

# 1. Giełda papierów wartościowych

## 1.1. Pojęcie giełdy oraz przedstawienie jej organów

Podstawowym elementem rynku kapitałowego, charakterystycznym dla rozwiniętych gospodarek rynkowych, jest giełda papierów wartościowych (polska nazwa giełda wywodzi się od niemieckiego słowa die Gilde, które oznaczało cech kupiecki, zrzeszenie<sup>1</sup>). Największy wpływ na tak istotne znaczenie giełdy na regulowanym rynku wtórnym papierów wartościowych ma wolumen zawieranych na niej transakcji oraz jakość spółek na niej obecnych (z rynkiem pierwotnym mamy do czynienia, gdy inwestor nabywa akcje lub inne papiery wartościowe bezpośrednio od ich emitenta, z wtórnym natomiast, gdy nabyte papiery wartościowe na rynku pierwotnym odsprzedawane są przez inwestora na giełdzie).<sup>2</sup>

Choć jej instytucja znana jest od dawna (pierwsze powstały już w XVI w.), to nie doczekała się w literaturze jednoznacznej **definicji**. A. Dorosz i M. Puławski określają **giełdę papierów wartościowych** jako „regularne, odbywające się w określonym czasie i miejscu, podporządkowane określonym normom i zasadom, spotkania osób pragnących zawrzeć umowę kupna-sprzedaży oraz osób pośredniczących w zawieraniu transakcji, których przedmiot stanowią zamienne papiery wartościowe, przy czym ceny owych transakcji ustalone są na podstawie układu podaży i popytu, a następnie podawane do wiadomości publicznej.”<sup>3</sup> Według J. Zajdy giełda papierów wartościowych jest „rynkiem abstrakcyjnym”, na którym przedmiotem transakcji są określone ich typy i z tego powodu

---

<sup>1</sup> J. Zieleniewski, S. Szczypiorski, *Zasady organizacji i techniki handlu zagranicznego*, PWE, Warszawa 1963, s. 496.

<sup>2</sup> D. Dziawgo, *Stowarzyszenia indywidualnych inwestorów i kluby inwestycyjne na rynku papierów wartościowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń 2004, s. 40.

<sup>3</sup> A. Dorosz, M. Puławski, *Giełdy pieniężne*, [w:] W. Januszewicz (red.), *Giełdy w gospodarce światowej*, PWE, Warszawa 1991, s. 120.

jest ona „zespołem cząstkowych rynków specjalistycznych w zakresie papierów wartościowych mających tę własność, że mogą być wzajemnie zamienione.”<sup>4</sup>

W. Dębski zwraca uwagę na fakt, że definicje giełdy papierów wartościowych zawierają kilka podstawowych, powtarzających się cech<sup>5</sup>, tj.:

- a. obrót giełdowy oparty na uregulowaniach formalnoprawnych (instytucjonalna forma obrotu giełdowego),
- b. stałe miejsce i czas zawierania transakcji, odbywających się w kręgu ściśle wyznaczonych podmiotów oraz brak konieczności pokazywania przedmiotu transakcji w naturze,
- c. jednorodność przedmiotu zawieranych transakcji.

Do najważniejszych **funkcji giełdy** należy mobilizacja, alokacja, transformacja i wycena kapitału. Mobilizacja oznacza gromadzenie kapitału, alokacja jest przeniesieniem kapitału od podmiotów, które mają jego nadwyżkę do tych, które go potrzebują, tj. od inwestora do emitenta. Poprzez transformację rozumieć należy zamianę kapitału pieniężnego na rzeczowy i odwrotnie. Wycena kapitału powinna ukazywać rzeczywistą sytuację finansowo-ekonomiczną emitenta. Kursy akcji dobrych firm powinny być notowane wysoko, złych – nisko.<sup>6</sup>

Aby giełda funkcjonowała prawidłowo musi zostać spełnionych kilka **warunków**, do których „można zaliczyć:

- a. poziom popytu i podaży,
- b. zasoby finansowe pozostające w dyspozycji uczestników rynku,
- c. ilość papierów wartościowych pozostającą w wolnym obrocie,
- d. zaufanie do odpowiednich instytucji rynku kapitałowego,
- e. częstotliwość notowań,
- f. konkurencję w zakresie pośrednictwa w handlu papierami wartościowymi.”<sup>7</sup>

Na świecie mamy do czynienia z dwoma sposobami organizacji giełdy papierów wartościowych. Pierwszy tzw. model amerykański, występuje m.in. w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii. Charakteryzuje się tym, że powołują ją podmioty

---

<sup>4</sup> J. Zajda, *Systemy bankowe w gospodarce kapitalistycznej*, PWE, Warszawa 1974, s. 39.

<sup>5</sup> W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, PWN, Warszawa 2001, s. 123-124.

<sup>6</sup> W. Tarczyński, *Rynki kapitałowe. Metody ilościowe*, Placet, Warszawa 1997, s. 18.

<sup>7</sup> D. Dziawgo, op. cit., s. 41.

zainteresowane stworzeniem rynku papierów wartościowych. Tworzą ją domy maklerskie i najczęściej to one nimi potem zarządzają zgodnie z przepisami prawa handlowego i cywilnego.<sup>8</sup>

O ile według pierwszego sposobu giełda jest instytucją niezależną od państwa, które sprawuje tylko pośredni nadzór, nie interesuje się natomiast lokalizacją, liczbą giełd, jej regulaminami i statusami, o tyle w drugim, zwanym modelem niemieckim, to organ państwowy udziela odpowiedniego zezwolenia na powstanie giełdy i bezpośrednio ją kontroluje.<sup>9</sup> Za przykład może posłużyć tutaj Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, działająca w oparciu o ustawy: Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych ("ustawa o ofercie i spółkach"); Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi ("ustawa o obrocie"); Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym ("ustawa o nadzorze").

Aby giełda mogła normalnie funkcjonować, istnieć musi jej kilka podstawowych elementów, niezależnych od modelu giełdy. Według W. Dębskiego są to<sup>10</sup>:

- a. regulaminy, które określają warunki zawierania transakcji;
- b. sprawujący kontrolę przestrzegania regulaminu tj. zarząd giełdy oraz wyspecjalizowane agendy;
- c. wystarczające wyposażenie materialne.

Pierwszy z elementów zawiera postanowienia dotyczące zakresu działania, nadzoru i zarządzania giełdy, obowiązków organów zarządzających oraz ich składu, zasad dopuszczania papierów wartościowych i uczestników giełdy do udziału w niej, warunków ustalania kursów walorów oraz funkcjonowania sądu honorowego i rozjemczego.<sup>11</sup>

W skład **organów giełdy** wchodzi zarząd giełdy, komisja dopuszczeniowa, izba maklerów, sąd rozjemczy i honorowy oraz izba rozrachunkowa.<sup>12</sup> Każdy z nich pełni odrębne, istotne funkcje. Zarząd reguluje obrót giełdowy, ustala wysokość opłat giełdowych oraz zasady dopuszczenia osób do jej obrotów. Odpowiada też za finanse i

---

<sup>8</sup> W. Dębski, op. cit., s. 123-124.

<sup>9</sup> j. w.

<sup>10</sup> W. Dębski, op. cit., s. 124.

<sup>11</sup> j. w.

<sup>12</sup> S. Jankowski, op. cit., s. 322-323.

utrzymanie ustalonego porządku w pomieszczeniach giełdy. W przypadku spornych kwestii podczas zawierania transakcji giełdowych to także zarząd ma decydujące zdanie.<sup>13</sup>

Komisja dopuszczeniowa decyduje, czy dany walor może zostać dopuszczony do publicznego obrotu.<sup>14</sup> Decyzja ta zapada bez względu na to, jaka jest atrakcyjność inwestycyjna przedsiębiorstwa oraz jakie są wyniki finansowe spółki. Zadaniem komisji jest ocena, czy spółka ujawniła wszystkie niezbędne dane. Odpowiedzialność za ich prawdziwość i rzetelność spada na emitenta i osoby, które sporządziły prospekt.<sup>15</sup>

Maklerów reprezentuje izba maklerów. Pełni ona w stosunku do nich funkcję organizacyjno-kontrolną. Rozdziela ona między nich prace, rozstrzyga zaistniałe między nimi spory. Maklerzy są pod ciągłą kontrolą izby. Zadaniem sądu rozjemczego i honorowego jest pomoc przy rozstrzyganiu sporów zaistniałych podczas przeprowadzania transakcji. To on ma dopilnować, żeby osoba, która postępuje wbrew ogólnie przyjętym zasadom na giełdzie oraz łamie normy etyczne, poniosła za swój czyn odpowiednie konsekwencje.<sup>16</sup>

Izba rozrachunkowa dokonuje rozliczeń wynikających z zawartych transakcji na giełdzie. Istnienie izby rozrachunkowej jest gwarancją przeprowadzenia wszystkich transakcji. Na wyposażenie materialne giełdy składają się parkiet giełdy (miejsce transakcji odbywających się w czasie sesji oraz tablice informujące o aktualnej wartości walorów), a także pomieszczenia pomocnicze zarządu i urządzenia łącznościowe.<sup>17</sup>

## 1.2. Uczestnicy giełdy

Uczestnikami giełdy są osoby pracujące na niej. Nie istnieje jak do tej pory uniwersalny model organizacyjny giełdy, gdyż próby unifikacji przepisów w skali międzynarodowej nie zostały dotychczas podjęte.<sup>18</sup>

Można zgodzić się z podziałem W. Dębskiego, który uczestników giełdy dzieli na cztery główne grupy. Według niego w jej skład wchodzi pośrednicy, samodzielni uczestnicy giełdy, urzędnicy oraz goście.<sup>19</sup>

---

<sup>13</sup> W. Dębski, op. cit., s. 124.

<sup>14</sup> j. w.

<sup>15</sup> *Komisja daje zielone światło*, sygnowano A. B., Gazeta Giełdy Parkiet, 16-17.12.2004.

<sup>16</sup> W. Dębski, op. cit., s. 124.

<sup>17</sup> j. w.

<sup>18</sup> tamże, s.125.

Pierwszą grupę stanowią maklerzy (coraz rzadziej używa się pojęcia „makler akcji” z tego też powodu, że dziś często to nie handel akcjami, a instrumentami pochodnymi ma większy udział w obrotach na giełdzie i choć obarczony większym ryzykiem, może okazać się bardziej korzystny dla inwestorów<sup>20</sup>). Reprezentują oni przedsiębiorstwa maklerskie, będące uczestnikami giełdy, tj. zawierają w ich imieniu transakcje kupna-sprzedaży. Operacje przeprowadzane są w przeważającej części na rachunkach osób fizycznych i prawnych, będących klientami przedsiębiorstwa, rzadziej na rachunku samego przedsiębiorstwa, dlatego uważa się za główne zadanie maklerów pośrednictwo w transakcjach kupna-sprzedaży papierów wartościowych. „Makler (broker) to pośrednik działający we własnym imieniu i na rachunek klienta.”<sup>21</sup> Brian J. Miliard zalicza do obowiązków maklera zarządzanie portfelem (kupowanie, sprzedawanie akcji oraz wysyłanie okresowych sprawozdań dotyczących stanu naszego portfela), regulowanie na bieżąco zobowiązań klientów biura maklerskiego, gdy ci grają na opcjach oraz doradztwo.<sup>22</sup> Z doradztwem związana jest kwestia komunikacji między maklerem i inwestorem. Zrozumienie przez maklera, czego inwestor chce i co próbuje osiągnąć, sprawia, że będzie on mógł mu pomóc w osiągnięciu zamierzonego celu.<sup>23</sup>

Aby móc obracać papierami wartościowymi w publicznym obrocie należy posiadać obowiązkowo rachunek papierów wartościowych, warunkiem zaś jego posiadania jest zawarcie umowy o świadczenie usług maklerskich.<sup>24</sup> To, kto może zostać maklerem i jakie są jego obowiązki, określa ustawa.

Kolejną grupę stanowią samodzielni uczestnicy giełdy. Osoby te zawierają transakcje na własny rachunek i we własnym imieniu. Najczęściej są to przedstawiciele banków i instytucji finansowych. Samodzielni uczestnicy mogą także przeprowadzać transakcje zlecane przez klientów, którzy posiadają w danej firmie depozyty.<sup>25</sup> Można spotkać się w literaturze z określeniem dealer, oznaczającym uczestnika giełdy działającego we

---

<sup>19</sup> j. w.

<sup>20</sup> D. Cassidy, *Sprzedawać akcje. Optymalny moment zamykania pozycji*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2000, s. 19-24.

<sup>21</sup> L. Dziawgo, *Jak zarobić, czyli rzecz o inwestowaniu pieniędzy*, „Kontrakt”, Szczecin 1992, s. 121.

<sup>22</sup> B. J. Miliard, *Pokonać rynek. Skuteczne inwestowanie na rynku akcji*, Liber, Warszawa 1999, s. 15.

<sup>23</sup> Van K. Tharp, *Giełda, wolność i pieniądze. Poradnik spekulanta*, WIG-Press, Warszawa 2000, s. 251.

<sup>24</sup> A. Chłopecki, *Usługi maklerskie w publicznym obrocie papierów wartościowych*, „KiK” Konieczny i Kraszewski s. c., Warszawa 1995, s. 16-17.

<sup>25</sup> S. Jankowski, *Giełda papierów wartościowych*, [w:] S. Marciniak (red.), *Elementy makro i mikroekonomii dla inżynierów*, PWN, Warszawa 1994, s. 323.

własnym imieniu i na własny rachunek.<sup>26</sup> R. A. Haugen definiuje dealera jako osobę, „która utrzymuje pewien zapas określonego papieru wartościowego. Zarobek dealera stanowi różnica pomiędzy ceną, za jaką jest on skłonny kupić dany papier wartościowy od osoby trzeciej a ceną, po jakiej skłonny jest sprzedać walory z posiadanego przez siebie zapasu.”<sup>27</sup> L. Dziawgo zwraca uwagę, że należy traktować podział makler - dealer ostrożnie, gdyż różnice między nimi są bardzo płynne w zależności od kraju.<sup>28</sup>

Trzecią grupę uczestników wyszczególnioną przez W. Dębskiego stanowią urzędnicy. S. Jankowski definiuje ich jako „osoby, które na pewien czas zostały dopuszczone do handlu giełdowego. Zawierają transakcje z upoważnienia, w imieniu i na rachunek banków i firm maklerskich, których są pracownikami.”<sup>29</sup>

Osoby przebywające na terenie giełdy, ale nie mające praw do przeprowadzania transakcji na niej to tzw. goście. Zalicza się do nich osoby, które przebywają czasowo na jej terenie na podstawie odpowiedniego pozwolenia, dziennikarzy, reporterów telewizyjnych i pracowników giełdy od spraw technicznych, obsługi komputerów itp.<sup>30</sup>

### **1.3. Indeksy giełdowe i inne podstawowe wskaźniki**

Indeksem giełdowym nazywamy syntetyczny miernik, który wyliczony jest i podany do publicznej wiadomości w celu zobrazowania sytuacji na giełdzie. Pozwala on także porównać ze sobą koniunktury występujące na różnych giełdach. Indeksy giełdowe „wyrażają łączną zmianę kursów notowanych na niej walorów w czasie sesji giełdowej” i obrazują „rentowność inwestycji w określony portfel rynkowy, którego struktura w tym przypadku odpowiada strukturze portfela, na podstawie którego oblicza się dany indeks giełdowy.”<sup>31</sup>

Pomysł na wyliczanie mierników charakteryzujących tendencje występujące na giełdzie zrodził się w Stanach Zjednoczonych. Po raz pierwszy został wyliczony

---

<sup>26</sup> L. Dziawgo, op. cit., s. 122.

<sup>27</sup> R. A. Haugen, *Teoria nowoczesnego inwestowania*, WIG-Press, Warszawa 1996, s. 808.

<sup>28</sup> L. Dziawgo, op. cit., s. 122.

<sup>29</sup> S. Jankowski, op. cit., s. 323.

<sup>30</sup> j. w.

<sup>31</sup> W. Dębski, op. cit., s. 164.

w 1884 roku. Za pomysłodawcę uważa się Charlesa H. Dowa, jednego z założycieli Dow Jones Company i pierwszego wydawcy „Wall Street Journal”.<sup>32</sup>

**W. Dębski dzieli indeksy na dwie grupy<sup>33</sup>:**

- a. dochodowe – uwzględniające zmiany cen wszystkich spółek na rynku giełdowym z uwzględnieniem dywidendy i prawa poboru przypisanego akcjom,
- b. cenowe – wykorzystujące zmiany cen wchodzących w jego skład walorów (niekoniecznie muszą to być wszystkie walory występujące na giełdzie, indeks może brać pod uwagę tylko wybrane papiery wartościowe).

Indeksy kursów papierów wartościowych możemy obliczyć na dwa sposoby. Pierwszy bierze pod uwagę wielkość przedsiębiorstwa, jego wartość rynkową oraz kapitalizację. Na ich podstawie określonym spółkom nadaje wagi. Przedsiębiorstwa duże mają relatywnie większy wpływ na wielkość indeksu niż spółki małe. Indeks ten określany jest jako ważony wartościowo.<sup>34</sup>

Drugim sposobem jest obliczanie indeksu ważonego jednolicie. W tym przypadku, niezależnie od wielkości przedsiębiorstw, nadaje im się takie same wagi.<sup>35</sup>

K. Jajuga i T. Jajuga zwracają uwagę na kilka cech charakteryzujących dobrze skonstruowany indeks. Przede wszystkim jego zadaniem jest wskazywanie zmian w porównaniu z okresem bazowym, jakie wystąpiły na danej sesji w kursach akcji wchodzących w skład indeksu. Wynika z tego, że gdy wartość większości walorów rośnie, to wartość indeksu powinna również wzrastać i odwrotnie – spadek wartości indeksu wynika ze spadku cen większości tworzących go walorów.<sup>36</sup>

Według nich należy przy tworzeniu miernika uwzględnić stosunkowo dużą ilość walorów, którymi obraca się na giełdzie. Twierdzą także, że zmiana wartości indeksu powinna być uzależniona jedynie od zmian cen notowanych akcji, a nie od ich wartości bezwzględnych.<sup>37</sup>

**Najbardziej znanymi indeksami** są te związane z największymi światowymi giełdami. Na giełdzie nowojorskiej (New York Stock Exchange) na podstawie cen akcji 30

---

<sup>32</sup> A. Dorosz, M. Puławski, op. cit., s. 166-167.

<sup>33</sup> W. Dębski, op. cit. s. 164.

<sup>34</sup> A. Dorosz, M. Puławski, op. cit., s. 166.









































































<sup>35</sup> j. w.

<sup>36</sup> J. Jajuga, T. Jajuga, *Jak inwestować w papiery wartościowe*, PWN, Warszawa 1993, s. 39.

<sup>37</sup> j. w.

spółek przemysłowych obliczany jest Dow Jones Industrial Average (DJIA). Z tej samej giełdy pochodzi Standard & Poor's 500 (S & P 500), obliczany na podstawie kursu 500 wybranych spółek.<sup>38</sup>

### Nowe indeksy warszawskiej giełdy - stan na maj 2011

Nazwa indeksu	Charakterystyka indeksu	Wykres	Skład*	Opis
 <b>WIG20</b>	Indeks 20 największych i najpłynniejszych spółek giełdowych			
 <b>WIG20short</b>	Indeks pochodny typu short			
 <b>WIG20lev</b>	Indeks pochodny typu leverage			
 <b>m WIG40</b>	Indeks 40 średnich spółek giełdowych			
 <b>s WIG80</b>	Indeks 80 małych spółek giełdowych			
 <b>WIGdiv</b>	Indeks dochodowy (uwzględnia dywidendy i prawa poboru)			
 <b>WIG</b>	Indeks spółek giełdowych			
 <b>WIGPoland</b>	Indeks polskich spółek giełdowych			
 <b>WIGUkraine</b>	Indeks WIG-Ukraine			
 <b>WIGbanki</b>	Indeks spółek z sektora banki			
 <b>WIGbudownictwo</b>	Indeks spółek z sektora budownictwo			
 <b>WIGchemia</b>	Indeks spółek z sektora chemia			
 <b>WIGdeweloperzy</b>	Indeks spółek z sektora deweloperzy			
 <b>WIGenergia</b>	Indeks spółek z sektora energia			
 <b>WIGinformatyka</b>	Indeks spółek z sektora informatyka			
 <b>WIGmedia</b>	Indeks spółek z sektora media			
 <b>WIGpaliwa</b>	Indeks spółek z sektora paliwa			
 <b>WIGspozywczy</b>	Indeks spółek z sektora spożywczy			
 <b>WIGsurowce</b>	Indeks spółek z sektora surowce			
 <b>WIGtelekomunikacja</b>	Indeks spółek z sektora telekomunikacja			
 <b>RESPECT Index</b>	Indeks spółek odpowiedzialnych społecznie			
 <b>TBSP.Index</b>	Indeks Treasury BondSpot Poland			

\* Obejmuje listę uczestników indeksu wg stanu na zakończeniu bieżącej sesji. Portfele indeksów, które obowiązują po zmianach okresowych zawiera sekcja "Opisy", wiersz "Lista uczestników po zmianach"

Z europejskich indeksów na uwagę zasługuje Financial Times Stock Exchange 100 Index (FTSE), którego wartość wynika z kursów 100 największych spółek notowanych na giełdzie londyńskiej (Londyn Stock Exchange). Innymi, na które inwestorzy na świecie

<sup>38</sup> W. Dębski, op. cit., s. 168-169.



zwracają szczególną uwagę są frankfurcki DAX, paryski CEC 40 oraz tokijski Nikkei 225.<sup>39</sup>

Oprócz indeksów giełdowych istnieje jeszcze szereg innych indeksów, których zadaniem jest wzbogacenie wiedzy inwestorów i ułatwienie im podjęcia decyzji przy tworzeniu portfela.<sup>40</sup> Istnieją dwa podejścia stosowane do badania rynku:

1. analiza fundamentalna, która bada zależności i uwarunkowania ekonomiczne związane z działalnością gospodarczą;

2. analiza techniczna, która posługuje się metodami statystyczno-matematycznymi, bada trendy, dane statystyczne, szuka prawidłowości pozwalających ocenić przyszłe tendencje na rynku giełdowym.<sup>41</sup>

Ze względu na dużą ilość wskaźników obrazujących sytuację spółek giełdowych, przedstawionych zostanie tutaj tylko kilka podstawowych, których wyboru dokonał M. Daniluk.<sup>42</sup>

Zysk netto, który osiągnęła spółka, odniesiony do jednej akcji zwykłej to wskaźnik zyskowności jednej akcji, oznaczany EPS (earning per share). Wyrażony jest wzorem:

$$\text{EPS} = (Z - D) / A$$

gdzie:

Z – zysk netto.

D – dywidenda z akcji uprzywilejowanych,

A- liczba akcji zwykłych.

EPS jest podstawą do analizy wyceny akcji oraz wyliczeń innych wskaźników. Wykorzystuje się go jako syntetyczny miernik działalności gospodarczej spółki. Wysoki poziom tego wskaźnika lub wzrost jego wartości zwiększa prawdopodobieństwo wzrostu kursu giełdowego oraz kwoty wypłacanej dywidendy.<sup>43</sup>

---

<sup>39</sup> tamże, s. 169.

<sup>40</sup> M. Daniluk, *Rynek kapitałowy. Papiery wartościowe, operacje giełdowe, strategie inwestowania*, Dom Wydawniczy „Bellona”, Warszawa 1998, s. 83.

<sup>41</sup> j. w.

<sup>42</sup> tamże, s. 84-85.

<sup>43</sup> j. w.

Poziom wyceny akcji pokazuje wskaźnik C/Z (inaczej P/E - price earning ratio). Wskaźnik poziomu wyceny akcji jest stosunkiem ceny rynkowej akcji spółki do jej zysku netto, który przypada na jedną akcję:

$$C/Z = C/EPs$$

gdzie:

C – cena rynkowa akcji.

Wskaźnik ten obrazuje, jak wysoko rynek wycenia akcje danej spółki do zysku netto, jaki ona wypracowała. W ten sposób można porównać poziomy kursów akcji notowanych na giełdach, informuje on o przewartościowaniu lub niedowartościowaniu danych akcji. Odpowiednia wielkość wskaźnika C/Z dla akcji na rynkach rozwiniętych bezpiecznych znajduje się w przedziale 17-20, na rynkach rozwijających się, gdzie ryzyko jest większe, w przedziale 8-16.<sup>44</sup>

O stopniu zabezpieczenia wartości rynkowej akcji w majątku danej spółki informuje wskaźnik wartości rynkowej do wartości księgowej C/WK (P/BV – price to book value ratio).

$$C/WK = C/WK$$

gdzie:

WK – wartość księgowa na jedną akcję.

Wartość rynkowa opiera się na bieżących cenach, natomiast księgowa wynika z cen historycznych. Porównanie ich określa ocenę rynkową spółki przez rynek papierów wartościowych. Na jego podstawie można porównać także wycenę rynkową różnych spółek.<sup>45</sup>

Istotną rolę ogrywa dywidenda, która jest źródłem dochodu inwestora, dlatego zwraca on uwagę na kształtowanie się jej wskaźnika D (DR – dividend ratio) na przestrzeni lat. Wskaźnik ten to stosunek kwoty dywidendy do ceny rynkowej akcji:

---

<sup>44</sup> j. w.

<sup>45</sup> j. w.

$$D = D * 100 / C$$

gdzie:

D – dywidenda na jedną akcję.

Wskaźnik ten umożliwia porównanie stóp zwrotu z lokat w akcje oraz innych inwestycji np. obligacje.<sup>46</sup>

---

<sup>46</sup> j. w.

#### 1.4. Systemy notowań kursów na giełdach

Decydujący wpływ na wartość walorów na giełdzie papierów wartościowych ma podaż i popyt na nie. Im większa jest liczba walorów oferowanych do sprzedaży nad liczbą wyrażającą ilość papierów wartościowych, na którą jest w danym momencie popyt, tym wartość waloru jest mniejsza. Odwrotne proporcje, tj. wyższa oferta zakupu od oferty sprzedaży, powoduje wzrost wartości waloru.<sup>47</sup>

Metody i techniki ustalania kursów papierów wartościowych zależą w przeważającym stopniu od masowości i częstotliwości transakcji, specyficznych warunków organizacyjnych i zwyczajowych.<sup>48</sup> W. Bień sprowadza je do dwóch rozwiązań<sup>49</sup>:

- a. do **notowań ciągłych**, kiedy to kurs zmienia się w ciągu danej sesji pod wpływem napływających ofert kupna i sprzedaży,
- b. do notowań w systemie **kursu jednolitego** (inaczej **periodycznego**<sup>50</sup>), według którego kurs ustalony jest na początku sesji i wynika ze zleceń, które napłynęły przed otwarciem. Jest to tzw. fixing. Według tego kursu rozlicza się wszystkie transakcje zawarte w ciągu sesji, chyba że ustalony jest ściśle określony czas, kiedy to kurs wyznaczany jest ponownie.

System notowań ciągłych dotyczy walorów płynnych. Papier płynny to ten, który charakteryzuje się zdolnością do szybkiej i korzystnej wymiany na gotówkę.<sup>51</sup> Każda transakcja poprzedzana jest ustaleniem ceny, mogącej zmienić się znacznie w ciągu dnia. Kurs ustalony na podstawie zleceń, które napłynęły przed otwarciem sesji to tzw. kurs otwarcia. Każda kolejna transakcja kupna-sprzedaży realizowana przez maklerów może zmieniać kurs, który na bieżąco podawany jest do wiadomości publicznej. Kurs ostatnich transakcji nazywany jest kursem zamknięcia.<sup>52</sup>

Można spotkać się na giełdach z mieszanym systemem notowań. Tak jest np. na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Wartości walorów o dużej częstotliwości

---

<sup>47</sup> W. Bień, *Rynek papierów wartościowych*, Difin, Warszawa 2004, s. 243.

<sup>48</sup> j. w.

<sup>49</sup> tamże, s.243-244.

<sup>50</sup> W. Dębski, op. cit., s. 135.

<sup>51</sup> L. Dziawgo, op. cit., s. 28.

<sup>52</sup> W. Bień, op. cit., s. 244.

obrotów ustalane są według notowań ciągłych. Te, których płynność nie pozwala na ustalenie kursu wyżej wymienioną metodą, wyceniane są po kursie jednorodnym.<sup>53</sup>

Aby zapobiec międzynarodowej spekulacji w notowaniach jednolitych, regulamin giełdowy ustala maksymalne granice odchyłeń kursów między kolejnymi sesjami, dlatego po ustaleniu kursu jednolitego, wynikającego ze zleceń sprzedaży i popytu, sprawdza się, czy mieści się on w dopuszczalnym przedziale. Jeżeli tak, to przyjmuje się, że rynek jest zrównoważony.<sup>54</sup>

Gdy zlecenia przy ustalonej cenie jednolitej nie mogą być zrealizowane w całości, istnieje na giełdzie dom maklerski, który posiada uprawnienia do zakupu i sprzedaży walorów. Interwencja jest podejmowana przez maklera-animatora, który ten dom na giełdzie reprezentuje. W przypadku zaś braku takiej osoby, interweniować mogą wszyscy maklerzy. Zlecenia są wówczas przez nich modyfikowane. Oczekiwany celem ich działania jest zwiększenie obrotów.<sup>55</sup>

Kolejnym sposobem osiągnięcia wzrostu obrotów danym walorem jest dogrywka. Następuje ona dopiero po interwencji maklera. Polega na tym, że do ewentualnego zakupu lub sprzedaży waloru zapraszani są uczestnicy giełdy.<sup>56</sup>

Z rynkiem niezrównoważonym mamy do czynienia wtedy, gdy ustalony kurs wykracza poza dopuszczalne granice co do kursu ustalonego na sesji poprzedniej. Równoważenie rynku następuje poprzez składanie dodatkowych zleceń przez maklerów w celu anulowania poprzednich. Gdy skutek nie zostanie osiągnięty przewodniczący sesji albo kończy notowania albo zwiększa dopuszczalne granice wahań.<sup>57</sup>

### **1.5. Depozytowy system obrotu papierami wartościowymi**

Tradycyjny obrót papierami wartościowymi niesie z sobą wiele niebezpieczeństw. Do najważniejszych R. Jajuga i M. Michalski zaliczają fałszerstwo, kradzież, zgubienie lub przypadkowe zniszczenie. Poza tym zwracają uwagę na to, że obrót w formie papierów materialnych wiąże się z dużymi kosztami jakie musi ponieść emitent. To właśnie te

---

<sup>53</sup> j. w.

<sup>54</sup> tamże, s. 249.

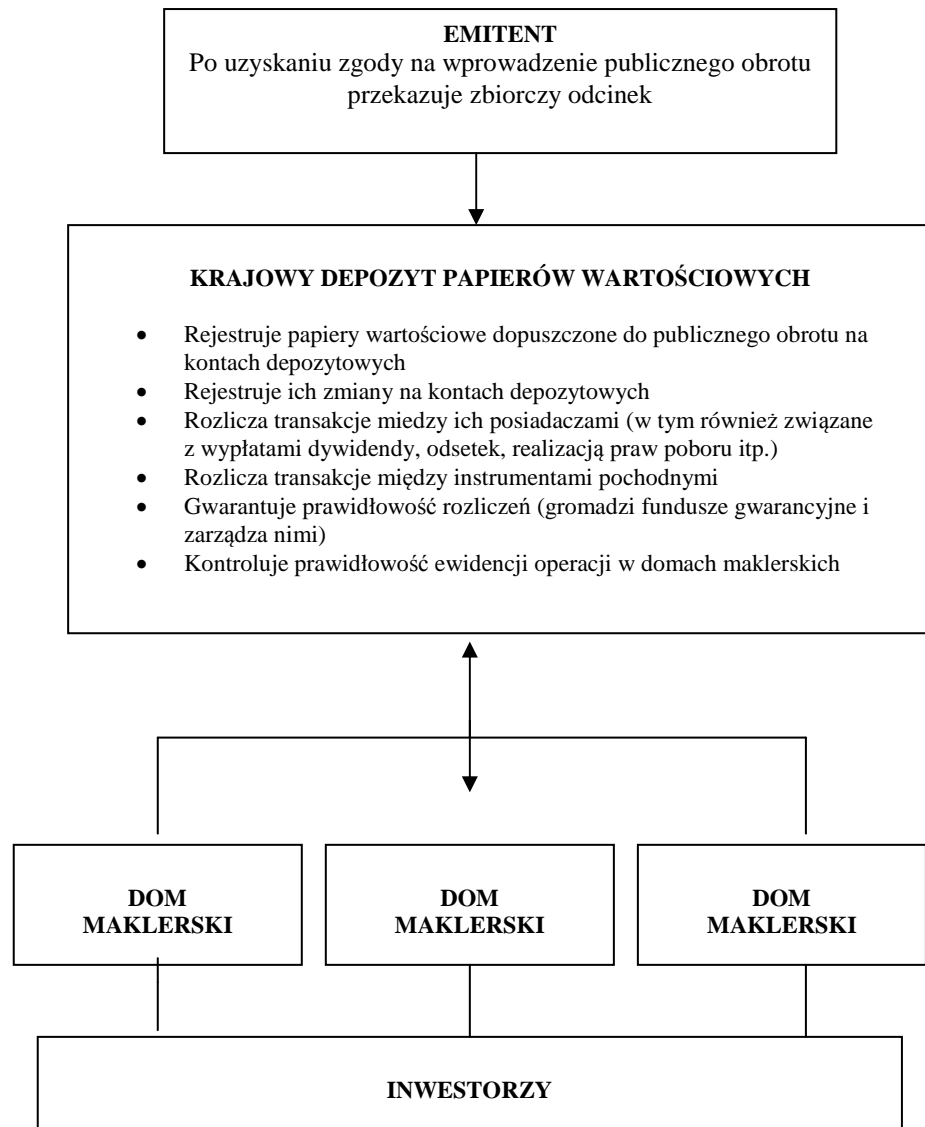
<sup>55</sup> tamże, s. 250.

<sup>56</sup> W. Dębski, op. cit., s. 137.

<sup>57</sup> W. Bień, op. cit., s. 250.

argumenty legły u podstaw stworzenia zorganizowanego systemu depozytowo-rozliczeniowego.<sup>58</sup> Zgadza się z nimi J. Grabowski, który uważa dematerializację jako „jedną z fundamentalnych zasad publicznego obrotu.”<sup>59</sup>

**Schemat 1.** Rola i funkcje Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych.



Źródło: W. Bień, op. cit., s. 267.

<sup>58</sup> R. Jajuga, M. Michalski, *Papiery wartościowe w obrocie masowym*, PWE, Warszawa 1997, s. 58.

<sup>59</sup> J. Grabowski, *Publiczny obrót papierami wartościowymi Ustrój prawny i procedury*, PWN, Warszawa 1996, s. 45.

Do głównych zadań systemu depozytowo-rozliczeniowego należą<sup>60</sup>:

- a. uproszczenie obrotu papierami wartościowymi,
- b. gwarancja bezpieczeństwa obrotu,
- c. usprawnienie i ułatwienie wykonywania obowiązków stron zawartych transakcji (zarówno pieniężnych jak i niepieniężnych),
- d. zmniejszenie kosztów związanych z emisją papierów wartościowych,
- e. nadzór nad prawidłowym funkcjonowaniem obrotu, szczególnie nadzór zakresie nadzoru ilościowego,
- f. zagwarantowanie realizacji uprawnień właścicieli papierów wartościowych.

W Polsce centralną instytucją depozytowo-rozliczeniową jest Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych działający na podstawie ustawy. Miejsce KDPW w publicznym obrocie i jego role przedstawia schemat 1.

Dematerializacja obrotu polega na unieruchomieniu papierów wartościowych. Składane są one do centralnej instytucji depozytowo-rozliczeniowej, przez co zostaje im odebrana zdolność obrotowa.<sup>61</sup> Papiery wartościowe nie mogą być z niej wycofane. Można je również złożyć w depozycie domu maklerskiego albo innych instytucjach prowadzących działalność maklerską, czyli bankach albo oddziałach zagranicznych firm inwestycyjnych.<sup>62</sup>

Depozyt gwarantuje anonimowość i poufność transakcji. Wszelkie zmiany przeprowadzane są na kontach domów maklerskich i banków, które odpowiadają za prowadzenie rachunków klientów.

Każda nowa emisja ma odzwierciedlenie tylko na kontach w systemach komputerowych i wyciągach, pełniących rolę wyciągów z kont bankowych. Są one potwierdzeniem posiadania określonych papierów wartościowych.<sup>63</sup> Publiczny obrót opiera się na handlu prawami wynikającymi z posiadania danych walorów (zerwana jest ścisła zależność między dokumentem w sensie materialnym a prawami).<sup>64</sup>

Jednym z ważniejszych zadań systemu depozytowo-rozliczeniowego jest kontrola zgodności liczby papierów w obrocie z wielkością emisji. W praktyce wygląda to tak, że

---

<sup>60</sup> R. Jajuga, M. Michalski, op. cit., s. 59.

<sup>61</sup> R. Jajuga, M. Michalski, op. cit., s. 60.

<sup>62</sup> Komisja daje zielone światło, op. cit., 16-17.12.2004.

<sup>63</sup> L. Dziawgo, op. cit., s. 29.

<sup>64</sup> R. Jajuga, M. Michalski, op. cit., s. 60.

wszystkie konta i rachunki, prowadzone przez instytucje pośredniczące w obrocie papierami wartościowymi, mają odpowiadające im konta w centralnej instytucji depozytowej (centralne depozyty papierów wartościowych i izby rozliczeniowe w wybranych krajach Europy przedstawia tabela 1.).

**Tabela 1.** Centralne depozyty papierów wartościowych i izby rozliczeniowe wybranych krajów Europy

<b>Kraj</b>	<b>Centralne depozyty papierów wartościowych</b>	<b>Izby rozliczeniowe</b>
Austria	OeKB	OeKB
Belgia	CIK	LCH.CLEARNET
Cypr	CSE	CSE
Czechy	SCP	UNIVYC
Dania	VP	VP
Estonia	ECSD	ECSD
Finlandia	APK	APK
Francja	EUROCLEAR	LCH.CLEARNET
Grecja	CSD	CSD
Hiszpania	IBECLEAR	IBECLEAR
Holandia	EUROCLEAR	LCH.CLEARNET
Irlandia	CREST	LCH.CLEARNET
Litwa	CSDL	CSDL
Luksemburg	CBL	CBL
Łotwa	LCSD	LCSD
Malta	MSE	MSE
Niemcy	CBF	CBF, EUREX
Polska	KDPW	KDPW
Portugalia	INTERBOLSA	LCH.CLEARNET
Słowacja	SCP	BSSE, SLSE
Słowenia	KDP	KDP
Szwecja	VPC	VPC
Węgry	KELER	KELER
Wielka Brytania	CREST	LCH.CLEARNET
Włochy	MONTE TITOLI	MONTE TITOLI, CC&G

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z oficjalnej strony internetowej Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych, <http://www.kdpw.com.pl> (06.12.2004).



Dwupoziomowa struktura systemu depozytowo-rozliczeniowego sprawia, że obejmuje on ilościowo wszystkie papiery wartościowe w publicznym obrocie, dlatego system ten nazywamy pełnym.<sup>65</sup> Funkcjonowanie systemu charakteryzuje szybkość realizowania operacji. Wynika to z potrzeb rynku. „Przewlekły tryb przebiegu operacji związanych zarówno z emisją, jak i wtórnymi transakcjami, może ograniczać zakres lokowania kapitałów w papierach wartościowych.”<sup>66</sup>

---

<sup>65</sup> tamże, s. 67.

<sup>66</sup> W. Bień, op. cit., s. 268.

## 2. Instrumenty finansowe rynku papierów wartościowych

### 2.1. Podstawowe papiery wartościowe

Wykształcenie się przez lata uniwersalnych instrumentów giełdowych, charakterystycznych dla wszystkich giełd światowych, umożliwia i ułatwia powolną konsolidację międzynarodowych rynków finansowych. Nie na wszystkich parkietach handel danymi instrumentami rozwija się w tym samym tempie. Niektóre z giełd wyspecjalizowały się zawieraniem transakcji terminowych, na innych tradycyjny handel akcjami odgrywa wciąż decydującą rolę. Aby zrozumieć różnicę między parkietami, opisywanymi w kolejnych rozdziałach, w tym miejscu zostanie przeprowadzona charakterystyka instrumentów na nich występujących. Zadaniem tego rozdziału będzie przedstawienie tych instrumentów, które są wykorzystywane w transakcjach giełdowych.

#### 2.1.1. Akcje

„Akcja (*stock, share*) jest papierem wartościowym (dokumentem) oznaczającym prawo jej posiadacza do współwłasności firmy, która ją wyemitowała, czyli spółki akcyjnej”.<sup>67</sup> Według definicji W. Bienia „jest papierem wartościowym, stwierdzającym bezwarunkowe uczestnictwo jej właściciela w kapitale spółki akcyjnej, uprawniającym do partycypacji w zyskach w formie dywidendy oraz do majątku spółki w razie jej likwidacji”.<sup>68</sup> „Akcja jest papierem wartościowym o określonej wartości nominalnej, będącej równą w stosunku do innych części kapitału zakładowego firmy”.<sup>69</sup> „Akcja uosabia ryzyko właściciela.”<sup>70</sup> „Jest papierem wartościowym o zmiennym dochodzie”.<sup>71</sup> Stopa zwrotu z akcji to tzw. *capital gain*, tj. różnica między ceną sprzedaży i zakupu akcji.<sup>72</sup>

Według *Kodeksu spółek handlowych* dokument akcji powinien być sporządzony na piśmie. Wszystkie akcje muszą mieć tę samą wartość nominalną, a łączna suma ich

---

<sup>67</sup> W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, PWN, Warszawa 2001, s. 171.

<sup>68</sup> W. Bień, *Rynek papierów wartościowych*, Difin, Warszawa 2004, s.103.

<sup>69</sup> A. Sopoćko, *Giełda papierów wartościowych*, AWiM Mediabank S.A., Warszawa 1993, s. 33.

<sup>70</sup> L. Dziawgo, *Jak zarobić, czyli rzecz o inwestowaniu*, Kontrakt, Szczecin 1992. s. 49.

<sup>71</sup> j. w.

<sup>72</sup> W. Dębski, op. cit., s. 175.

wartości powinna być równa wielkości kapitału zakładowego. Są one dokumentem niepodzielnym i zbywalnym, imiennym lub na okaziciela. Obecnie minimalna wartość nominalna akcji w Polsce wynosi 1 grosz, przy kapitale zakładowym wynoszącym co najmniej 500 000 złotych.<sup>73</sup>

Przez niepodzielność należy rozumieć, że zbywana akcja musi być przekazywana w całości. W przypadku, gdy akcja jest współwłasnością kilku osób, prawa w spółce wykonywane są przez jej właścicieli wspólnie.<sup>74</sup>

Zbywalność akcji na okaziciela odbywa się poprzez przekazanie jej nabywającemu<sup>75</sup> (zwykle przekazanie akcji, gdy jest ona w formie materialnej, przeksięgowanie na rachunku inwestycyjnym, gdy ma formę zdematerializowaną<sup>76</sup>). Zbycie akcji imiennych wymaga oświadczenia woli przez zbywającego. W tym przypadku można spotkać pewne ograniczenia wynikające ze statutu (ograniczenie zbywalności akcji dotyczyć może tylko i wyłącznie akcji imiennych). Ma to zapobiec sprzedaży akcji osobie, mogącej działać na niekorzyść spółki.<sup>77</sup>

Sprzedaż akcji, których zbywalność jest ograniczona, wymaga uzyskania zgody organu spółki określonego w statucie (jeżeli takiego zapisu nie ma organem tym jest zarząd). Gdy określony organ nie wskaże osoby, która zakupiłaby oferowane akcje, właściciel może odsprzedać je dowolnej osobie – akcje tracą ograniczoną zbywalność. Zbycie akcji imiennej o ograniczonej zbywalności bez zgody zarządu jest niemożliwe, ponieważ w księdze akcyjnej widnieć będzie nazwisko poprzedniego akcjonariusza i to wciąż on traktowany będzie jako współwłaściciel spółki.<sup>78</sup>

Wartość nominalna akcji może zostać zmieniona. Aby ją zwiększyć spółka może np. przenieść część środków kapitału zapasowego na kapitał akcyjny. Z kolei zmniejszenie wartości uzyskuje się poprzez podzielenie akcji (split) przez określoną liczbę.<sup>79</sup> W efekcie kapitał akcyjny zostaje rozszczepiony na większą ilość akcji.<sup>80</sup> W ten sposób można zwiększyć płynność obrotu oraz potencjalny krąg nabywców. Poprzez

---

<sup>73</sup> Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych, (tekst jedn.: Dz. U. z 8 listopada 2000 r. art. 302, 328, 333, 334, 337).

<sup>74</sup> J. Socha, *Rynek, giełda, inwestycje*, Olympus, Warszawa 1998, s. 86.

<sup>75</sup> j. w.

<sup>76</sup> W. Dębski, op. cit., s. 173.

<sup>77</sup> J. Socha, *Rynek, giełda...*, op. cit., s. 86.

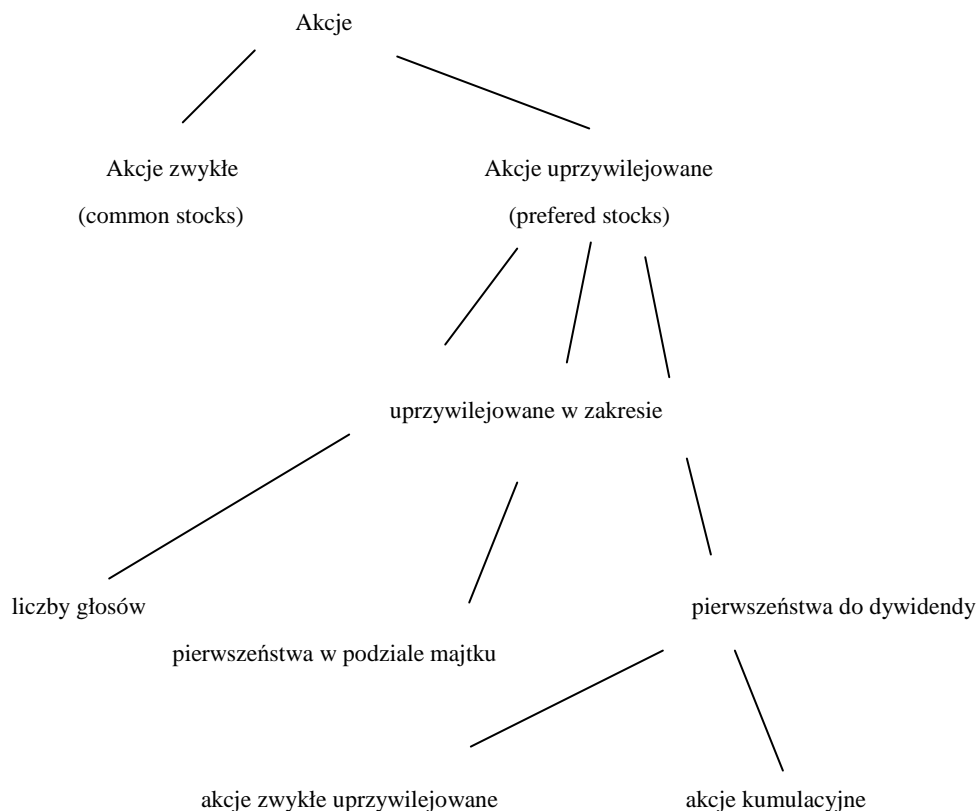
<sup>78</sup> j. w.

<sup>79</sup> W. Dębski, op. cit., s. 172.

<sup>80</sup> J. Socha, *Rynek, giełda...*, op. cit., s. 86.

split dotychczasowi akcjonariusze stają się właścicielami odpowiedniej krotności akcji, które posiadali wcześniej.<sup>81</sup>

**Schemat 2.** Akcje – podział na akcje zwykłe i uprzywilejowane.



Źródło: L. Dziawgo, *Jak zarobić...*, op. cit., s. 52.

Wszystkie akcje oprócz wartości nominalnej mają także cenę emisyjną (sprzedaży na rynku pierwotnym) oraz cenę rynkową, wynikającą z popytu i podaży na nie. Cena rynkowa może być wyższa lub niższa od nominalnej ceny akcji. Natomiast cena emisyjna nie może być niższa od nominalnej (w przypadku gdy jest wyższa, uzyskany kapitał zasila kapitał zapasowy spółki).<sup>82</sup>

Akcje można podzielić na zwykłe lub uprzywilejowane (podział akcji ze względu na zakres uprawnień z nich wynikających przedstawia schemat 2). Na międzynarodowym rynku papierów wartościowych do nabycia są także akcje „ułamne”

<sup>81</sup> W. Dębski, op. cit., s. 172.

<sup>82</sup> j. w.

albo „niepełne”. Akcje te nie posiadają któregoś z praw wynikających z posiadania akcji zwykłych. Najczęściej jest to prawo głosu na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy spółki. Są to tzw. akcje milczące (nieme). W zamian za utratę prawa głosu inwestor otrzymuje zazwyczaj uprzywilejowanie co do dywidendy lub, niezależną od wyników finansowych firmy, stałość dywidendy. Wyemitowanie tego rodzaju akcji ma zapobiec ewentualnym wrogim przejęciom.<sup>83</sup>

Podstawą obrotu giełdowego są akcje zwykłe (*common stocks*). Z racji ich posiadania akcjonariuszowi nie przysługują żadne dodatkowe lub szczególne uprawnienia. Prawa z nich wynikające można podzielić na dwie grupy. Pierwszą stanowią prawa korporacyjne.<sup>84</sup> Wyróżniamy wśród nich:

1. Prawo do uczestnictwa w spółce akcyjnej uniemożliwiające usunięcie akcjonariusza ze spółki. Akcjonariuszom nie można zwracać dokonywanych wpłat na akcje w czasie istnienia spółki. Akcje własne spółki nie mogą być przez nią nabywane ani przyjmowane w zastaw, z wyjątkiem sytuacji kiedy to spółka nabywa akcje w drodze egzekucji na zaspokojenie roszczeń (brak możliwości zaspokojenia z innego majątku akcjonariusza) lub w celu ich umorzenia (przewidziane statutem). Spółka ma rok od dnia nabycia takich akcji na zbycie ich. Po tym okresie akcje zostają umorzone a kapitał akcyjny obniżony. W wielu krajach bardzo popularne jest odkupywanie własnych akcji (*buy back*) w celu ich umorzenia. Proces ten zachodzi przede wszystkim na rynkach anglosaskich, a w szczególności w Stanach Zjednoczonych. Ma miejsce wtedy, gdy spółka ma dobre wyniki i nie jest w stanie ulokować efektywnie uzyskanych środków w inwestycjach. Może wtedy wypłacić lub zwiększyć dywidendę akcjonariuszom. Drugim sposobem jest właśnie wspomniany wykup akcji od akcjonariuszy w celu ich umorzenia. Efektem tego są korzyści podatkowe dla emitenta i akcjonariusza, wzrost zysku na jedną akcję, zmniejszenie płynności w obrocie giełdowym (jest to proces odwrotny do emisji akcji) i wzrost kursu giełdowego. Ten ostatni może wiązać się z dodatkowymi zyskami dla właścicieli w przypadku sprzedaży przez nich akcji. W Polsce z umorzeniem akcji własnych mamy często do czynienia, gdy spółka chce

---

<sup>83</sup> D. Dziawgo, *Stowarzyszenia indywidualnych inwestorów i kluby inwestycyjne na rynku papierów wartościowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń 2004, s. 27.

<sup>84</sup> W. Dębski, op. cit., s. 173.

wykreować większy popyt i powstrzymać tendencję spadkową oraz gdy uważa, że kurs jest poniżej potencjalnej wartości.<sup>85</sup>

2. Prawo do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu akcjonariuszy i współdecydowania o sprawach będących przedmiotem jego obrad. Akcja zwykła upoważnia do oddania jednego głosu na walnym zgromadzeniu. Każdy akcjonariusz może wpływać na wyniki spółki oraz kontrolować zarząd i radę dzięki głosowaniu przy wyborze członków rady nadzorczej oraz przy udzielaniu absolutorium dla zarządu. Statut spółki może ograniczyć liczbę głosów akcjonariusza, będącego w posiadaniu znacznej ilości akcji (przez prawo głosu tylko z ograniczonej ich liczby) lub może ustalić, że do określonego limitu akcji będzie przysługiwała mu normalna ilość głosów, natomiast powyżej tego poziomu na ustaloną ilość akcji przypadają będzie jeden głos. Akcjonariusz ma prawo wglądu do wszelkich dokumentów finansowych spółki przygotowanych na walne zgromadzenie, w celu poznania jej wyników. Może on także cedować swoje prawo do głosowania na walnym zgromadzeniu na bank inwestycyjny. Zabieg ten charakterystyczny jest dla rozwiniętych rynków kapitałowych. Wynika on z tego, że banki mają zazwyczaj lepsze rozeznanie na rynku niż akcjonariusze. Bank może także pytać akcjonariuszy jak ma głosować w ich imieniu.<sup>86</sup>

3. Bierne prawo wyborcze. Akcjonariusz może być wybrany do organów spółki tj. zarządu, rady nadzorczej, komisji rewizyjnej.<sup>87</sup>

4. Prawo mniejszości, zabezpieczające interesy akcjonariuszy, którzy posiadają określoną ilość akcji, ale nie posiadają ich większości. Dzięki niemu mogą żądać zwołań nadzwyczajnego zgromadzenia akcjonariuszy, wybierać poszczególnych członków rady nadzorczej lub komisji rewizyjnej w drodze głosowania oddzielnymi grupami akcji. Akcjonariusze mniejszościowi mogą także łączyć się i w ten sposób doprowadzić do wyboru odpowiedniego członka organów spółki.<sup>88</sup>

Z posiadania akcji zwykłych wynikają także prawa majątkowe. Tutaj W. Dębski wymienia:

1. Prawo do dywidendy (udziału w zyskach rocznych). Spółka może, ale nie musi, część zysków, których nie zamierza zainwestować, przekazać akcjonariuszom

---

<sup>85</sup> tamże, s. 173-174.

<sup>86</sup> tamże, s. 174-175.

<sup>87</sup> j. w.

<sup>88</sup> j. w.

w formie dywidendy. Na każdą akcję zwykłą przypada taka sama wielkość dywidendy. Kwota jaką otrzyma dany akcjonariusz jest proporcjonalna do ilości akcji danej spółki jakie posiada on w portfelu. Prawo do dywidendy realizowane jest przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych, co ma związek z dematerializacją publicznego obrotu papierami wartościowymi. W Europie dywidendę wypłaca się zazwyczaj raz do roku, natomiast w Stanach Zjednoczonych co kwartał lub pół roku. Właściciele akcji spółek, których pozycja rynkowa i finansowa jest stabilna, otrzymują dywidendy zawsze. W rzeczywistości nie wypłacanie dywidendy nie musi jednak wcale wiązać się ze stratą dla akcjonariusza. Akcje spółek, które zamiast wypłacać pieniądze inwestują je w swój rozwój, najczęściej drożeją. Taka sytuacja zachodzi przede wszystkim w spółkach dynamicznie rozwijających się. W Europie spółki przeznaczają zazwyczaj ok. 20-30% uzyskanego zysku na dywidendy. W Stanach Zjednoczonych wielkość ta przekracza 30% zysku. Dużą wagę inwestorzy przykładają do tzw. stopy dywidendy tj. wskaźnika dywidenda na akcję/cena akcji. Powinien on oscylować w granicach kilku procent. Sama spółka powinna obserwować poziomy wypłacanych dywidend przez spółki z tej samej co ona branży i oferować swoim akcjonariuszom dywidendy podobnej wielkości w celu wynagrodzenia inwestorów i utrzymania ich przy sobie. Efektem tego może być wypłata dywidendy przez spółkę, nawet gdy jej działalność w danym okresie nie przyniosła dochodów lub niewielką ich ilość.<sup>89</sup>

2. Prawo poboru akcji nowych emisji. Ma ono na celu chronić interesy dotychczasowych akcjonariuszy, nowe emisje bowiem powodują rozwodnienie kapitału i mogą pogorszyć sytuację dotychczasowych właścicieli akcji. Prawo poboru uprawnia do subskrybowania nowych akcji w określonej liczbie, proporcjonalnej do posiadanej ilości akcji przed nową emisją. W ten sposób akcjonariuszowi zapewnione jest utrzymanie stanu posiadania praw do majątku spółki. Walne zgromadzenie może wyłączyć prawo poboru (w Polsce potrzebne jest 4/5 oddanych głosów na walnym zgromadzeniu zatwierdzającym warunki nowej emisji). Prawo poboru może zostać odsprzedane jako przedmiot obrotu giełdowego. Dzięki tej operacji nie trzeba zakupywać starych akcji, aby mieć możliwość nabycia nowych.<sup>90</sup>

3. Prawo do części wartości majątku w przypadku likwidacji spółki (części wpłacanego do spółki kapitału) po pokryciu jej zobowiązań. W ten sposób

---

<sup>89</sup> tamże, s. 175-176.

<sup>90</sup> tamże, s. 176-177.

akcjonariusz odzyskuje część wniesionego kapitału. Kwota ta zależy od ilości posiadanych akcji. W pierwszej kolejności jednak zaspakajane są zobowiązania spółki wobec wierzycieli.<sup>91</sup>

Kolejnym rodzajem akcji są akcje uprzywilejowane (*preferred stocks*). Z ich posiadaniem związane są dodatkowe uprawnienia. Uprzywilejowanie może dotyczyć wysokości dywidendy wypłacanej na jedną akcję, liczby głosów na walnym zgromadzeniu przypadających na jedną akcję oraz prawa do majątku likwidowanej spółki przypadającego na jedną akcję. Zakres uprzywilejowania reguluje statut spółki oraz w niektórych przypadkach kodeks handlowy.<sup>92</sup>

Wszystkie akcje, będące uprzywilejowanymi co do głosu muszą być imienne. Przy zmianie ich na akcje na okaziciela uprzywilejowanie to wygasa. Uprzywilejowanie co do podziału likwidowanego majątku oraz do wypłaty dywidendy daje prawo do pierwszeństwa przy podziale majątku lub zysku spółki.<sup>93</sup>

W Polsce *Kodeks spółek handlowych* ogranicza do dwóch maksymalną liczbę głosów, do jakich może uprawnić uprzywilejowanie.<sup>94</sup> W zakresie dywidendy nie może ono przyznawać więcej niż o połowę dywidendy przeznaczonej do wypłaty akcjonariuszom uprawnionym z akcji nieuprzywilejowanych.<sup>95</sup>

Akcje uprzywilejowane ze względu na pierwszeństwo do dywidendy można podzielić jeszcze ze względu na tryb wypłaty. Wyróżniamy akcje uprzywilejowane zwykłe, gdzie stała dywidenda należy się i jest wypłacana akcjonariuszowi za lata, w których przedsiębiorstwo osiągnęło zysk, oraz akcje uprzywilejowane kumulacyjne, gdzie stała dywidenda jest wypłacana bez względu na to czy spółka osiągnęła zysk czy nie. W tym wypadku dywidendy są wypłacane w ciężar przyszłych zysków.<sup>96</sup>

Do akcji uprzywilejowanych należą także akcje złote (*golden shares*). Dają one zazwyczaj szczególne uprawnienia decyzyjne na zgromadzeniu akcjonariuszy. Wśród nich może być prawo weta w niektórych sprawach lub wielokrotność głosów akcji zwykłych. Często przysługują one osobom szczególnie zasłużonym dla spółki (menedżerowie, założyciele, właściciele). Są one formą uhonorowania ich zasług.<sup>97</sup>

---

<sup>91</sup> j. w.

<sup>92</sup> W. Dębski, op. cit., s. 177.

<sup>93</sup> j. w.

<sup>94</sup> *Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek...*, op. cit., art. 352.

<sup>95</sup> tamże, art. 353. § 1.

<sup>96</sup> L. Dziawgo, *Jak zarobić, czyli rzecz o inwestowaniu pieniędzy*, Kontrakt, Szczecin 1992, s. 52.

<sup>97</sup> W. Dębski, op. cit., s. 177.



O ile przewiduje to statut, spółka może wydawać tzw. akcje użytkowe. J. Duraj charakteryzuje je jako papiery wartościowe nie mające wartości nominalnej, wydawane za akcje umorzone, dające z reguły takie same prawa jak akcje zwykłe. Uprawniają one do uczestnictwa w podziale zysku netto.<sup>98</sup>

Akcje możemy podzielić także na pieniężne i niepieniężne (aportowe). W Polsce „akcje obejmowane za wkłady niepieniężne powinny być pokryte w całości nie później niż przed upływem roku po zarejestrowaniu spółki. Akcje obejmowane za wkłady pieniężne powinny być opłacone przed zarejestrowaniem spółki co najmniej w jednej czwartej ich wartości nominalnej.”<sup>99</sup>

Gdy spółka chce mieć stałe grono akcjonariuszy, może wyemitować imienne akcje winkulowane. Są to akcje zbywalne tylko na mocy decyzji zarządu spółki, stąd tego rodzaju akcji nie spotkamy w obrocie giełdowym.<sup>100</sup>

Możemy się spotkać za to z akcjami tzw. *blue chips*. Są to akcje renomowanych firm, o wysokiej płynności, regularnie wypłacanych dywidendach. Kurs akcji tych spółek jest stabilny. Cieszą się one zainteresowaniem klientów budujących długoterminowe portfele.<sup>101</sup>

Spekulantów giełdowych interesują bardziej akcje groszowe (*penny stocks*). Są one sprzedawane po niskiej cenie. Ich wartość może wynikać albo z podupadania spółki, albo z chęci szybkiego zebrania przez spółkę kapitału na rynku.<sup>102</sup>

### 2.1.2. Obligacje

Według definicji W. Dębskiego „obligacja jest papierem wartościowym poświadczającym wierzytelność, czyli zobowiązanie dłużne emitenta wobec jej właściciela na określoną sumę wraz z zobowiązaniem do wypłaty oprocentowania w ustalonych terminach. Może także zawierać zobowiązanie emitenta do określonego świadczenia niepieniężnego. Z tego względu zaliczana jest do grupy papierów wartościowych wierzytelnościowych.”<sup>103</sup> J. Socha zwraca uwagę, że „obligacja jest papierem wartościowym, którego znaczenie ulega zwiększeniu, ponieważ przewidywalnymi stają się parametry makroekonomiczne – przede wszystkim inflacja, a emitenci wykazują coraz

---

<sup>98</sup> J. Duraj, *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, PWE, Warszawa 1996, s. 20.

<sup>99</sup> *Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek...*, art. 309 § 3.

<sup>100</sup> W. Dębski op. cit., s. 179.

<sup>101</sup> j. w.

<sup>102</sup> j. w.

<sup>103</sup> tamże, s. 199.

większą potrzebę finansowania działalności przez kapitały obce.”<sup>104</sup> W myśl ustawy „obligacja jest papierem wartościowym emitowanym w serii, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela obligacji (obligatariusza) i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia.”<sup>105</sup> Podobnie jak akcje, obligacje mogą być imienne lub na okaziciela.<sup>106</sup>

Właściciel obligacji jest wierzycielem emitenta obligacji. Nie oznacza to, że to on pożyczył pieniądze spółce. Mógł papiery wartościowe nabyć od innego inwestora. Wierzycielem jest więc każdy kolejny właściciel obligacji.<sup>107</sup> W Polsce zasady emisji, zbywania, nabywania i wykupu obligacji regulowane są przez ustawę o obligacjach.<sup>108</sup>

Emisja obligacji pozwala uzyskać pozabankowe fundusze średnio- i długoterminowe. Obligacje są tańszym źródłem finansowania niż kredyt lub emisja akcji. Spółka nie ponosi kosztów prowizji należnej bankom przy zaciąganiu kredytu. Unika także nadzoru banków nad kolejnymi transzami kredytów.<sup>109</sup>

Z kolei w porównaniu z emisją akcji, spółka emitująca obligacje może odpisać sobie koszty finansowe w postaci odsetek z tytułu oprocentowania płaconego obligatariuszom. Dodatkowym minusem akcji jest fakt, że dywidenda wypłacona jest z zysku netto, co zwiększa koszty pozyskania kapitału z emisji akcji.<sup>110</sup>

Wnioskować by można, że emisja obligacji jest najlepszą formą pozyskania kapitału. Jednak nie jest to prawdą. Trudności ze sprzedażą emisji mogą uniemożliwić zebranie niezbędnego kapitału. Wadą jest także niepewna (trudna do przewidzenia) sytuacja firmy w chwili, kiedy obligacje trzeba będzie wykupić.<sup>111</sup>

Wielkość udzielonej pożyczki emitentowi obligacji odzwierciedla jej wartość nominalna. Dla każdej obligacji nowej emisji jest ona taka sama. Po terminie wykupu pożyczka ta jest spłacana przez emitenta według tej wartości. Cena rynkowa z kolei dotyczy obligacji biorących udział w obrocie na rynkach giełdowych. Wielkość ta zależna jest od kształtowania się popytu i podaży na nie.<sup>112</sup>

Termin wykupu (*maturity*, termin zapadalności) to okres mierzony od daty emisji obligacji do czasu, kiedy powinny one być wykupione. Pierwotny termin wykupu oznacza

---

<sup>104</sup> J. Socha, *Rynek, giełda...*, op. cit., s. 89.

<sup>105</sup> *Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach* (tekst jedn.: Dz. U. 01.120.1300).

<sup>106</sup> J. Socha, *Zrozumieć giełdę*, Olympus, Warszawa 1992, s. 13.

<sup>107</sup> j. w.

<sup>108</sup> *Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. ...*, op. cit.

<sup>109</sup> W. Dębski, op. cit., s. 199.

<sup>110</sup> tamże, s. 200.

<sup>111</sup> j. w.

<sup>112</sup> j. w.

długość okresu, na jaki została ona wyemitowana, rzeczywisty z kolei to czas od wybranego dnia do terminu zapadalności, co oznacza, że rzeczywisty termin wykupu zmniejsza się z każdym upływającym rokiem od czasu emisji.<sup>113</sup>

Biorąc pod uwagę kryterium sposobu oprocentowania, można obligacje podzielić na:

1. o stałym oprocentowaniu,
2. o zmiennym oprocentowaniu,
3. indeksowane,
4. o kuponie zerowym.<sup>114</sup>

Cechą obligacji jest systematyczność wypłat odsetek, naliczanych w stosunku do jej wartości nominalnej według pewnej stopy oprocentowania (wyjątkiem są obligacje zerokuponowe). Może ona być stała lub zmienna.<sup>115</sup> Obligacje o stałym oprocentowaniu przynoszą każdego roku stały dochód. W przypadku obligacji o zmiennym oprocentowaniu stopa zmienia się pod wpływem zmian pewnych ustalonych stóp procentowych na rynku finansowym. Obligacje indeksowane charakteryzuje korygowanie stałej stopy procentowej o wskaźnik wzrostu cen, kursów walutowych lub wartości rynkowej pewnego ustalonego dobra (np. złota).<sup>116</sup>

Warunki ekonomiczne w chwili emisji mają znaczący wpływ na to, jaki rodzaj obligacji zostanie wybrany. Wysoka inflacja i jej zmienność sprawia, że zainteresowaniem mogą cieszyć się obligacje o zmiennej stopie procentowej, indeksowane lub zamienne na akcje. Zabezpieczają one bowiem dochód realny obligatariusza. W warunkach stabilności cen emitowane są obligacje o stałym oprocentowaniu.<sup>117</sup> Chcąc zwiększyć atrakcyjność lokaty środków pieniężnych w obligacje, emitent może dopuszczać możliwość zamiany w przyszłości obligacji na akcje.<sup>118</sup>

Obligacje zerokuponowe charakteryzują się tym, że nabywane są w cenie niższej od ich wartości nominalnej. Dyskonto ukrywa oprocentowanie obligacji. Emitent wykupuje obligacje po cenie nominalnej, wypłacając w ten sposób należne obligatariuszowi odsetki.<sup>119</sup>

---

<sup>113</sup> j. w.

<sup>114</sup> J. Socha, *Rynek, giełda...*, op. cit., s. 91.

<sup>115</sup> W. Dębski, op. cit., s. 201.

<sup>116</sup> M. Daniluk, *Rynek kapitałowy. Papiery wartościowe, operacje giełdowe, strategie inwestowania*, Dom Wydawniczy „Bellona”, Warszawa 1998, s. 120-121.

<sup>117</sup> J. Socha, *Rynek...*, op. cit., s. 91.

<sup>118</sup> W. Dębski, op. cit., s. 201.

<sup>119</sup> J. Socha, *Rynek...*, op. cit., s. 91.

Gdy za obligacje musimy zapłacić kwotę wyższą niż jej wartość nominalna, mamy doczynienia z obligacją z premią. Premia ta nie jest zwracana przy wykupie. Traktuje się ją jako koszt nabycia obligacji.<sup>120</sup>

Obligacje mogą mieć formę zdematerializowaną, jako zapis księgowy w pamięci komputera, lub materialną. Tradycyjna postać materialna składa się z:

1. zapisu dłużnego (tzw. płaszcza) zawierającego serię, nr papieru, jego nazwę, wartość nominalną, nazwę emitenta, stopę oprocentowania, termin wykupu ewentualnie inne szczegóły określające cechy pożyczki;

2. arkusza kuponowego, składającego się z odcinków, które służą do inkasowania odsetek (coraz częściej emitenci z niego rezygnują a kwoty należne z racji oprocentowania wysyłają do obligatariuszy).<sup>121</sup>

Obligacje dzielimy także na zabezpieczone i niezabezpieczone. Pierwsze z nich dają inwestorowi pewność, że otrzyma wartość nominalną obligacji i należną sumę oprocentowania.<sup>122</sup> Z posiadaniem drugich wiąże się ryzyko nie odzyskania kwoty za obligacje i należnych odsetek, jednak ten rodzaj jest popularniejszy na rynku papierów wartościowych. Związane jest to z mniejszymi kosztami ich emisji. Przedsiębiorstwa, które je emitują, mają najczęściej ugruntowaną pozycję na rynku i pewną sytuację finansową.<sup>123</sup>

Mało znany emitent może zabezpieczyć spłaty pożyczki obligacyjnej całością lub częścią majątku (obligacje hipoteczne). Inny sposób to gwarancja innego podmiotu. Rodzajem obligacji zabezpieczonych są obligacje papilarne, tj. zabezpieczone przez skarb państwa. Istnieje też instytucja powiernika emisji, którą może pełnić np. bank. Do jego najważniejszych obowiązków należy monitorowanie i nadzorowanie wykonania warunków umowy emisyjnej. Zajmuje się on ściąganiem należności, gdy emitent jest niewypłacalny, ma prawo m. in. zająć jego majątek.<sup>124</sup>

Obligacje mogą być wykupywane jednorazowo lub w kilku terminach. Proces losowania decyduje, które z obligacji będą wykupione w danym terminie.<sup>125</sup>

Z posiadania obligacji tej samej emisji wynikają takie same uprawnienia dla wszystkich obligatariuszy. Obligacje mogą być oferowane na rynku prywatnym lub publicznym. W pierwszym przypadku oferta kierowana jest do indywidualnych adresatów

---

<sup>120</sup> j. w.

<sup>121</sup> W. Dębski, *op. cit.*, s. 201.

<sup>122</sup> J. Socha, *Rynek...*, *op. cit.*, s. 91.

<sup>123</sup> W. Dębski, *op. cit.*, s. 202.

<sup>124</sup> tamże, s. 202-203.

<sup>125</sup> tamże, s. 203.

(w Polsce grupa nie większa niż 300 osób). W drugim ma formę publicznej subskrypcji uwzględniającej przepisy prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi.<sup>126</sup>

Obligacje można podzielić ze względu na jej emitentów. Wyróżniamy<sup>127</sup> :

1. obligacje skarbowe, których emitentem jest państwo,
2. obligacje przemysłowe emitowane przez przedsiębiorstwa,
3. obligacje komunalne wypuszczane przez władze lokalne,
4. obligacje hipoteczne emitowane przez instytucje finansowe.

Obligacje emitowane przez przedsiębiorstwa są wyżej oprocentowane niż inne rodzaje obligacji np. skarbowe. Obligacje, które krajowi emitenci wypuszczają na rynek krajowy nazywamy krajowymi. Gdy obligacje na rynku krajowym emitowane są przez podmioty zagraniczne, mamy do czynienia z obligacjami zagranicznymi. Międzynarodowe instytucje finansowe mogą emitować obligacje międzynarodowe, których wprowadzeniem na rynek państw zajmują się międzynarodowe syndykaty banków lub duże banki inwestycyjne.<sup>128</sup>

## **2.2. Pozostałe instrumenty rynku papierów wartościowych**

### **2.2.1 Listy zastawne**

Ważnym instrumentem finansowym rynku kapitałowego, emitowanym przez banki hipoteczne, towarzystwa kredytowe i ziemskie, są listy zastawne.<sup>129</sup> „Hipoteczny list zastawny jest papierem wartościowym imiennym lub na okaziciela, którego podstawę emisji stanowi wierzytelność banku hipotecznego zabezpieczona hipotekami”.<sup>130</sup>

List zastawny może być wyemitowany w formie dokumentu, zdematerializowanej lub w odcinkach zbiorowych. Bank hipoteczny jest zobowiązany do wykupu listu zastawnego od inwestora oraz wypłaceniu należnych odsetek.<sup>131</sup>

Listy są średnio- lub długoterminowymi papierami wartościowymi, emitowanymi na rynku nieruchomości. Są instrumentami finansowymi rynku wtórnego, m. in. znajdują się w obrocie giełdowym. Mogą być papierami wartościowymi imiennymi lub na

---

<sup>126</sup> M. Daniluk, op. cit., s. 120.

<sup>127</sup> j. w.

<sup>128</sup> tamże, s. 121-122.

<sup>129</sup> tamże, s. 125.

<sup>130</sup> J. Socha, *Rynek...*, op. cit., s. 98.

<sup>131</sup> j. w.

okaziciela. Stanowią ochronę oszczędzającego, jednocześnie zabezpieczając długoterminowe inwestycje.<sup>132</sup>

Oprócz zabezpieczenia hipotecznego list zastawny charakteryzuje to, że przez określony czas emitent nie może wypowiedzieć go, a posiadacz nie może żądać jego wykupienia. Instrument ten może być wystawiony w walucie krajowej lub zagranicznej.<sup>133</sup> Zgodnie z ustawą w Polsce przewidziane są dwa rodzaje listów zastawnych<sup>134</sup>:

1. hipoteczne listy zastawne – podstawą ich emisji są zabezpieczone hipotekami wierzytelności banku hipotecznego,
2. publiczne listy zastawne – podstawą ich emisji może być albo kredyt zabezpieczony poręczeniem lub gwarancją skarbu państwa, NBP, EBOR, EBI, Banku Światowego, państw członkowskich Wspólnoty Europejskiej albo wierzytelności banku hipotecznego, będące efektem udzielenia kredytów wyżej wymienionym podmiotom.

### **2.2.2. Kontrakty terminowe**

W wyniku postępującego rozwoju gospodarczego, na rynkach finansowych zaczęły rozwijać się nowe instrumenty finansowe, umożliwiające zawieranie transakcji terminowych.<sup>135</sup> Transakcje na giełdzie możemy podzielić na terminowe i kasowe. Z tymi drugimi mamy do czynienia w sytuacji, kiedy kupnu lub sprzedaży danego dobra po określonej cenie, na podstawie umowy, towarzyszy jednoczesna jego dostawa i zapłata za niego.<sup>136</sup> „Transakcje terminowe są umowami o prawa do zakupu lub sprzedaży papierów wartościowych w przyszłości” a ich „przedmiotem jest nabycie lub zbycie praw do własności majątkowych w określonej przyszłości.”<sup>137</sup>

Do podstawowych rodzajów kontraktów terminowych zalicza się transakcje forwards, futures i opcje. Instrumenty te określa się także jako pochodne papierów wartościowych (derywaty). Oznacza to, że ich wartość zależy od ceny waloru, który jest przedmiotem transakcji.<sup>138</sup>

---

<sup>132</sup> M. Daniluk, op. cit., s. 125.

<sup>133</sup> tamże, s.125-128

<sup>134</sup> *Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 roku o listach zastawnych i bankach hipotecznych* (Dz. U. 1997, nr 140 poz. 940. z późniejszymi zmianami).

<sup>135</sup> M. Daniluk, op. cit., s. 128.

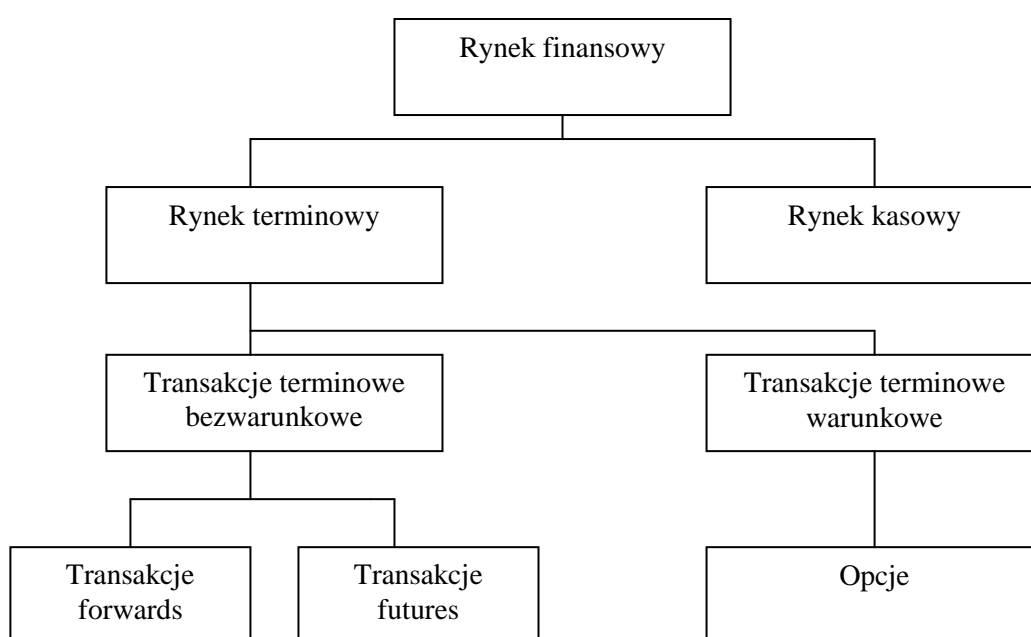
<sup>136</sup> W. Dębski, op. cit., s. 280.

<sup>137</sup> M. Daniluk, op. cit., s. 128.

<sup>138</sup> W. Dębski, op. cit., s. 354.

Instrumenty pochodne cieszą się coraz większą popularnością, dlatego czołowym giełdom światowym zależy na posiadaniu silnego rynku terminowego. Bank Rozliczeń Międzynarodowych (BIS) wyliczył, że wartość obrotów derywatami wciąż rośnie. W I kwartale br. wzrosła o 19% w porównaniu z IV kwartałem ub. r. i osiągnęła wartość 333 bln USD. Jest to zasługa coraz większej popularności kontraktów opartych na instrumentach o stałym oprocentowaniu.<sup>139</sup> Struktury rynku terminowego przedstawia schemat.<sup>140</sup>

**Schemat 3.** Struktura rynku kapitałowego.



Źródło. W. Dębski, op. cit., s. 283.

„Kontrakt terminowy forward jest umową zobowiązującą jedną ze stron do dostawy, a drugą do przyjęcia określonego dobra w ustalonym terminie, w określonej ilości oraz określonej jakości, a także po cenie wyznaczonej w momencie zawierania umowy.”<sup>141</sup>

Kontrakt forward jest kontraktem niestandardowym, ustalany w procesie negocjacji, dostosowanym do potrzeb stron transakcji. Brak standaryzacji decyduje o jego braku płynności, a co za tym idzie, braku możliwości występowania w obrocie

<sup>139</sup> Ł. Korycki, *Rośnie giełdowy obrót derywatami*, Gazeta Giełdy Parkiet, 14.06.2005.

<sup>140</sup> W. Dębski, op. cit., s. 354.

<sup>141</sup> tamże, s. 282

giełdowym.<sup>142</sup> Z tego też powodu dalsza jego charakterystyka, jako niezwiązana z tematem niniejszej pracy, zostaje pominięta.

### 2.2.2.1. Kontrakty *futures*

„Kontrakt *futures* jest umową zawartą pomiędzy stronami, zobowiązującą jedną z nich do zakupu, a drugą do sprzedaży określonej ilości przedmiotu transakcji, po wyznaczonej cenie, w ustalonym dniu przyszłym lub do dokonania rozliczenia pieniężnego mającego na celu wyrównanie różnicy cen.”<sup>143</sup> W chwili zawarcia umowy nie jest wiadome, kto jest dłużnikiem, a kto wierzycielem, stąd przy kontraktach *futures* mamy do czynienia z umową dwustronnie zobowiązującą nienazwaną, w odróżnieniu od typowej umowy kupna-sprzedaży.<sup>144</sup>

Najczęściej uczestnikami transakcji kontraktów są maklerzy, specjaliści banków inwestycyjnych i instytucji finansowych. Zawierają oni transakcje w imieniu własnym lub na zlecenie klienta. Kupno kontraktu oznacza zajęcie pozycji długiej, a sprzedaż – krótkiej.<sup>145</sup>

Na giełdach kontraktów *futures* decydującą rolę odgrywa dźwignia finansowa. Dzięki niej pewna niewielka kwota, zwana depozytem gwarancyjnym lub zabezpieczającym, umożliwia nabycie w przyszłości całego kontraktu.<sup>146</sup> Inwestor zobowiązany jest do ciągłego utrzymywania poziomu depozytu przynajmniej w minimalnej kwocie zabezpieczającej jego otwarte pozycje.<sup>147</sup>

Działanie dźwigni sprawia, że kontrakty *futures* są instrumentami finansowymi o dużym ryzyku, o czym świadczyć może doprowadzenie przez jednego maklera do upadku brytyjskiego Banku Barings w 1995 roku.<sup>148</sup>

Przy kontraktach *futures* na koniec sesji następuje tzw. porównanie do rynku. Każdego dnia kontrakty wyceniane są przez giełdową izbę rozrachunkową na podstawie aktualnej ceny rynkowej. W zależności od tego, czy wartość kontraktu *futures* wzrosła czy spadła, na konto inwestora wpływa lub z niego wypływa odpowiednia kwota. Gdy strata,

---

<sup>142</sup> j. w.

<sup>143</sup> tamże, s. 292

<sup>144</sup> j. w.

<sup>145</sup> M. Daniluk, op. cit., s. 133.

<sup>146</sup> G. Crawford, B. Sen, *Instrumenty pochodne, narzędzie podejmowania decyzji finansowych*, Wydawnictwo K.E. Liber, Warszawa 1998 s. 11.

<sup>147</sup> M. Daniluk, op. cit., s. 133.

<sup>148</sup> tamże, s. 134.

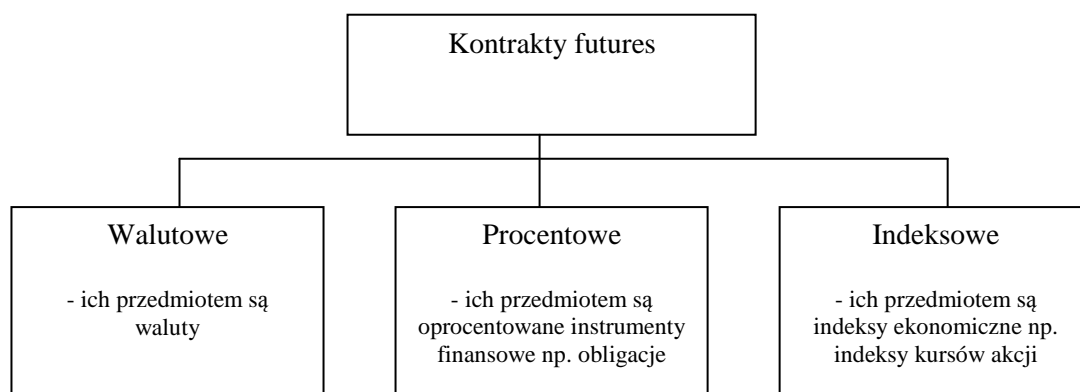


wynikająca ze spadku rynkowej wartości waloru lub indeksu, na jaki jest zawarty kontrakt *futures*, spowoduje spadek wartości depozytu poniżej jego minimalnej dopuszczalnej wielkości, brakująca suma musi być natychmiast wpłacona na rachunek przez inwestora. W przeciwnym razie jego makler likwiduje rachunek, uniemożliwiając wystąpienie na nim braku pieniędzy. Debet na koncie musi być przez maklera spłacony izbie rozrachunkowej. On sam stara się tą kwotę potem wynegocjować od klienta.<sup>149</sup>

Istnieją dwa sposoby na zawieranie kontraktów *futures* na giełdach:

1. *open outcry* – transakcje zawierane przez maklerów na zasadzie wykrzykiwania cen w pomieszczeniach giełdowych, przyjmowania ich przez innych maklerów i potwierdzenia obrotu przed końcem sesji u sekretarza giełdy<sup>150</sup>;
2. korzystanie z systemów skomputeryzowanych – transakcje zawierane są przy pomocy nowoczesnych urządzeń i programów, co ułatwia i usprawnia obrót na giełdzie.<sup>151</sup>

**Schemat 4.** Rodzaje kontraktów *futures*.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie W. Dębski, op. cit., s. 301.

Koniunktura na giełdzie ma zasadniczy wpływ przy ustalaniu w transakcjach terminowych przyszłych wartości bazowych. Do jej oceny stosuje się zazwyczaj wskaźniki kursów giełdowych (np. Dow Jones, FT-SE 100).<sup>152</sup> Transakcje terminowe mogą być

<sup>149</sup> G. Crawford, B. Sen, op. cit., s. 11.

<sup>150</sup> tamże, s. 12-13.

<sup>151</sup> W. Dębski, op. cit., s. 283.

<sup>152</sup> S. Seroczyński, J. Stachowicz, *Kontrakty, futures i opcje*, Kantor Wydawniczy s. c., Kraków 1994, s. 32.

zrealizowane poprzez uiszczenie różnicy między ceną rynkową a ceną uzgodnioną lub przez rzeczywiste przeniesienie praw papierów wartościowych przy jednoczesnym uregulowaniu opłaty bazowej.<sup>153</sup>

Okolo 97% transakcji na giełdach kontraktów *futures* finalizowana jest przed terminem zapadalności przez likwidację. W tym celu inwestor zawiera kontrakt przeciwny do pierwotnego tzn. otwiera pozycję przeciwstawną. Drugim sposobem jest *roll out*, czyli zastąpienie kontraktu podobnym, ale o późniejszym terminie wykonania. Izba rozrachunkowa kompensuje obydwie transakcje, ostatecznie rozliczając inwestora.<sup>154</sup>

Gdy kontrakt nie został zamknięty wcześniej, dochodzi do tego w terminie wygaśnięcia kontraktu. O chęci jego realizacji izbę rozrachunkową informuje osoba zajmująca krótką pozycję. Nabywca musi zaakceptować cenę rynkową instrumentu bazowego (cenę zamknięcia w momencie dostawy).<sup>155</sup>

Kontrakty *futures* mogą być stosowane w celach zabezpieczających (*hedging*) oraz dla arbitrażu.<sup>156</sup> Pozycję długą na rynku *futures* a krótką na rynku rzeczywistym powinien zająć inwestor wtedy, gdy cena kontraktu jest niższa od wartości teoretycznej. I odwrotnie, kiedy cena kontraktu przewyższa wartość teoretyczną, należy zająć pozycję krótką na rynku terminowym i długą na rzeczywistym.<sup>157</sup>

#### 2.2.2.2. Opcje

Kolejnym instrumentem pochodnym rynku finansowego są opcje. M. Daniluk definiuje je jako „uprawnienie do zakupu lub sprzedaży określonego tytułu własności lub instrumentu finansowego w określonym terminie w przyszłości i po ustalonej cenie”.<sup>158</sup> Podkreśla on, że opcja uprawnia do zakupu lub sprzedaży, ale nie zobowiązuje. Transakcje opcyjne cechuje więc asymetria uprawnień.<sup>159</sup>

O tym, czy kontrakt zostanie wykonany, czy nie, decyduje jego nabywca. Za to prawo musi on wystawcy opcji zapłacić odpowiednią sumę, premię. Maksymalna kwota jaką może stracić nabywca jest równa wielkości premii. Sytuacja taka ma miejsce, gdy pozwala on, aby ważność kontraktu opcyjnego wygasła samoistnie. Wystawca kontraktu musi

---

<sup>153</sup> M. Blitz, *Rynek usług finansowych*, PWE, Warszawa 1993, s. 65.

<sup>154</sup> W. Dębski, op. cit., s. 300.

<sup>155</sup> j. w.

<sup>156</sup> j. w.

<sup>157</sup> strona internetowa poświęcona kontraktom terminowym, <http://www.futures.pl> (14.05.2005).

<sup>158</sup> M. Daniluk, op. cit., s. 129.

<sup>159</sup> j. w.

dostarczyć odpowiednią ilość instrumentu bazowego, gdy taka będzie wola nabywcy kontraktu.<sup>160</sup>

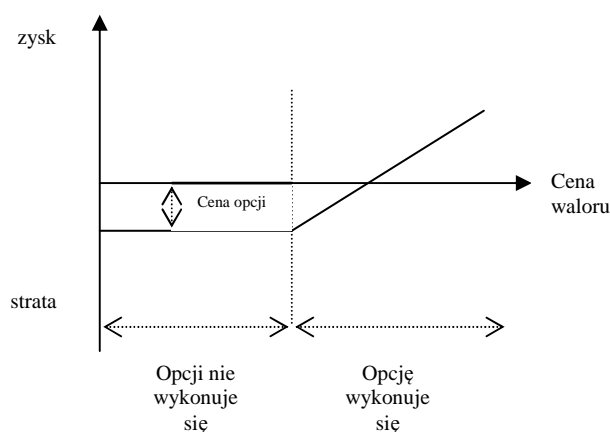
Opcje są ważnym elementem nowoczesnych finansów, umożliwiającym budowę rozmaitych struktur inwestycyjnych.<sup>161</sup> Istnieją dwa podstawowe rodzaje opcji<sup>162</sup>:

1. opcja kupna (*call*), gdzie jej nabywca ma prawo zakupu instrumentu finansowego w określonym przyszłym terminie i określonej cenie, a wystawca sprzedaje prawo do nabycia instrumentów finansowych;

2. opcja sprzedaży (*put*), która jest prawem sprzedaży instrumentu finansowego w ustalonej przyszłości i po ustalonej cenie. Jej nabywca podejmuje decyzję w przyszłości o jej ewentualnej realizacji, za co wystawcy płaci premię za nabycie praw.

Każdy z powyższych rodzajów opcji można kupić albo sprzedać (tj. można kupić opcję kupna lub sprzedaży oraz wystawić opcję kupna lub sprzedaży).<sup>163</sup>

**Wykres 1.** Zysk lub strata nabywcy opcji kupna w zależności od ceny instrumentu opcji w dniu realizacji.



Źródło. Opracowanie własne na podstawie M. Daniluk, op. cit., s. 130, G. Crawford, B. Sen, op. cit., s. 17.

Przy zakupie opcji kupna inwestor wchodzi w posiadanie prawa do nabycia po określonej cenie i w określonym czasie instrumentu bazowego. Nie ma on obowiązku zrealizowania opcji. Kupując opcję płaci on wystawcy premię. Gdy cena rynkowa znajduje się poniżej ceny wykonania opcji, nie opłaca się jej realizować, korzystniejsze jest bowiem

<sup>160</sup> tamże, s. 355.

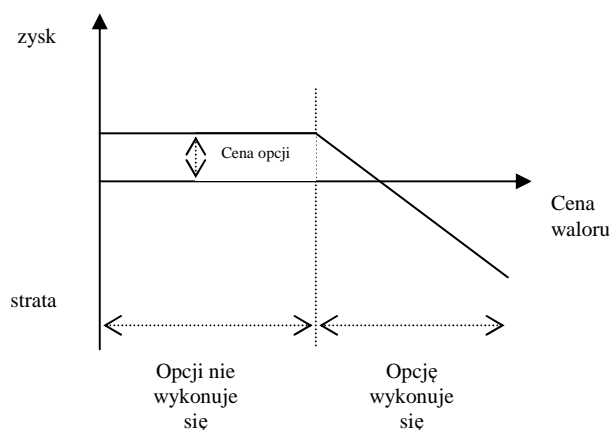
<sup>161</sup> K. Samberger, *Instrumenty pochodne na akcje: opcje, indeksy, kontrakty terminowe, koszyki i ETF-y*, „Rynek Terminowy” 2003, nr 1.

<sup>162</sup> M. Daniluk, op. cit., s. 129-131.

<sup>163</sup> G. Crawford, B. Sen, op. cit., s. 14.

nabycie instrumentu po cenie rynkowej. W sytuacji tej opcja ta nie ma wartości wewnętrznej. Określa się, że jest ona „poza ceną” (*out of the money*). Opcja jest „w cenie” (*in the money*), gdy ma wartość wewnętrzną – cena instrumentu bazowego na rynku jest wyższa od tej na jaką opiewa opcja. W tej sytuacji nabywca realizuje opcje kupna.<sup>164</sup>

**Wykres 2.** Zysk lub strata wystawcy opcji kupna w zależności od ceny instrumentu opcji w dniu realizacji.



Źródło. Opracowanie własne na podstawie M. Daniluk, op. cit., s. 130, G. Crawford, B. Sen, op. cit., s. 17.

Przeciwną pozycję inwestor zajmuje wystawiając opcję kupna. W tej sytuacji to on otrzymuje premię. Zobowiązuje go ona do realizacji opcji, gdy zażąda tego nabywca. Sytuacja ta ma miejsce, gdy wartość rynkowa instrumentu bazowego przewyższy wartość realizacji opcji. Nabywca za niższą cenę otrzymuje wtedy walor o wyższej wartości rynkowej. Strata wystawcy opcji kupna może być nieograniczona. Opcję kupna można wystawić z pokryciem lub bez pokrycia. Z pokryciem mamy do czynienia, gdy inwestor posiada dany instrument finansowy, na jaki jest opcja, lub kontrakt *futures* na ten instrument.<sup>165</sup>

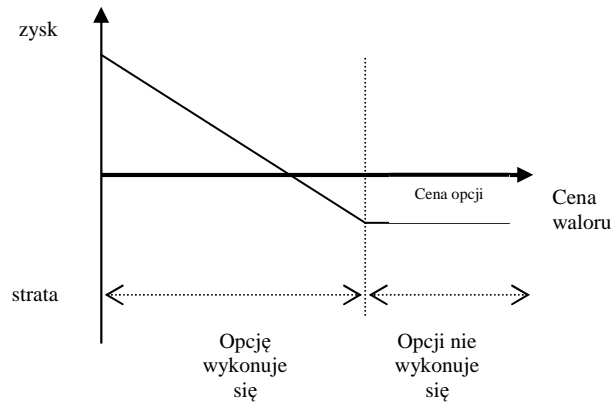
Chcąc zabezpieczyć się przed ewentualnym spadkiem wartości instrumentu finansowego, który posiada inwestor, może on kupić opcję sprzedaży. W ten sposób nabywa on prawo do sprzedania w określonej przyszłości i po określonej cenie danego instrumentu bazowego. Gdy wartość instrumentu spada poniżej ceny wykonania opcji, opłacalna staje się jej realizacja. Zysk z opcji sprzedaży w tym wypadku zostaje

<sup>164</sup> tamże, s. 14-15.

<sup>165</sup> tamże, s. 15-16.

pomniejszony o premię, będącą kosztem zabezpieczenia. W przypadku, gdy wartość instrumentu rośnie, zyski z tym związane zostają pomniejszone o wysokość premii.<sup>166</sup>

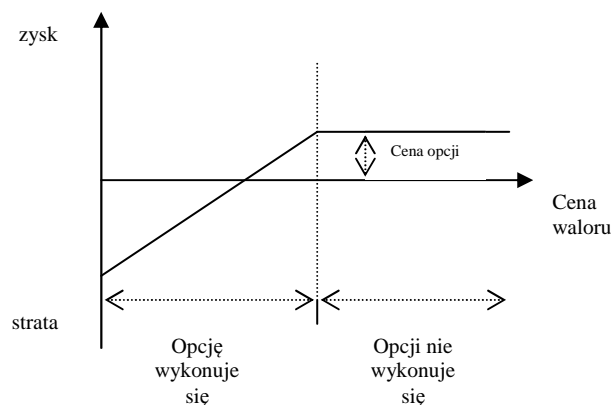
**Wykres 3.** Zysk lub strata nabywcy opcji sprzedaży w zależności od ceny instrumentu opcji w dniu realizacji



Źródło. Opracowanie własne na podstawie M. Daniluk, op. cit., s. 130, G. Crawford, B. Sen, op. cit., s. 17.

Przeciwną pozycję zajmuje inwestor wystawiając opcję sprzedaży. Dostaje on premię od nabywcy opcji. Ewentualny spadek wartości rynkowej instrumentu bazowego poniżej ceny, na jaką opiewa opcja oznacza, że wystawiający będzie musiał zapłacić kwotę wynikającą z różnicy między ceną wykonania opcji, a ceną rynkową instrumentu pierwotnego.<sup>167</sup>

**Wykres 4.** Zysk lub strata wystawcy opcji sprzedaży w zależności od ceny instrumentu opcji w dniu realizacji.



Źródło. Opracowanie własne na podstawie M. Daniluk, op. cit., s. 130, G. Crawford, B. Sen, op. cit., s. 17.

<sup>166</sup> j. w.  
<sup>167</sup> j. w.

Opcje możemy też podzielić na opcje typu europejskiego i amerykańskiego. Pierwsze mogą być zrealizowane w ściśle określonym terminie, drugie natomiast w dowolnym momencie od dnia zawarcia transakcji opcyjnej do dnia jej realizacji.<sup>168</sup>

Do najczęściej stosowanych instrumentów pierwotnych na jakie mogą być wystawiane opcje należą:

1. akcje (opcja akcyjna),
2. kursy walutowe (opcja walutowa),
3. stopy procentowe (opcja procentowa),
4. indeksy danej giełdy (opcja indeksowa).<sup>169</sup>

Transakcje opcyjne rozliczane są przez dostarczenie nabywcy opcji instrumentu bazowego po określonej cenie lub gotówki, będącej równowartością różnicy między ceną realizacji opcji a rynkową ceną instrumentu (pierwszy sposób nie dotyczy opcji indeksowej – nie można dostarczyć nabywcy instrumentu, jakim jest indeks giełdowy).<sup>170</sup>

### 2.3. Kwity depozytowe

„Kwity depozytowe są specyficznymi papierami wartościowymi wyemitowanymi w innym kraju na podstawie złożonych do depozytu (wyłączonych z obrotu) akcji wypuszczonych przez spółkę danego kraju.”<sup>171</sup> Umożliwiają one przepływ papierów wartościowych na inne rynki. Ich powstanie związane jest z rozwojem rynków kapitałowych.<sup>172</sup>

Pomysłodawcą kwitów depozytowych był amerykański bankier John Pierpont Morgan, który w 1927 roku, chcąc umożliwić zakup akcji londyńskiego domu towarowego Selfridge Ltd. na rynku amerykańskim, doprowadził do wypuszczenia ADR-ów (American Depositary Receipt), tj. amerykańskich kwitów depozytowych. W ten sposób doprowadził on do stworzenia nowego rodzaju papieru wartościowego.<sup>173</sup> Obecnie obrót i emisję ADR-ów regulują przepisy amerykańskiego prawodawstwa o papierach wartościowych, a one same są traktowane jako „samodzielny” papier wartościowy emitowany przez amerykański bank.<sup>174</sup>

---

<sup>168</sup> M. Daniluk, op. cit., s. 132.

<sup>169</sup> j. w.

<sup>170</sup> j. w.

<sup>171</sup> W. Bień, *Rynek papierów wartościowych*, Difin, Warszawa 2004, s. 160-161.

<sup>172</sup> M. Daniluk, op. cit., s. 134.

<sup>173</sup> tamże, s. 135.

<sup>174</sup> W. Bień, op. cit., s. 162.

Gdy emisja kwitów odbywa się jednocześnie na dwóch lub więcej rynkach, mamy do czynienia z Globalnymi Kwitami Depozytowymi – GDR-y (Global Depository Receipts). Najczęściej tymi rynkami są Europa i Stany Zjednoczone. Istnieją także SDR-y – Singapurskie Kwity Depozytowe, IDR-y – Międzynarodowe Kwity Depozytowe itp.<sup>175</sup>

Dzięki kwitom depozytowym spółki mogą pozyskiwać akcjonariuszy na rynkach zagranicznych. Ten rodzaj instrumentów finansowych często jest pierwszym krokiem do wprowadzenia akcji spółki bezpośrednio na giełdy zagraniczne.<sup>176</sup>

Syntetyczną charakterystykę kwitów depozytowych przedstawił J. Czeladko<sup>177</sup>, a wymienione przez niego cechy można zawrzeć w kilku punktach, tj.:

1. Emisja kwitów odbywa się przez banki depozytowe i jest ekwiwalentem akcji emitowanych i notowanych na lokalnych rynkach kapitałowych.
2. Ilość akcji zdeponowanych, którą reprezentuje kwit depozytowy, jest ściśle określona. Liczba ta nie musi być całkowita.
3. Kwity depozytowe mogą być denominowane w różnych walutach, najczęściej jednak w dolarach.
4. Kwity dają ich właścicielom takie same prawa, jakie przysługują akcjonariuszom. Zaliczamy do nich prawo do dywidendy, prawo poboru przy emisji nowych akcji oraz prawo do głosu na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy, chyba że to ostatnie zostanie wyłączone w umowie depozytowej.
5. W handlu kwitami depozytowymi występuje swoboda. Na żądanie właściciela mogą one zostać umorzone. Otrzymuje on wówczas odpowiednią liczbę akcji lub, po ich sprzedaniu, środki pieniężne.

Emisje kwitów depozytowych dzielimy na sponsorowaną i niesponsorowaną. Za niesponsorowaną uważa się emisję, która powstaje na skutek przekazania przez inwestora do depozytu w banku akcji nabytych na rynku zagranicznym. Bank wystawia wówczas kwit depozytowy, który może być przedmiotem obrotu na rynku krajowym inwestora. Emitent akcji nie uczestniczy w tej emisji.<sup>178</sup>

Za emisję sponsorowaną uważa się tę, która powstaje w porozumieniu z emitentem akcji. Na podstawie umowy między nim a bankiem wypuszczającym ADR-y, deponuje on

---

<sup>175</sup> J. Czeladko, *Kwity depozytowe*, Liber, Warszawa 1998, s. 11-12.

<sup>176</sup> W. Bień, op. cit., s. 161.

<sup>177</sup> J. Czeladko, op. cit., s. 3.

<sup>178</sup> W. Bień, op. cit., s. 162-163.

całą lub część nowej emisji akcji, na której podstawie wypuszczane są na zagraniczny rynek kwity depozytowe.<sup>179</sup>

**Tabela 2.** Kwity depozytowe polskich spółek w sierpniu 2005 roku.

Nazwa GDR	Liczba akcji przypadająca na kwit depozytowy	Giełda	Waluta
Agora	1	Londyn	USD
Agora	1	Frankfurt	EUR
Agora	1	Berlin	EUR
Agora	1	Monachium	EUR
Bank Millenium	1	Frankfurt	EUR
Bank Millenium	1	Berlin	EUR
KGHM	2	Londyn	USD
KGHM	2	Berlin	EUR
Mostostal Exp.	1	Frankfurt	EUR
Mostostal Exp.	1	Berlin	EUR
Pekao S. A.	1	Londyn	USD
PKN Orlen	2	Londyn	USD
PKN Orlen	2	Frankfurt	EUR
PKN Orlen	2	Berlin	EUR
PKN Orlen	2	Monachium	EUR
Prokom Software	1/2	Londyn	USD
Prokom Software	1/2	Frankfurt	EUR
Prokom Software	1/2	Berlin	EUR
Telekomunikacja Polska	1	Londyn	USD
Telekomunikacja Polska	1	Frankfurt	EUR
Telekomunikacja Polska	1	Berlin	EUR

Źródło. *Polskie Kwity Depozytowe*, Gazeta Giełdy Parkiet, 12.08.2005.

ADR-y możemy podzielić także ze względu na poziom emisji. Przy podziale tym brane są pod uwagę tylko emisje sponsorowane. Do Poziomu I, który jest jednym z najprostszyc i najtańszyc sposobów zaistnienia spółki na rynku amerykańskim, należą kwity emitowane na podstawie akcji znajdujących się już w obrocie, nie nowych emisji. Kwity Depozytowe Poziomu I występują tylko na rynku pozagiełdowym. Korzyścią dla spółki, której akcje są podstawą emisji kwitów, jest zwiększenie popytu na jej walory, a co

<sup>179</sup> j. w.



za tym idzie ich kursu. Wynika to z faktu skupienia pewnej znacznej części akcji i złożenia w depozycie.<sup>180</sup>

Amerykańskie Kwity Depozytowe Poziomu II występują już w obrocie giełdowym. Podobnie jak kwity Poziomu I powstają w oparciu o akcje spółki, które już istnieją. Dzięki dopuszczeniu ADR-ów do notowań giełdowych wzrasta ich płynność oraz prestiż samej spółki, jednak z uruchomieniem programu kwitów na Poziomie II związane są o wiele większe koszty niż z kwitami Poziomu I.<sup>181</sup>

Wyżej wymienione rodzaje kwitów najczęściej są etapem wstępnym do wypuszczenia na rynek amerykański kwitów na Poziomie III. Od poprzednich różni je to, że ich wystawienie może być oparte na nowej emisji akcji. W ten sposób spółka może pozyskać znaczne wielkości kapitałów, które może wykorzystać do swojego rozwoju.<sup>182</sup>

Obecnie sytuacja kwitów depozytowych jest bardzo niepewna. W niedalekiej przyszłości może się okazać, że instrument finansowy, jakim jest GDR, może stracić na znaczeniu. W obliczu coraz liczniejszych sojuszy giełdowych i związanym z nimi swobodnym handlem akcjami między członkami wspólnego rynku, kwity depozytowe mogą stać się zbędne.<sup>183</sup>

---

<sup>180</sup> J. Czeladko, op. cit., s. 8-9.

<sup>181</sup> tamże, s. 9-10.

<sup>182</sup> tamże, s. 11-12.

<sup>183</sup> Ł. Korycki, *Ruszył Nasdaq Europe*, Gazeta Giełdy Parkiet, 9-11.06.2001.