, jednak w praktyce uniemożliwiają wręcz przeprowadzenie takich transakcji z prawdziwego zdarzenia.

Konieczne jest ponadto zniesienie wybranych ograniczeń inwestycyjnych nałożonych na polskich inwestorów instytucjonalnych, przede wszystkim dotyczy to OFE i firm ubezpieczeniowych, którym przepisy zabraniają inwestowania w niektóre kategorie produktów.

#### **Poszerzenie i pogłębienie rynku**

- ▶ Przywrócenie podaży prywatnej poprzez deregulację na wzór AIM i Luksemburga
- ▶ Zmiana prawa o publicznym obrocie
- ▶ Daleko idąca liberalizacja wymogów prospektowych na wzór Eurorynku
- ▶ Rewitalizacja rynku derywatów poprzez umożliwienie sprzedaży krótkiej
- ▶ Zniesienie wybranych ograniczeń inwestycyjnych nałożonych na krajowych inwestorów instytucjonalnych
- ▶ Demonopolizacja depozytu i rozliczeń
- ▶ Zrezygnowanie z propozycji opodatkowania zysków kapitałowych realizowanych przez inwestorów detalicznych
- ▶ Umożliwienie notowania spółek niepublicznych
- ▶ Ograniczenie zmienności prawa uniemożliwiającego dokonywanie inwestycji o przewidywalnym zwrocie

Wydaje się, że należy także rozważyć demonopolizację depozytu i rozliczeń. Uzasadnieniem wcale nie jest przekonanie, że na polskim rynku jest miejsce dla drugiej izby rozliczeniowej, ale przekonanie, że to rynek powinien się wypowiedzieć w tej kwestii. Utworzenie drugiej izby, jak się wydaje, wpłynęłoby też pozytywnie na obniżenie opłat.

Oczywiście kluczową kwestią jest zrezygnowanie z propozycji opodatkowania zysków kapitałowych, o czym wielokrotnie mówiły władze giełdy warszawskiej, słusznie powołując się na ostatnie bardzo pouczające doświadczenia rynku węgierskiego.

Rzeczą niemniej istotną, o której się bardzo często zapomina, jest umożliwienie notowania na warszawskiej giełdzie spółek niepublicznych. W Polsce, w praktyce, istnieją dwie kategorie papierów wartościowych: niepubliczne, a zatem nie notowane i publiczne, prawie zawsze notowane. Przykładowo w Luksemburgu jest trzecia kategoria – spółek niepublicznych, które mogą być mimo wszystko notowane. Z doświadczeń CA IB wynika, że jest wielu potencjalnych klientów, którzy nie są przygotowani do aż tak rygorystycznych wymogów informacyjnych i uciążliwości związanych z przeprowadzaniem niektórych transakcji na polskim rynku kapitałowym, wystarcza im status niepublicznej spółki i jednocześnie bardzo zależy im na fakcie notowania.

Wreszcie przeprowadzając niezbędne zmiany dotyczące rynku kapitałowego warto zaniechać polityki ciągłego zmieniania przepisów, co wprowadza inwestorów, emitentów i pośredników w zakłopotanie i uniemożliwia dokonywanie racjonalnych kalkulacji oczekiwanych zwrotów z inwestycji.

## **8. Współpraca z innymi giełdami**

Płynność można zwiększyć również w sposób nieorganiczny, czyli wprowadzając pomosty pomiędzy naszym rynkiem kapitałowym a innymi rynkami, w szczególności z naszego regionu. Jednym z takich instrumentów jest polski kwit depozytowy (PDR). Dotychczas prawo zezwalało, niestety, jedynie na sponsorowane programy kwitów depozytowych, z czym związane są dość znaczące ryzyka prawne dla banku depozytariusza. Efekt? Polskie kwity depozytowe nie istnieją. Trwają prace nad zmianami umożliwiającymi wprowadzenie niesponsorowanych emisji kwitów depozytowych,

na które nie jest wymagana zgoda emitenta i inaczej rozkłada się ryzyko prawne. Jest więc szansa, że ten segment rynku wreszcie odżyje.

Płynność rynku zwiększają też podwójne notowania. Niestety, w Polsce brakuje przyjaznych wymogów prospektowych, które uniemożliwiają w praktyce przetłumaczenie prospektu emisyjnego emitentów z rynku OECD i wprowadzenie pewnych aktualizacji i uzupełnień dla potrzeb polskich wymogów. Brakuje także wciąż porozumienia z zagranicznymi izbami rozliczeniowymi. Mimo tych przeciwieństw istnieje znaczące grono podmiotów zainteresowanych podwójnymi notowaniami. Głównie są to spółki zagraniczne, które posiadają spółki zależne w Polsce. Słusznie przypuszczają, że będą bardziej doceniane mając notowanie na rynku, który jest dla nich jednym z podstawowych rynków, na którym prowadzą działalność gospodarczą.

#### **Crosslisting v. zespolenie platform tradingowych**

- ▶ Wprowadzenie systemu crosslistingów jako sposób na zwiększenie płynności
  - Ciągły brak możliwości emisji niesponsorowanych polskich kwitów depozytowych (PDR) a planowane zmiany legislacyjne
  - Podwójne notowania — brak przyjaznych wymogów prospektowych oraz porozumienia z zagranicznymi izbami rozliczeniowymi
  - Znaczące grono zainteresowanych podmiotów wśród zagranicznych spółek działających w Polsce
- ▶ Zespolenie platform technologicznych wybranych giełd
  - Kluczowy zintegrowany rynek, a nie jednolita platforma tradingowa
  - Ewentualne wprowadzenie interface'ów pomiędzy istniejącymi platformami
  - Istotny element potencjalnego aliansu strategicznego

## **9. Alianse giełdowe**

Przykładem najlepiej chyba obrazującym pożytki aliansów giełdowych jest Norex – alians giełd

nordyckich, giełd o zbliżonym potencjale i profilu regionalnym. Genezą tego aliansu było porozumienie dwustronne giełd w Sztokholmie i Kopenhadze w 1997 r. Porozumienie to stało się podstawą stworzenia, zaledwie w ciągu dwóch lat, szerszego aliansu z udziałem Islandii i Norwegii, z ujednocionym systemem obrotu, realizującym synergie kosztowe, z ujednoczonymi regulacjami giełdowymi. Efekt? Inwestorzy mają dostęp do przeszło 80 proc. skandynawskiego rynku akcji i w jeszcze większym stopniu dostęp do rynku obligacji. Norex *de facto* zastępuje fuzję giełd, ponieważ inwestorzy i emitenci mają wrażenie, że są uczestnikami jednego rynku. W ten sposób zwiększa się płynność rynku.

Kwestią często podnoszoną w dyskusjach o ewentualnym aliansie jest status mniejszego partnera. Przeciwnicy aliansu twierdzą, że mniejszy partner pozbywa się możliwości podejmowania decyzji dotyczących lokalnego rynku, podporządkowuje się silniejszemu partnerowi, niewątpliwie nie bez negatywnych konsekwencji.

#### **Alianse giełdowe v. fuzja giełd**

- ▶ Przystąpienie do istniejącego aliansu
  - Podporządkowanie się silniejszemu i utrata zdolności podejmowania decyzji lokalnie?
- ▶ Casus Norex-u
  - Alians giełd o zbliżonym potencjale i profilu regionalnym
  - Genezą porozumienie dwustronne giełdy w Sztokholmie i w Kopenhadze
  - W ciągu zaledwie dwóch lat stworzenie właściwego aliansu z udziałem Islandii i Norwegii
  - Ujednociony system obrotu — synergie kosztowe
  - Ujednoczone regulacje giełdowe
  - Dostęp do 80% skandynawskiego rynku kapitałowego i ponad 90% regionalnego rynku obligacji
- ▶ Stworzenie nowego aliansu?
- ▶ Alternatywa fuzji

## 10. Przyszłość GPW jako bytu niezależnego

Czy warszawska giełda będzie w przyszłości niezależnym bytem? Czy lokalne bądź regionalne rynki niszowe będą miały w przyszłości rolę do odegrania? Doświadczenia innych państw sugerują, iż rynki lokalne mogą przetrwać i nawet rozwijać się, pod warunkiem jednak, że będą opłacalne, wydajne i oferować będą odpowiednią płynność. Raz jeszcze warto powołać się na przykład kontraktów terminowych na WIG20. To tylko jeden z przykładów, których jest więcej, demonstrujący, że warszawska giełda potrafi być bardziej konkurencyjna niż rynki zagraniczne.

Giełda węgierska, o czym świadczą doniesienia prasowe, jest zainteresowana partnerstwem z warszawską GPW. Natomiast w zasadzie niewiele uwagi poświęca się rozważaniom stworzenia giełdy środko-

### Dlaczego Europa Środkowo-Wschodnia?

- ▶ Pomimo tendencji do konsolidacji giełd i wzmacniania największych centrów finansowych, nadal istnieć będą lokalne i regionalne rynki niszowe
  - Aby skutecznie odgrywać rolę nisz, lokalne rynki muszą być postrzegane przez potencjalnych uczestników jako płynne, opłacalne i efektywne w realizowaniu zleceń
  - Casus kontraktów terminowych na WIG20 — zdystansowanie kontraktów na wiedeński indeks PTX w ciągu zaledwie pół roku
- ▶ Giełda w Budapeszcie partnerem dla warszawskiej GPW?
  - Giełdy o porównywalnej randze i uzupełniających się atutach
  - Zachowanie możliwości podejmowania decyzji na szczeblu lokalnym lub regionalnym
  - Ujednoczenie systemu obrotu lub właściwa fuzja
  - Gotowość współpracy sygnalizowana przez węgierskie czynniki decyzyjne
  - Ewentualne porozumienie podstawą szerszego aliansu obejmującego inne giełdy naszego regionu
  - Sposób na pozyskanie emitentów z krajów Europy Wschodniej, których giełdy nie oferują satysfakcjonującej płynności i których spółki nie mają dostępu do największych centrów finansowych

### Wnioski

- ▶ Reforma GPW
  - Konieczne obniżenie kosztów dla uczestników rynku
  - Niezbędne zliberalizowanie regulacji giełdowych
  - Zalecana prywatyzacja oraz efektywniejsze spożytkowanie nadwyżek finansowych
- ▶ Deregulacja
  - Pilna konieczność daleko idącej deregulacji rynku publicznego
  - Wskazane zniesienie monopolu KDPW
  - Jednoznacznie korzystne wprowadzenie crosslistingu
- ▶ Alianse strategiczne
  - Niezbędne zwiększenie płynności także nieorganicznie
  - Godne rozważenia partnerstwo z Giełdą w Budapeszcie
  - Realne stworzenie giełdy środkowoeuropejskiej

woeuropejskiej, być może na wzór Norex-u, na bazie partnerstwa GPW z giełdą w Budapeszcie. Wydaje się, że takie rozwiązanie zachowałoby możliwość podejmowania decyzji na szczeblu lokalnym. Obie giełdy mają porównywalną rangę i uzupełniające się atuty, można więc zakładać, że takie rozwiązanie docelowo byłoby również w stanie przyciągnąć emitentów z innych krajów Europy Wschodniej, których giełdy oferują płynność na znacznie mniejszym poziomie niż łącznie giełdy warszawska i budapeszteńska, a spółki tych krajów nie mają dostępu do największych centrów finansowych, bo są po prostu za małe. Chociaż GPW ma jeszcze dość długą drogę do przebycia, to, jak się wydaje, realistyczne są aspiracje warszawskiej giełdy do stania się czymś więcej niż rynkiem krajowym, pod warunkiem, że przede wszystkim umożliwi to prawodawca. Jeśli zabraknie woli do realizacji takiego rozwiązania, to trzeba się liczyć z najbardziej pesymistycznym ze scenariuszy – GPW może podzielić los giełdy w St. Gallen, która przestała istnieć, bo przegrała konkurencję. Pamiętać przy tym należy, że czasu jest niewiele i że działa on na niekorzyść warszawskiej giełdy.

Autor jest dyrektorem w CA IB Financial Advisers



# GIEŁDA PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W WARSZAWIE WOBEC WYZWAŃ NA RYNKACH KAPITAŁOWYCH

*Wiesław Rozłucki*

## 1. Czynniki sprzyjające konsolidacji giełd

Technologia (obróć elektroniczny, otwarta architektura, zdalne członkostwo), harmonizacja regulacji (europejski paszport); wprowadzenie euro; paneuropejski, sektorowy styl inwestowania; relatywnie wysoki koszt transakcji i rozliczeń międzynarodowych; konsolidacja banków to najważniejsze czynniki sprzyjające konsolidacji giełd. Proces ten jest obiektywny, bez względu na to, co te europejskie giełdy robią. Niedawno ukazał się artykuł prasowy na temat kiepskiego stanu rynku kapitałowego w Portugalii. Autor artykułu przyczyn niepowodzenia upatrywał w przyłączeniu się Giełdy Lizbońskiej do Euronext-u. Ku pokrzepieniu Portugalczyków, jak się wydaje, dowodził też, że jeszcze gorszy los spotkał rynek grecki. Artykuł budzi konsternację. Dlaczego? Grecja wszak nie przyłączyła się do Euronext-u. Wniosek nasuwa się sam. Globalne procesy ekonomiczne dotyczą, tak jak fala tsunami, małych rynków, które niewiele mogą zrobić. O tym warto pamiętać. O sile procesu zwanego globalizacją.

W efekcie konsolidacji giełd w Europie duzi inwestorzy wolą kupować duże spółki i wolą działać na dużych rynkach. Nie lubią małych rynków. Czy Polska może stać się dużym rynkiem? Strategia dotycząca przyszłości nie została jeszcze przesądzona. Ciągle do wyboru są dwa

warianty – przyłączenie się do dużego rynku lub próba uczynienia z polskiej giełdy dużego rynku.

## 2. Ewolucja giełdy

Giełda jako instytucja ewoluowała od instytucji typu klub do firmy konkurencyjnej, a ostatnio nawet spółki publicznej. W 2001 r. trzy największe giełdy europejskie: Londyn, Euronext i Frankfurt stały się spółkami publicznymi notowanymi na własnych giełdach. Warto też odnotować, że nie bez powodu w 2002 r. nie było publicznej oferty żadnej giełdy. W 2003 r. tylko giełda w Madrycie ogłosiła chęć złożenia oferty publicznej. Czy się jej uda? Trudno wyrokować.

Wydaje się, że warto byłoby przedyskutować, czy giełda, jako spółka publiczna, będzie powszechniającym się modelem, czy też jest to jedynie fenomen późnej fazy hossy internetowej.

Analiza zmian struktury instytucjonalnej europejskiego rynku kapitałowego wskazuje, że w przyszłości nie będzie to monocentryczny model rynku. Raczej nie będzie tylko jednej giełdy europejskiej, a co najmniej trzy, a może cztery główne sieci. Faktem jest, że obserwujemy wchodzenie giełd w sojusze i fuzje, takie same procesy dotyczą instytucji rozliczeniowych.

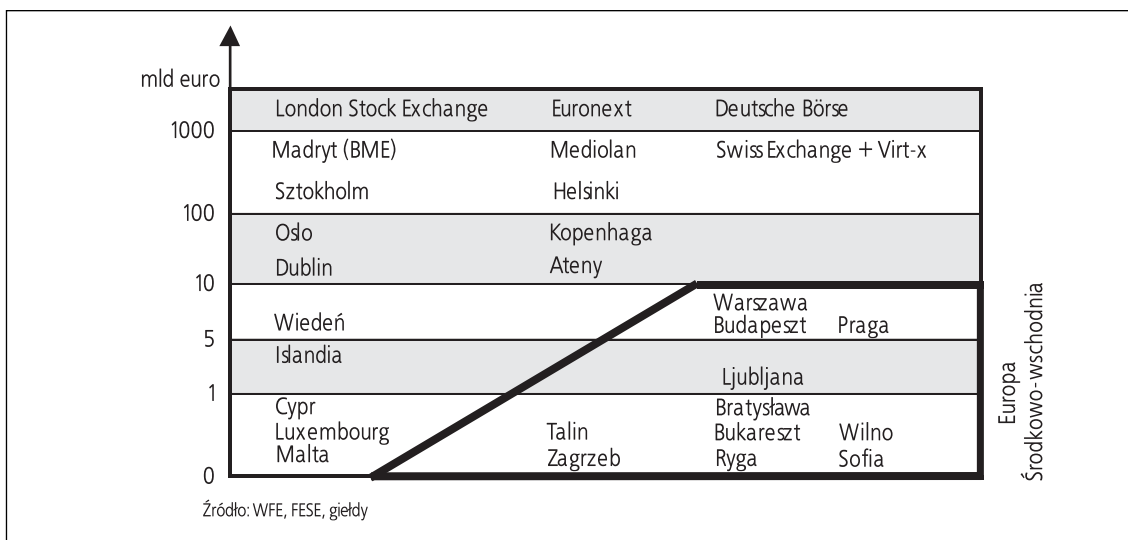
Następną czekającą na rozstrzygnięcie kwestią jest określenie podmiotu, który w przyszłości bę-

dzie prowadził obrót akcjami. Nie wiadomo, czy to głównie będą giełdy, czy też może banki albo inni operatorzy. Niewątpliwie groźba marginalizacji małych rynków i małych spółek jest realna. Jak duże będzie to zagrożenie, zależy od dużych spółek i dużych inwestorów. Na ich decyzje można oczywiście wpływać, przynajmniej usiłować, ale ich autonomia w podejmowaniu decyzji jest wyraźna. Jeśli nawet dla własnej wygody będą chcieli inwestować jedynie w duże spółki, to ci, którzy nie mają dużych spółek, a w Polsce właściwie ich nie mamy, będą musieli zastanowić się jak zachęcić in-

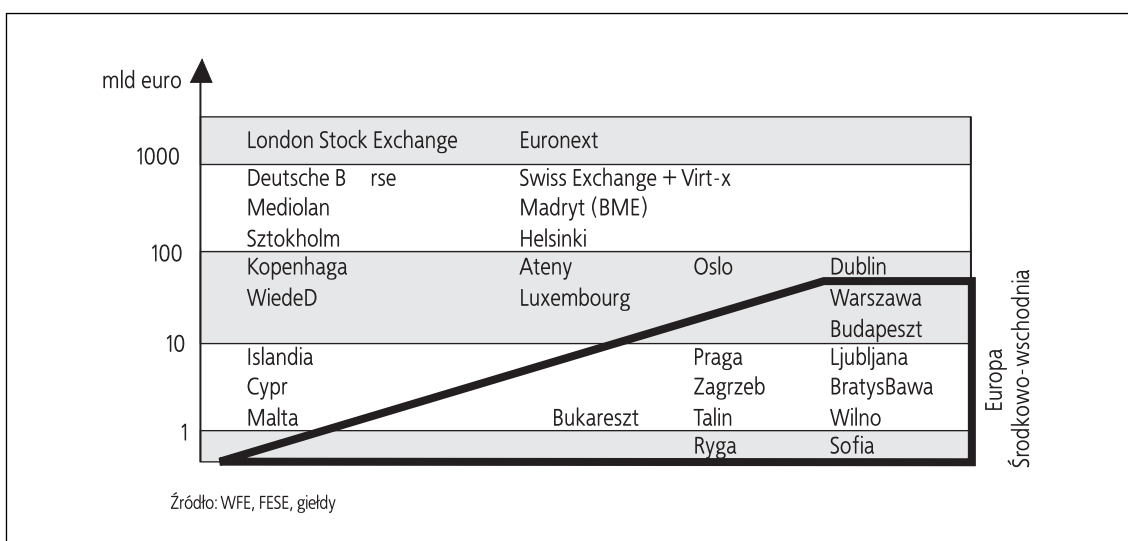
westorów. Łatwo powiedzieć: przekształćmy GPW w giełdę spółek wzrostowych, trudniej zrealizować, bo skąd wziąć spółki wzrostowe?

Wykres 1 wskazuje jak duże różnice są w wielkości europejskich giełd. GPW jest w środkowej klasie. Jest giełdą raczej małą. Jednak tych naprawdę małych jest wiele więcej, między innymi znajduje się wśród nich giełda w Luksemburgu, która w ogóle nie obraca akcjami, a jedynie funduszami i obligacjami. Rynek luksemburski nie przystaje więc do rynku polskiego. Trudno znaleźć analogie. Ogromna jest różnica pomiędzy proce-

**Wykres 1. Klasyfikacja europejskich rynków giełdowych – 2002 wg obrotów akcjami w mld euro**



**Wykres 2. Klasyfikacja europejskich rynków giełdowych – 2002 wg kapitalizacji spółek krajowych w mld euro**

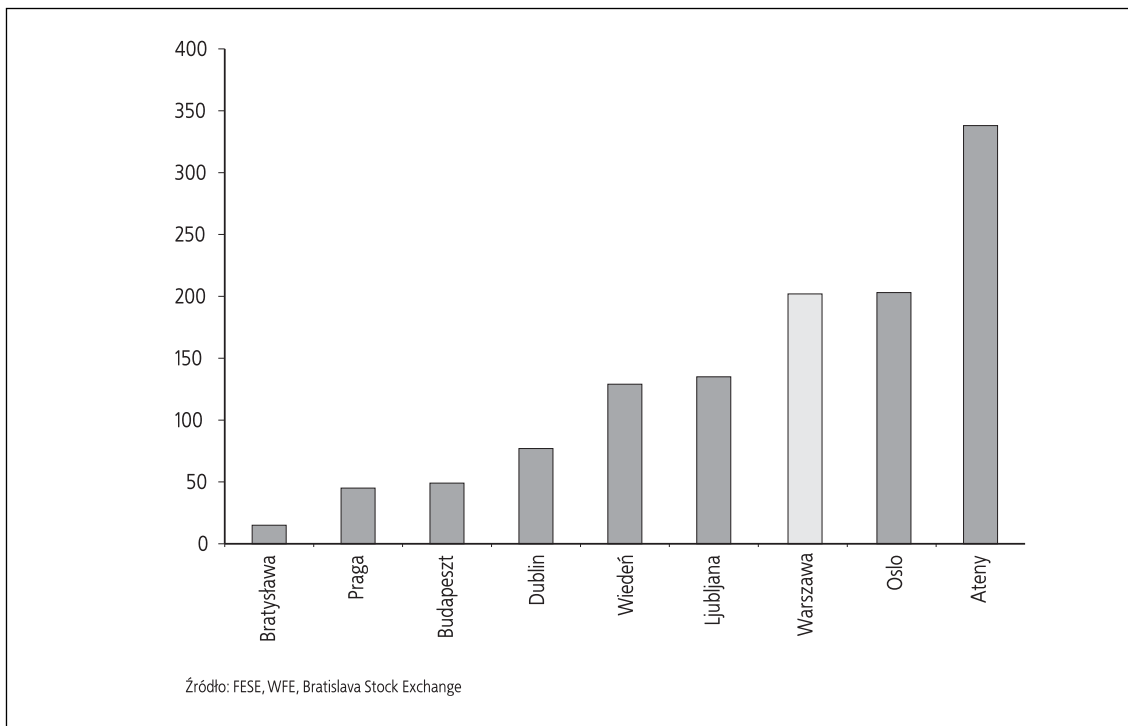


sem dopuszczania spółki na obie giełdy. W Luksemburgu wystarczy nawet 48 godzin, aby ten proces sfinalizować. Pamiętajmy jednak, że dopuszczenie emisji obligacji znanego międzynarodowego emitenta nie może być równoważne z dopuszczeniem na giełdę nowej spółki. Giełda w Luksemburgu w żadnym przypadku nie dopuści nie

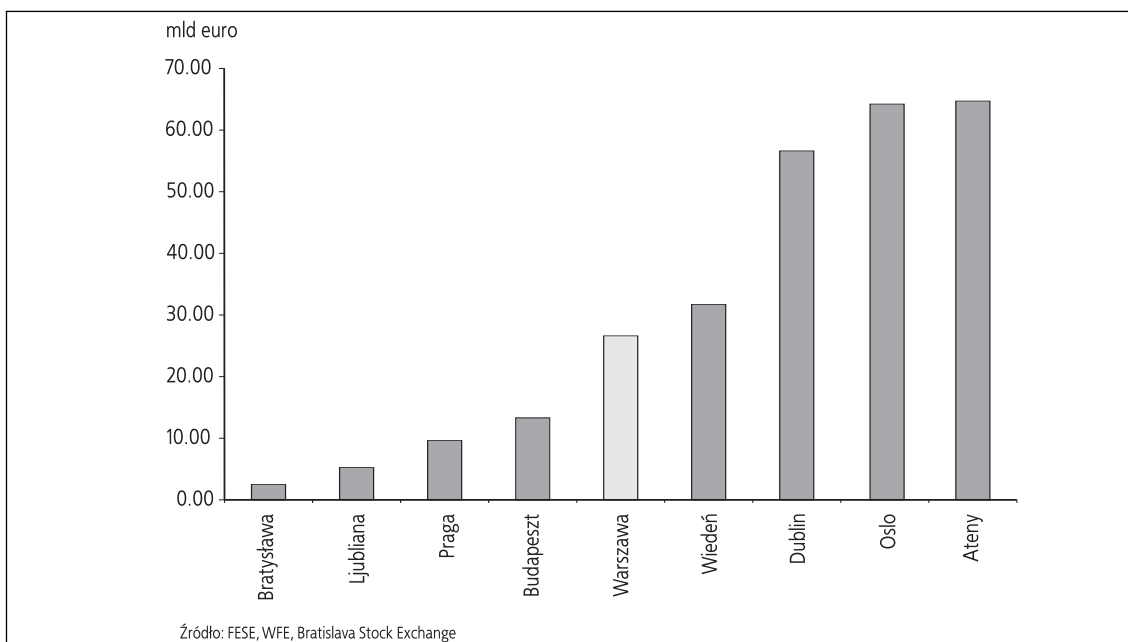
tylko w ciągu 48 godzin, ale nawet w ciągu kilku dni akcji nowej spółki.

Giełdy Europy Środkowo-Wschodniej, co wskazuje wykres 2, zaliczane są do klasy małych europejskich giełd. Jedynie Warszawie i Budapesztowi udało się wejść, i to na niskim poziomie, do trzeciej klasy giełd europejskich.

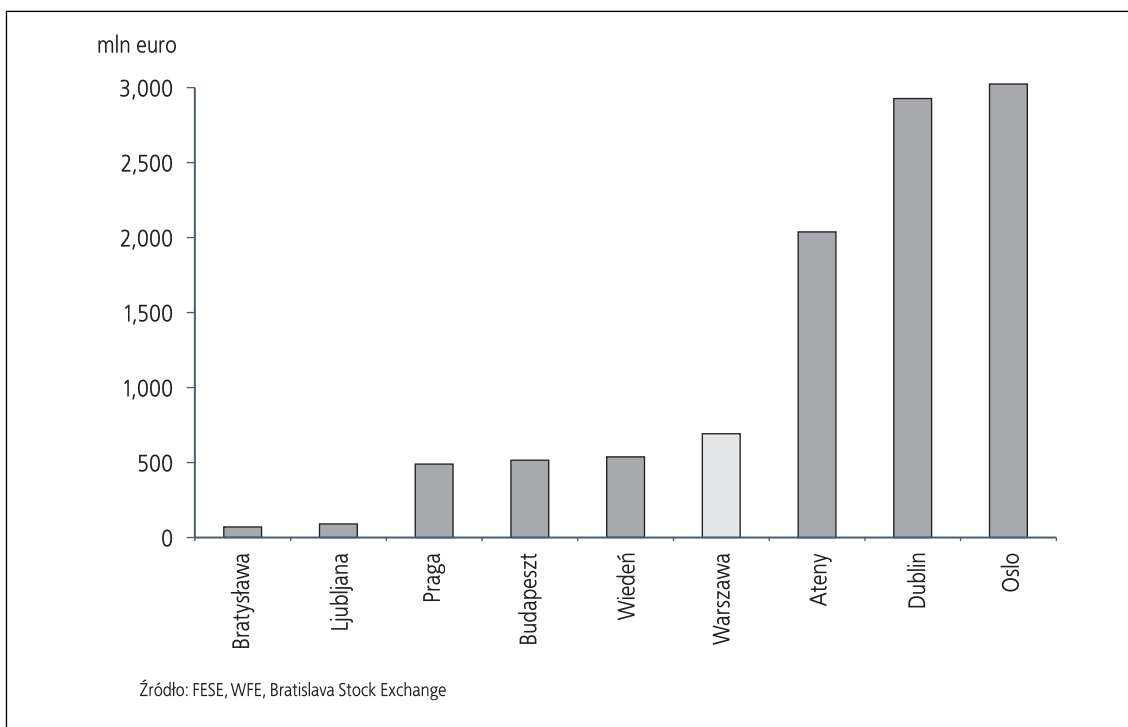
**Wykres 3. GPW na tle wybranych giełd europejskich. Liczba notowanych spółek 2002**



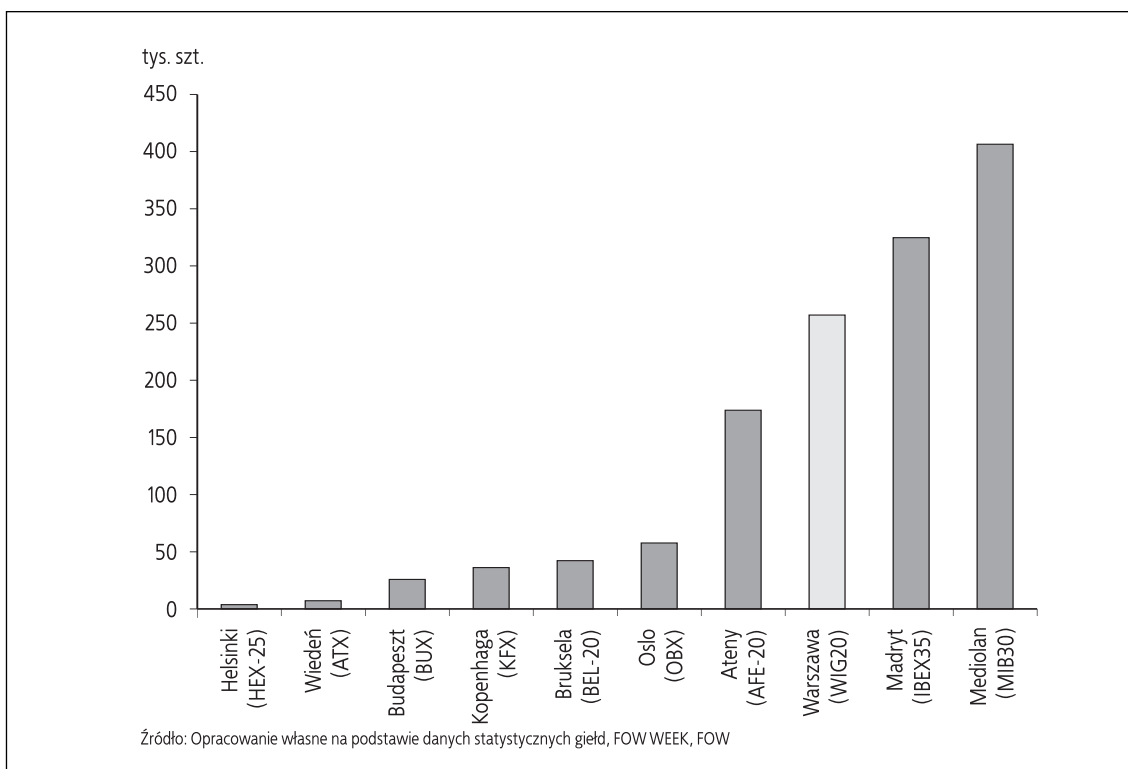
**Wykres 4. GPW na tle wybranych giełd europejskich. Kapitalizacja 2002**



**Wykres 5. GPW na tle wybranych giełd europejskich. Średnie miesięczne obroty akcjami 2002**



**Wykres 6. GPW na tle wybranych giełd europejskich. Miesięczny wolumen obrotu kontraktami terminowymi na indeksy 2002**



Giełda warszawska zajmuje bardzo dobre miejsce pod względem kontraktów terminowych na indeks tzw. index futures. Pod tym względem GPW jest siódmą giełdą w Europie (wykresy 3–6). Jest

to wielki sukces polskiego rynku, zwłaszcza że wypracowany głównie przez indywidualnych inwestorów warszawskiej giełdy.

---

### 3. Marginalizacja głównym zagrożeniem dla GPW

Główne zagrożenia dla warszawskiej GPW są dwójakiego rodzaju. Tendencje międzynarodowe: wysysanie największych spółek i przyciąganie największych inwestorów przez wiodące rynki europejskie oraz sprowadzanie GPW do roli lokalnego rynku dla małych spółek należy zaliczyć do zagrożeń zewnętrznych. Wśród wewnętrznych czynników wynikających z osłabienia polskiego rynku kapitałowego należy wymienić: wzmocnienie tendencji do przenoszenia się spółek i inwestorów na rynki zewnętrzne oraz zanik względnych korzyści i przewag krajowego rynku wobec rynków zagranicznych.

Część specjalistów, w tym i paneliści niniejszego seminarium, uważają, że los polskiego rynku kapitałowego zależy od decyzji warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych. Oczywiście menedżerowie giełdy bardzo chcieliby, aby tak było, ale w rzeczywistości o przyszłości rynku zadecyduje konkurencyjność polskich spółek.

Oprócz niskiej konkurencyjności polskich spółek do potencjalnych wewnętrznych zagrożeń rozwoju GPW należy zaliczyć również: wyczerpujące się zasoby ofert publicznych i zmniejszający się dopływ spółek; słabość systemowych rozwiązań zachęcających do inwestowania w papiery wartościowe oraz niską skuteczność systemu sankcji za przestępstwa na rynku kapitałowym.

Giełda w niewielkim stopniu ma wpływ na tę konkurencyjność. Jeżeli konkurencyjność polskich spółek będzie tak słaba jak obecnie, to możemy o planach rozwojowych zapomnieć. Żaden rynek, choćby nie wiadomo co robił, nie będzie stawał się mocnym rynkiem, jeśli spółki nie są mocne.

Wyjątkiem jest giełda w Luksemburgu, która wyspecjalizowała się w obrocie zagranicznymi papierami, głównie obligacjami i funduszami inwestycyjnymi. Jeśli taka specjalizacja udałaby się warszawskiej giełdzie, to rzeczywiście polski rynek kapitałowy ma szansę rozwoju. Pamiętajmy jednak

o sile polskich i luksemburskich banków. Pamiętajmy, że wiele krajów próbowało naśladować Luksemburg i żadnemu się nie udało. Sukces Luksemburga wynika z wielu przyczyn - sprzyjająca infrastruktura rządowa i finansowa, być może również położenie geograficzne. Dowolne miasto, które chce się stać finansowym centrum regionalnym, musi spełnić liczne warunki.

W Polsce radykalnemu skróceniu musiałby ulec czas podejmowania decyzji. Giełda warszawska jest tylko jednym z pięćdziesięciu podmiotów, który musiałby się bardzo starać, aby powtórzyć sukces Luksemburga. Jeśli będzie taka inicjatywa, giełda na pewno ją aktywnie poprze. Przedsięwzięcie wymaga jednak zaangażowania wielu osób. Przykładem jak trudna jest mobilizacja w Polsce wokół realizacji dużego projektu jest nawoływanie co najmniej od ośmiu lat do naśladownictwa rozwiązań gospodarczych Irlandii – tworzenia stref przemysłowych, centrów finansowych itp. Żaden z dotychczasowych rządów nic nie przedsięwziął w tej sprawie. Plan, nawet najlepszy, sam się nie zrealizuje, bo wymaga przyjęcia programu działania, harmonogramu, wyznaczenia osób odpowiedzialnych. Organizacja centrum finansowego na wzór Luksemburga, jak się wydaje, jest ponad siły uczestników rynku kapitałowego. Wymaga bowiem silnego i sprawnego wsparcia rządowego, bez którego przedsięwzięcie jest nierealne. Deklaracje rządowe, a było ich wiele, i artykuły w prasie sprawy nie załatwiają. Wydaje się, że wszystkie kwestie dotyczące infrastruktury rynku kapitałowego są drugo- albo trzeciorzędne w stosunku do głównego motoru rynku, czyli spółek. Jeśli nie będą one produkować zysku i wartości dla akcjonariuszy, to nawet zmasowane działania giełdy, KDPW, domów maklerskich niewiele pomogą. Herbata bez dodatku cukru nie będzie słodka chociaż długo i szybko będziemy ją mieszać.

Giełda stara się wspierać konkurencyjność polskich spółek poprzez propagowanie ładu korporacyjnego.

---

## 4. Przyszłość lokalnych giełd

Niewątpliwie do czynników determinujących przyszłość lokalnych giełd papierów wartościowych należy zaliczyć: potencjał krajowej gospodarki; efektywność krajowego rynku papierów wartościowych; krajowe regulacje prawne (prawo o obrocie papierami wartościowymi, prawo spółek, opodatkowanie); politykę rządu; preferencje krajowych inwestorów i emitentów; koszty krajowej infrastruktury rynku kapitałowego (giełda i depozyt); sposoby konsolidacji krajowych pośredników.

Każdy z tych czynników ma znaczenie. Wydaje się, że na szczęście w Polsce mamy jeszcze wystarczającą masę krytyczną. Natomiast, co widać na podstawie światowych tendencji, ciągle podwyższa się skala minimalnej masy krytycznej. Przykładowo, w Skandynawii coraz głośniej i częściej mówi się, że inicjatywa Norex-u jest spóźniona, bo skala minimalnie akceptowalnej giełdy przez inwestorów zagranicznych już jest wyższa niż kilka lat temu, kiedy tworzone Norex, zwłaszcza że nadal kwestie depozytowo-rozliczeniowe nie zostały tam rozwiązane; nadal kilka depozytów działa niezależnie. Z obserwacji dynamiki sytuacji w Europie widać, że skala działalności akceptowana przez inwestorów coraz bardziej się powiększa. Warto więc zastanowić się, czy rozmiar ewentualnej giełdy budapeszteńsko-warszawskiej, czy nawet środkowoeuropejskiej będzie wystarczający dla inwestorów zagranicznych. GPW jest małą giełdą europejską. Połączenie giełd w Warszawie i Budapeszcie zwiększyłoby kapitalizację o 1/3, połączone giełdy wszystkich krajów grupy wyszehradzkiej dałyby giełdę dwa razy większą niż dzisiejsza GPW – dla porównania, giełda we Frankfurcie jest 50 razy większa od warszawskiej. Pytanie, czy giełda jedynie dwa razy większa niż obecnie GPW zachęci inwestorów nie wydaje się więc bezzasadne.

Gdyby chociaż proces łączenia był łatwy i prosty, to zarząd giełdy na pewno nie zastanawiałby się ani chwili nad przedsięwzięciem. Jednak jak poka-

zały doświadczenia innych giełd, nie jest to przedsięwzięcie łatwe. Wątpliwe wydaje się angażowanie w proces trudny i kosztowny, którego końcowy efekt jest niepewny. Przeważa bowiem teza, że inwestorzy nie wykażą zainteresowania połączonymi giełdami, bo i tak będziemy dla nich za mali.

### Strategia małych i średnich giełd – podejście modelowe

k samodzielne funkcjonowanie na rynku  
k uczestnictwo w platformie regionalnej  
k indywidualny alians z dużym partnerem  
k wspólne połączenie kilku giełd z dużym partnerem  
k pytanie podstawowe

– Czy małe giełdy mają szansę na wejście do „wyższej ligi”?

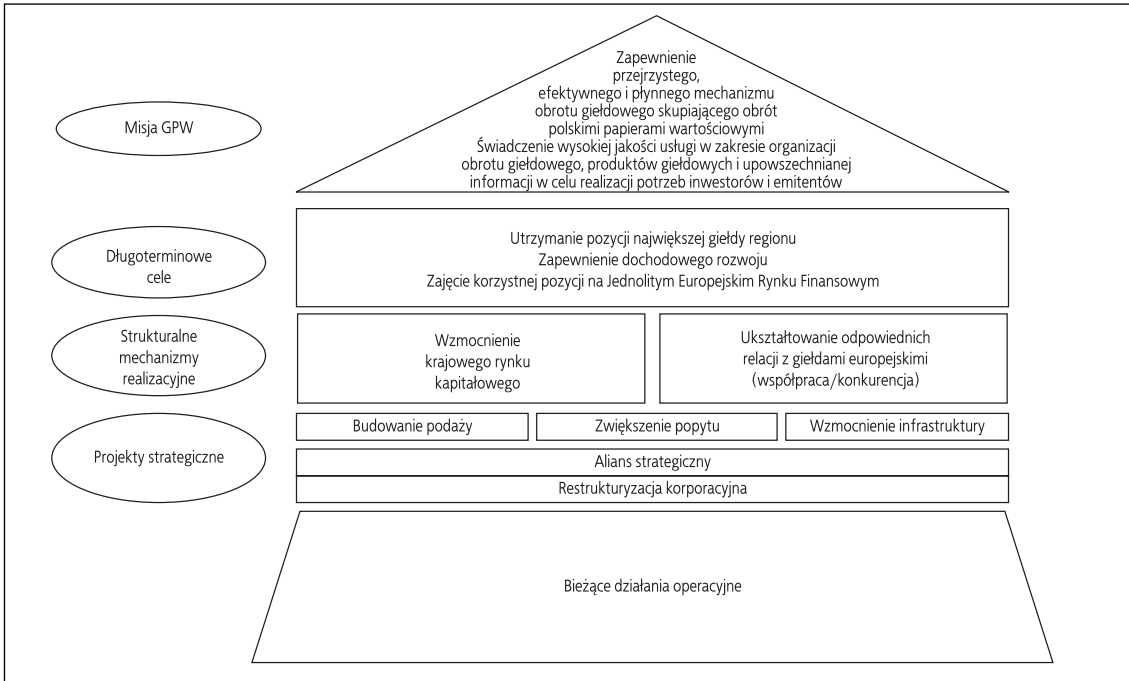
## 5. Strategia GPW

Podstawowym celem strategicznym GPW jest przeciwstawienie się zagrożeniom wynikającym ze zwiększającej się konkurencyjności otoczenia zewnętrznego. Zadania strategiczne GPW obejmują kilkanaście inicjatyw strategicznych oraz trzy zadania kompleksowe stanowiące fundamenty realizacji strategii, tj. sojusz strategiczny, prywatyzację i restrukturyzację GPW

Do prawidłowej realizacji inicjatyw strategicznych niezbędna jest współpraca głównych instytucji rynku kapitałowego. Stanowi ona czynnik decydujący o powodzeniu przedsięwzięć, zwłaszcza tych, których realizacja zależy nie tylko od działań podejmowanych przez GPW. Giełda liczy w tym zakresie na konstruktywne współdziałanie instytucji środowiskowych oraz struktur parlamentarnych i instytucji rządowych.

Inicjatywy strategiczne dotyczą budowania podaży, zwiększania popytu, wzmocnienia infrastruktury.

**Wykres 7. Architektura strategii GPW**



Najważniejszym elementem powyższego wykresu są strukturalne mechanizmy realizacyjne, ponieważ dotyczą one zarówno wzmocnienia krajowego rynku jak i ukształtowania odpowiednich relacji z europejskimi giełdami tzw. pozycjonowanie (współpraca, fuzje, sojusze z jednymi, z innymi – konkurencja). Zarząd giełdy oczekuje na dyskusję wszystkich uczestników o spozycjonowaniu warszawskiej giełdy, rynku kapitałowego w przyszłej Europie. Trzeba być przygotowanym nie tylko na wejście, ale i na funkcjonowanie w Unii Europejskiej.

Wyraźnie trzeba podkreślić, że wzmocnienie krajowego rynku jest ważne jako cel sam w sobie i jako budowanie pozycji przetargowej przyszłych aliansów. Wzmocnić rynek można poprzez zwiększenie liczby notowanych spółek i szersze stosowanie ładu korporacyjnego. Kolejnym zadaniem jest wypracowanie pozycji GPW na europejskim jednolitym rynku finansowym w procesie integracji Polski z Unią Europejską. Wydaje się, że jednocześnie trzeba poszukiwać korzystnego aliansu z europejskim partnerem i budować bliskie kontakty z giełdami Europy Środkowej i Wschodniej. Pamiętać przy tym trzeba, że GPW nie otrzymała żadnej oferty od ewentualnego eu-

ropejskiego partnera, co więcej środowisko rynku nie wyraziło nawet zgody na formalne zapytanie potencjalnych konkurentów o propozycje dla warszawskiej giełdy. Zarząd GPW będzie dążył do sporządzenia formalnego zapytania skierowanego do giełd europejskich (Londyn, Euronext, Deutsche Börse i fiński Hex) czy mają jakieś plany w stosunku do warszawskiej giełdy. Dopiero na podstawie otrzymanych odpowiedzi można wnioskować o atrakcyjności ofert. Przy czym pamiętać należy, że środowisko rynku nie ma jednolitego stanowiska nawet w kwestii wystosowania oficjalnego zapytania. Część uczestników, co znalazło odzwierciedlenie na dzisiejszym seminarium, z góry przesądza, że inwestor strategiczny jest niekorzystny dla GPW, sugerując, że prywatyzację powinny przeprowadzić krajowe domy maklerskie. Taki model prywatyzacji odchodzi w przeszłość. Być może powróci. Model: giełda własnością swoich członków obowiązywał kilka lat temu w Europie i w zasadzie został odrzucony, ponieważ bardzo często dochodziło do konfliktu interesów, kiedy domy maklerskie musiały decydować, co ważniejsze – interes giełdy czy ich własny. Żeby giełda mogła konkurować na



---

międzynarodowym rynku, nie może mieć tego typu obciążeń.

Zarząd giełdy nie odrzuca tego rozwiązania. Nic nie ma przeciwko temu, żeby domy maklerskie przejęły część akcji giełdy. Pytanie, na które nikt nie odpowiedział od dziesięciu lat (wtedy domy maklerskie wysunęły postulat udziału w giełdzie), dotyczy formy tego przewłaszczenia. Na pewno jedyną przeszkodą nie jest stanowisko Ministerstwa Skarbu.

Niezwykle ważnym czynnikiem rozwoju rynku kapitałowego jest wsparcie ze strony państwa. Składa się na to: polityka podatkowa, regulacje dotyczące funduszy emerytalnych, instytucjonalizacja interesów rynku kapitałowych, rynek kapita-

łowy w roli narzędzia wspierającego politykę gospodarczą oraz edukacja w zakresie kultury inwestowania i pozyskiwania środków przez rynek kapitałowy.

Polski rynek kapitałowy jest o krok od wejścia na jednolity rynek europejski. Niewiele czasu zostało na podjęcie strategicznych decyzji o przyszłości polskiego rynku przez jego uczestników i interesariuszy.

---

Autor jest prezesem Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie

# ZESZYTY BRE BANK-CASE

---

- 1 Absorpcja kredytów i pomocy zagranicznej w Polsce w latach 1989-1992
  - 2 Absorpcja zagranicznych kredytów inwestycyjnych w Polsce z perspektywy pożyczkodawców i pożyczkobiorców
  - 3 Rozliczenia dewizowe z Rosją i innymi republikami b. ZSRR. Stan obecny i perspektywy
  - 4 Rynkowe mechanizmy racjonalizacji użytkowania energii
  - 5 Restrukturyzacja finansowa polskich przedsiębiorstw i banków
  - 6 Sposoby finansowania inwestycji w telekomunikacji
  - 7 Informacje o bankach. Możliwości zastosowania ratingu
  - 8 Gospodarka Polski w latach 1990 – 92. Pomiary a rzeczywistość
  - 9 Restrukturyzacja finansowa przedsiębiorstw i banków
  - 10 Wycena ryzyka finansowego
  - 11 Majątek trwały jako zabezpieczenie kredytowe
  - 12 Polska droga restrukturyzacji złych kredytów
  - 13 Prywatyzacja sektora bankowego w Polsce - stan obecny i perspektywy
  - 14 Etyka biznesu
  - 15 Perspektywy bankowości inwestycyjnej w Polsce
  - 16 Restrukturyzacja finansowa przedsiębiorstw i portfeli trudnych kredytów banków komercyjnych (podsumowanie skutków ustawy o restrukturyzacji)
  - 17 Fundusze inwestycyjne jako instrument kreowania rynku finansowego w Polsce
  - 18 Dług publiczny
  - 19 Papiery wartościowe i derywaty. Procesy sekurytyzacji
  - 20 Obrót wierzytelnościami
  - 21 Rynek finansowy i kapitałowy w Polsce a regulacje Unii Europejskiej
  - 22 Nadzór właścicielski i nadzór bankowy
  - 23 Sanacja banków
  - 24 Banki zagraniczne w Polsce a konkurencja w sektorze finansowym
  - 25 Finansowanie projektów ekologicznych
  - 26 Instrumenty dłużne na polskim rynku
  - 27 Obligacje gmin
  - 28 Sposoby zabezpieczania się przed ryzykiem niewypłacalności kontrahentów
  - Wydanie specjalne Jak dokończyć prywatyzację banków w Polsce
  - 29 Jak rozwiązać problem finansowania budownictwa mieszkaniowego
  - 30 Scenariusze rozwoju sektora bankowego w Polsce
  - 31 Mieszkalnictwo jako problem lokalny
  - 32 Doświadczenia w restrukturyzacji i prywatyzacji przedsiębiorstw w krajach Europy Środkowej
  - 33 (nie ukazał się)
-

# ZESZYTY BRE BANK-CASE

---

- 34 Rynek inwestycji energooszczędnych

---

- 35 Globalizacja rynków finansowych

---

- 36 Kryzysy na rynkach finansowych – skutki dla gospodarki polskiej

---

- 37 Przygotowanie polskiego systemu bankowego do liberalizacji rynków kapitałowych

---

- 38 Docelowy model bankowości spółdzielczej

---

- 39 Czy komercyjna instytucja finansowa może skutecznie realizować politykę gospodarczą państwa?

---

- 40 Perspektywy gospodarki światowej i polskiej po kryzysie rosyjskim

---

- 41 Jaka reforma podatkowa jest potrzebna dla szybkiego wzrostu gospodarczego?

---

- 42 Fundusze inwestycyjne na polskim rynku – znaczenie i tendencje rozwoju

---

- 43 Strategia walki z korupcją – teoria i praktyka

---

- 44 Kiedy koniec złotego?

---

- 45 Fuzje i przejęcia bankowe

---

- 46 Budżet 2000

---

- 47 Perspektywy gospodarki rosyjskiej po kryzysie i wyborach

---

- 48 Znaczenie kapitału zagranicznego dla polskiej gospodarki

---

- 49 Pierwszy rok sfery euro – doświadczenia i perspektywy

---

- 50 Finansowanie dużych przedsięwzięć o strategicznym znaczeniu dla polskiej gospodarki

---

- 51 Finansowanie budownictwa mieszkaniowego

---

- 52 Rozwój i restrukturyzacja sektora bankowego w Polsce – doświadczenia 11 lat

---

- 53 Dlaczego Niemcy boją się rozszerzenia strefy euro?

---

- 54 Doświadczenia i perspektywy rozwoju sektora finansowego w Europie Środkowo-Wschodniej

---

- 55 Portugalskie doświadczenia w restrukturyzacji i prywatyzacji banków

---

- 56 Czy warto liczyć inflację bazową?

---

- 57 Nowy system emerytalny w Polsce – wpływ na krótko- i długoterminowe perspektywy gospodarki i rynków finansowych

---

- 58 Wpływ światowej recesji na polską gospodarkę

---

- 59 Strategia bezpośrednich celów inflacyjnych w Ameryce Łacińskiej

---

- 59/a Reformy gospodarcze w Ameryce Łacińskiej

---

- 60 (nie ukazał się)

---

- 61 Stan sektora bankowego w gospodarkach wschodzących – znaczenie prywatyzacji

---

- 62 Rola inwestycji zagranicznych w gospodarce

---

- 63 Rola sektora nieruchomości w wydajnej realokacji zasobów przestrzennych

---

- 64 Przyszłość warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych

---