

ARTUR DEMBNY

RENTOWNOŚĆ PROWADZENIA DZIAŁALNOŚCI MAKLERSKIEJ W POLSCE

1. WSTĘP

W obiegowej opinii prowadzenie przedsiębiorstwa maklerskiego (samodzielnego domu maklerskiego lub biura maklerskiego będącego częścią banku) jest wysokodochodowym przedsięwzięciem. Za podstawę tego stwierdzenia służy przekonanie, iż działalność maklerska czerpie swoje zyski z pośrednictwa w obrocie kapitałów nieograniczonej rzeszy drobnych inwestorów indywidualnych oraz wielkich korporacji finansowych. Tych zaś jest nieskończona ilość, będących dodatkowo zawsze w gotowości do przeprowadzania transakcji. Powszechnie uważa się, że źródłem nieograniczonych zysków jest umożliwianie przeprowadzania operacji giełdowych. Do potwierdzenia powyższych stwierdzeń potrzebna jest przynajmniej pobieżna znajomość tego sektora usług finansowych, oparta na przedstawieniu następujących problemów:

- określeniu dopuszczalnych prawem źródeł osiągania dochodu w działalności maklerskiej,
- zbadaniu struktury klientów pod względem ilościowym (liczba rachunków inwestycyjnych) i jakościowym (wartość zgromadzonych na rachunkach kapitałów),
- określeniu rzeczywistych dochodów przedsiębiorstw maklerskich wraz z wyznaczeniem ich pochodzenia,
- wyznaczeniu perspektyw pozyskiwania dochodów w przyszłości.

Szersze omówienie dochodowości działalności maklerskiej przekracza oczywiście rozmiary niniejszego opracowania, gdyż wymagałoby przedstawienia dogłębnych studiów na temat znaczenia rynku giełdowego w krajowym systemie gospodarczym, nakreślenia ogólnych perspektyw dla tej branży, uwzględnienia zagrożeń dla domów maklerskich z powodu przyszłej integracji europejskiej a także wskazania, na jakim etapie rozwoju rynków kapitałowych znajduje się obecnie Polska. Nie bez znaczenia jest także bieżąca sytuacja społeczno-ekonomiczna w kraju.

Artykuł prezentuje spojrzenie niejako punktowe, czyli wyjęte z szerszego kontekstu czasowego. Podejście takie jest uzasadnione, głównie dlatego, że działalność maklerska ma w Polsce niezbyt długą historię – zaledwie dziesięcioletnią. Ponadto, pierwsze lata funkcjonowania rynku giełdowego należy wyraźnie odróżnić od ostatnich 2 - 3 lat, głównie z powodu eksplozji inwestycyjnej z lat 1993 - 1994. Należy przyjąć, że do roku 1995 a nawet 1996, polska giełda znajdowała się w pierwotnej fazie rozwojowej, w której

napływali dopiero przyszli klienci (ich struktura zaczynała się kształtować), a sam rynek z powodów organizacyjnych (technika obrotu, ilość sesji, ilość biur maklerskich) i jakościowych (ilość notowanych walorów) znajdował się w fazie nieustannego rozwoju. W takiej sytuacji, porównywanie rentowności finansowej ukazanej w strukturze czasowej nie ma większego sensu. Dodatkowo, należy też pamiętać, że mniej więcej do 1995 roku podmioty maklerskie ciągle ustalały i doskonaliły systemy pobierania opłat za swoje usługi. Z racji braku wcześniejszych doświadczeń, ustalenie poziomu kosztów usług maklerskich wymagało wzajemnego „dotarcia” się uczestników rynku i wypracowania kompromisowych stawek. W pewnym okresie (lata 1994 - 1995) proces ten został przyspieszony przez „wojnę prowizyjną” pomiędzy przedsiębiorstwami maklerskimi. Warto tutaj zaznaczyć, że obecne stawki opłat za usługi maklerskie są wynikiem czystej gry rynkowej. Pomimo wielości podmiotów na rynku, firmy maklerskie nie zawiązały żadnego „kartelu” prowizyjnego. W tej kwestii panuje obecnie na rynku swoisty *status quo* pomiędzy przedsiębiorstwami maklerskimi a inwestorami. Ci drudzy zdają się rozumieć, że dalsze obniżanie opłat zacznie działać przeciwko nim, gdyż nie tylko pozbawi ich dostępu do rynku (z powodu bankrutujących biur i domów maklerskich), ale także zablokuje rozwój niezbędnej infrastruktury technicznej, z której sami korzystają w codziennych operacjach.

2. DZIAŁALNOŚĆ MAKLERSKA W ŚWIETLE OBOWIĄZUJĄCEGO W POLSCE PRAWA

Polski system prawny w zakresie obrotu giełdowego skonstruowano w taki sposób, aby wymusić wykonywanie wszystkich czynności przez pośredników posiadających pozwolenie Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (KPWiG). Prowadzenie przedsiębiorstwa maklerskiego jest w Polsce koncesjonowane, wymaga uzyskania zgody KPWiG. Może być ono prowadzone przez samodzielną spółkę akcyjną, która jest nazywana *domem maklerskim*. Działalność maklerską mogą też prowadzić banki, po uprzednim uzyskaniu zgody KPWiG – na takich samych zasadach, jak samodzielne spółki akcyjne. Banki zwykle wydzielają ze swojej struktury niezależne departamenty, lub traktują działalność maklerską na prawach samodzielnych oddziałów. W tym przypadku stosuje się dla nich nazwę *biura maklerskiego*.

Uprawianie działalności maklerskiej jest usankcjonowane przepisami ustawy „Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi” z 21 sierpnia 1997 roku wraz z późniejszymi zmianami. Ostatnie z nich, wprowadzone w nowelizacji z 8 grudnia 2000 r. dostosowały obowiązujące uregulowania do standardów unijnych. Wspomniana ustawa, oprócz kompleksowego unormowania zasad funkcjonowania rynku kapitałowego, dosyć dokładnie określa zakres działalności, jakie może prowadzić przedsiębiorstwo maklerskie. Niektóre z tych czynności wymagają uzyskania pozwolenia, pozostałe nie pociągają za sobą takiej konieczności, gdyż wystarczającym jest posia-

danie pozwolenia na prowadzenie działalności przez przedsiębiorstwo maklerskie.

Do grupy zadań wymagających uzyskania zezwolenia, zalicza się następujące działania związane z obrotem papierami wartościowymi:

- oferowanie papierów wartościowych w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej (czyli przeprowadzanie publicznych ofert sprzedaży akcji takich, jak np. sprzedaż akcji Telekomunikacji Polskiej S.A., Banku Handlowego, Pekao S.A., itp.),
- nabywanie lub zbywanie papierów wartościowych na cudzy rachunek (typowe pośrednictwo giełdowe, polegające na realizacji zleceń złożonych przez klientów przedsiębiorstwa maklerskiego),
- nabywanie lub zbywanie papierów wartościowych na własny rachunek celem realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego (sprawowanie funkcji tzw. animatora rynku, która polega na podtrzymywaniu płynności na danym papierze wartościowym – gdy brakuje ofert kupna lub sprzedaży, wystawia je właśnie animator),
- zarządzanie cudzym pakietem papierów wartościowych na zlecenie (granie na giełdzie w czyimś imieniu i podejmowanie za niego wszystkich decyzji – przede wszystkim w co zainwestować),
- doradztwo w zakresie obrotu papierami wartościowymi,
- prowadzenie rachunków papierów wartościowych oraz rachunków pieniężnych służących do ich obsługi,
- pośrednictwo w nabywaniu lub zbywaniu papierów wartościowych będących w obrocie na zagranicznych rynkach regulowanych,
- podejmowanie czynności faktycznych i prawnych związanych z obsługą towarzystw funduszy inwestycyjnych, funduszy inwestycyjnych, towarzystw emerytalnych i funduszy emerytalnych,
- dokonywanie czynności związanych z obrotem towarami giełdowymi (przewidziane dla giełd towarowych).

Bez uzyskania specjalnego pozwolenia przedsiębiorstwa maklerskie mogą się natomiast zajmować oferowaniem następujących usług:

- przygotowaniem analizy celowości i sposobu pozyskiwania kapitału oraz analizy czynników wpływających na wybór sposobu pozyskiwania kapitału przez zleceniodawcę,
- przygotowaniem analizy celowości wprowadzenia i sposobu wprowadzenia do publicznego obrotu określonych papierów wartościowych zleceniodawcy,
- przygotowaniem analizy skutków i kosztów emisji lub wprowadzenia do publicznego obrotu określonych papierów wartościowych,
- sporządzeniem prospektu emisyjnego i memorandumów informacyjnych,
- nabywaniem lub zbywaniem papierów wartościowych na własny rachunek celem realizacji umów o sub-emisje inwestycyjne lub usługowe,
- udzielaniem pożyczek na zakup papierów wartościowych oraz pożyczaniem papierów wartościowych na podstawie odrębnych przepisów,
- nieodpłatnym udzielaniem informacji dotyczących inwestowania w papiery wartościowe,
- podejmowaniem czynności faktycznych i prawnych, których celem jest doprowadzenie do objęcia, nabycia lub zbycia przez zleceniodawcę papie-

rów wartościowych niedopuszczonych do publicznego obrotu oraz innych czynności związanych z obrotem takimi papierami wartościowymi.

Po wejściu Polski do Unii Europejskiej, na polskim rynku kapitałowym będą mogły również funkcjonować zagraniczne przedsiębiorstwa maklerskie, prowadzące działalność na terenie innego państwa członkowskiego. W związku z zasadami unijnego prawa, nie będą musiały występować o odrębne zezwolenie w Polsce, jednakże katalog dopuszczalnych czynności będzie dla nich nieco inny, niż dla przedsiębiorstw maklerskich, mających status rezydenta. Został on ograniczony w ustawie do następujących czynności:

- przyjmowania i przekazywania zleceń nabycia lub zbycia papierów wartościowych dopuszczonych do publicznego obrotu,
- przyjmowania i przekazywania zleceń nabycia lub zbycia tytułów uczestnictwa w instytucjach zbiorowego inwestowania,
- przyjmowania i przekazywania zleceń nabycia lub zbycia dłużnych papierów wartościowych o terminie realizacji praw z tych papierów krótszym niż rok,
- przyjmowaniu i przekazywaniu zleceń nabycia lub zbycia i zawieraniu transakcji w zakresie praw pochodnych lub innych instrumentów finansowych, nie będących papierami wartościowymi, których charakter prawny odpowiada konstrukcji praw pochodnych,
- zawieraniu na własny rachunek transakcji, których przedmiotem są papiery wartościowe wymienione w pierwszych czterech punktach,
- zarządzaniu portfelami, w skład których wchodzi papiery wartościowe lub przynajmniej jedno z praw, o których mowa w pierwszych czterech punktach,
- doradztwie w zakresie obrotu papierami wartościowymi,
- nabywaniu lub zbywaniu papierów wartościowych na własny rachunek w celu wykonywania umów o sub-emisję inwestycyjne i usługowe lub zawieraniu i wykonywaniu innych umów o podobnych charakterze.

Większość osób kojarzy pracę przedsiębiorstwa z różnymi rodzajami usług finansowych, z których można skorzystać w jego przedstawicielstwach, czyli tzw. POK-ach. Do najważniejszych z nich można zaliczyć:

- przyjmowanie zleceń kupna i sprzedaży papierów wartościowych oraz praw pochodnych na giełdę,
- przyjmowanie i wydawanie zaświadczeń depozytowych,
- pełnienie funkcji dysponenta dla wpłat i wypłat z rachunków inwestycyjnych,
- przyjmowanie wszelkich innych zleceń na operacje na papierach wartościowych (blokady, zastawy, przelewy),
- obsługa funduszy powierniczych i inwestycyjnych,
- sprzedaż akcji w publicznych ofertach,
- obsługa dokumentów kredytowych,
- prowadzenie notowań ciągłych,
- prowadzenie działalności reklamowej i marketingu dla klientów,
- dystrybucja i obsługa obligacji Skarbu Państwa,
- obsługa publicznych wezwań do odsprzedania akcji,

- obsługa dyspozycji telefonicznych i telefaksowych,
- podpisywanie umów o świadczenie usług,
- przekazywanie analiz i rekomendacji,
- obsługa tzw. zleceń DDM (Do Dyspozycji Maklera),
- prowadzenie czynności archiwizacyjnych, depozytowych, itp.,
- dystrybucja informacji z systemów giełdowych,
- obsługa spółek niepublicznych.

3. STRUKTURA KLIENTÓW PRZEDSIĘBIORSTW MAKLERSKICH

Jednym z podstawowym źródeł dochodów podmiotów prowadzących działalność maklerską jest sprawowanie funkcji pośrednika przy zawieraniu transakcji giełdowych. Prześledzenie struktury klientów korzystających z tego rodzaju usługi jest więc niezmiernie ważne przy ocenie rentowności przedsiębiorstw maklerskich.

Liczba inwestorów giełdowych w Polsce ustabilizowała się od 2 - 3 lat na stałym poziomie i nie wykazuje tendencji do przebiccia zaporowego poziomu 1,4 miliona otwartych rachunków inwestycyjnych. Podana liczba nie jest jednakże równoważna z tym, iż w Polsce 3,6% populacji ludności gra na giełdzie. Według danych statystycznych, aktywne jest zaledwie 28,8% wszystkich rachunków inwestycyjnych. Reszta figuruje jako nieużywana. Przyczyny są wielorakie: niektóre konta są puste i jednocześnie martwe od paru lat, inne są uśpione choć zawierają kilka bezwartościowych akcji, których właścicielom nie opłaca się spieniężyć.

Tabela 1

**Ilość rachunków inwestycyjnych na koniec III kwartału 2000 r.
według typu ich posiadaczy**

	Krajowe	Zagraniczne
Banki	365	151
Ubezpieczyciele	137	3
Pozostałe	1 388	151
Podmioty gospodarcze	30 539	293
Osoby fizyczne	1 328 347	3 040
Razem	1 360 776	3 638

Źródło: GUS¹.

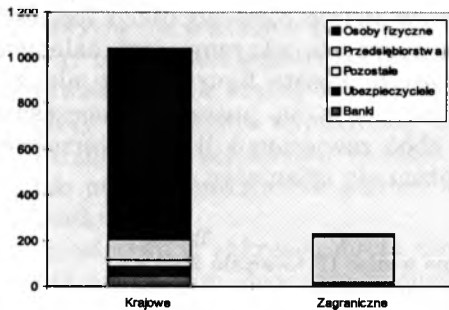
Prawie wszystkie rachunki należą do osób fizycznych (97,5%), a tylko niewielka część do graczy instytucjonalnych. Jak dowodzi tabela 1, tzw. drobni ciułacze dominują na rynku. Niestety, są liderami tylko pod względem ilości rachunków, przegrywają natomiast w klasyfikacji zdeponowanych na nich aktywów. Tylko 40% walorów przetrzymywanych na rachunkach inwestycyjnych należy właśnie do osób fizycznych. Na wartościową strukturę

¹ [Http://www.stat.gov.pl/serwis/monit_kwart/biura_domy_makl](http://www.stat.gov.pl/serwis/monit_kwart/biura_domy_makl).

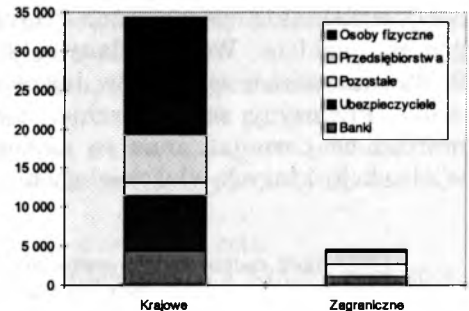
rachunków tylko niewielki wpływ ma aktualna koniunktura. W okresach bessy udział osób fizycznych zwiększa się, gdyż instytucje finansowe mają skłonność do przenoszenia swoich kapitałów na bezpieczne lokaty bankowe (lub inne rynki), jako alternatywę dla będącej w fazie dekoniunktury giełdy. Natomiast w okresach hossy udział inwestorów indywidualnych (a więc osób fizycznych) w wartości aktywów na rachunkach wyraźnie maleje, gdyż instytucje finansowe są skłonne do szybkiego przenoszenia kapitałów z bezpiecznych lokat na rynek kapitałowy, który zapewnia im wtedy większe zyski. Ich potencjał finansowy jest znacznie większy niż w przypadku osób fizycznych.

Jedyną zauważalną anomalią jest fakt, iż krajowi gracze mają tendencję do przetrzymywania na rachunkach inwestycyjnych gotówki (w okresie, gdy nie zajmują pozycji w akcjach), natomiast instytucje finansowe prawie nigdy nie blokują niepotrzebnych środków finansowych (jeśli nie są zaangażowane w akcjach, lokują pieniądze w miejscach innych niż giełda). Tutaj dominacja osób fizycznych jest wyraźna, bo sięga aż 67%. Pokazuje to wykres 1.

A. Gotówka w milionach zł



B. Walory w milionach zł



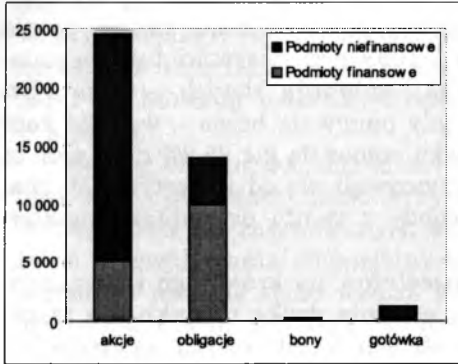
Wykres 1. Struktura wartości rachunków inwestycyjnych na koniec III kwartału 2000 r.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS.

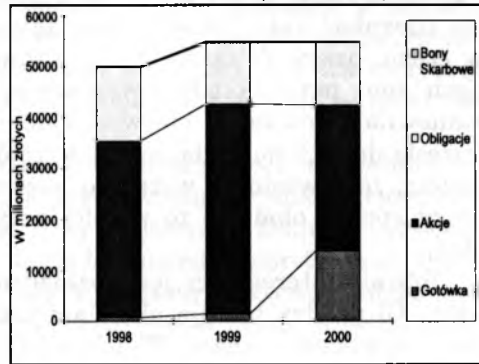
Jeśli chodzi o związek pomiędzy koniunkturą giełdową a wartością aktywów na rachunkach inwestycyjnych, interesujące jest prześledzenie danych z odmiennych okresów, np. z końca 1999 roku – gdy panowała w Polsce internetowa hossa, i z końca czerwca 2000 roku – gdy na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie zagościł przygnębiający marazm i bessa. W pierwszym z wymienionych okresów, na rachunkach inwestycyjnych zdeponowano papiery wartościowe warte łącznie 41,2 miliarda złotych, z czego zaledwie 34% należało do osób fizycznych, reszta zaś do wszystkich innych podmiotów. W drugim okresie, gdy panowały diametralnie odmienne nastroje, wartość papierów wartościowych na rachunkach prawie wcale się nie zmieniła, a udział inwestorów indywidualnych wzrósł do 44%. Jeszcze raz potwierdza to więc wymienioną wyżej zasadę – w okresach niepewności, firmy bardzo szybko uciekają z giełdy. Co ciekawe, pod koniec 1999 roku hossa spowodowała, że w grę była zaangażowana

prawie cała dostępna graczom gotówka. Na rachunkach niewykorzystane leżało tylko 1,4 miliarda złotych (z czego 78% należało do graczy indywidualnych). Pod koniec czerwca, w gotowości czekało już znacznie więcej środków, bo aż 13,9 miliarda złotych (76% należało do osób fizycznych).

A. Na koniec III kwartału 2000 r.



B. W latach 1998-2000 (do czerwca)



Wykres 2. Struktura aktywów na rachunkach inwestycyjnych (w milionach zł)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS.

Znajomość rozkładu aktywów na rachunkach jest niezmiernie ważna z punktu widzenia oceny rentowności przedsiębiorstw maklerskich, gdyż pozwala ona ocenić sprawność ich działania i ewentualny potencjał zysków, które można by osiągnąć. Nie jest to jednak zależność prosta i liniowa. Podstawowy związek jest zrozumiały – im więcej aktywów na rachunkach, tym większa możliwość pozyskania prowizji i tym większa ona będzie w przypadku zrealizowania transakcji. Jednakże z poziomu poszczególnych podmiotów maklerskich zależność ta może przybrać inny charakter. Otóż podmiot maklerski, który posiada większe aktywa zdeponowane przez klientów niż inne podmioty, może przeprowadzać dla swoich klientów większe (jednorazowo) transakcje, od których prowizja będzie mniejsza niż od sumy kilkunastu mniejszych od takiej samej wartości. Przedsiębiorstwa maklerskie stosują bowiem praktykę negocjowania poziomu prowizji, często stosując mechanizm degresywny (im większa transakcja, tym mniejsza prowizja). A zatem do określenia potencjału dochodowości potrzebna jest wiedza na temat relatywnego poziomu zasobności klientów (jako stosunek wartości aktywów do ilości klientów). Pewnych ogólnych informacji o potencjale dochodowości wszystkich przedsiębiorstw maklerskich udziela wykres 2. Pokazuje on rozkład aktywów zdeponowanych na rachunkach inwestycyjnych ze względu na ich rodzaj.

Jak dowodzi wykres 2, najwięcej aktywów ulokowano w akcjach, co jest bardzo korzystne dla podmiotów maklerskich, gdyż największe procentowo prowizje są pobierane właśnie od transakcji kupna i sprzedaży akcji. Pośrednictwo w obrocie obligacjami jest znacznie mniej dochodowe, natomiast prowizje z operacjami bonami skarbowymi są stosunkowo niewielkie. Warto tu zaznaczyć, że dla podmiotów maklerskich interesujący jest także

utrzymujący się stale na rachunkach „osad” niewykorzystanej gotówki, który jest przez nie lokowany na lokatach rynku międzybankowego, co przynosi dodatkowe dochody.

Strukturę aktywów zdeponowanych na rachunkach inwestycyjnych można też zinterpretować inaczej – jako łączną sumę wartości papierów i gotówki zmieniającą się w zależności od koniunktury. Wtedy będzie można odszukać takie okresy, gdy inwestorzy powstrzymują się od grania w czasie bessy. W czasie hossy z końca 1999 przy wartości tak rozumianych kont maklerskich – wynoszącej 42,6 miliarda złotych – tylko 3,3% stanowiła gotówka. W czerwcu 2000 – gdy panowała bessa – wartość kont wzrosła do 55,2 miliarda, jednakże gotówka stanowiła już 25,2% całej puli, co znaczy, że inwestorzy wyraźnie powstrzymywali się od inwestycji. W znaczący sposób obniżało to z kolei przychody z tytułu działalności maklerskiej.

Równie interesujący jest rozkład inwestorów na krajowych i zagranicznych. Ci drudzy bywają określani jako ostatnia deska ratunku dla targanego spadkami rynku. W ich możliwościach kapitałowych upatruje się podtrzymania płynności obrotu. Czy rzeczywiście mają oni tak znaczący wpływ na rozbudzenie koniunktury? Dane statystyczne nakazują w to wątpić. Przede wszystkim, należy do nich tylko 3,6 tysiąca rachunków (z czego mamy w Polsce ponad 3 tysiące indywidualnych graczy z zagranicy). Pod koniec 1999 roku, posiadali oni tylko 21,3% ogółu papierów wartościowych zdeponowanych na rachunkach inwestycyjnych. Reszta należała do graczy krajowych. Wolna gotówka leżąca na kontach tylko w 5,4% należała do graczy zagranicznych. Nie lepiej było na koniec września 2000 roku – obcy spekulanci mieli tylko 14% papierów wartościowych na rachunkach, i zaledwie 0,8% zdeponowanej na nich gotówki. Widać wyraźnie, że bessa spowodowała odpływ zagranicznego kapitału. Sytuacja polepszyła się pod koniec września 2000 r., gdy inwestorzy zagraniczni posiadali już 18% gotówki na kontach i 12% wartości rachunków. Szczególnie duży udział w gotówce sprawia wrażenia przygotowań do wzmożonych zakupów.

Powyzsza analiza daje wiele do myślenia, gdyż odzwierciedla potencjał ewentualnych zysków, jakich mogą się spodziewać domy i biura maklerskie w przypadku hossy. Ponieważ najważniejsze są transakcje na rynku akcji, warto przyrzeć się także ich udziałowi w wartości kont. Pod koniec 1999 roku ich łączna wartość na rachunkach wynosiła 28 miliardów złotych, z czego ponad 30% było w rękach zagranicznych. Na koniec czerwca wartość akcji się nie zmieniła, a odsetek udziału graczy zagranicznych spadł do poziomu 20%.

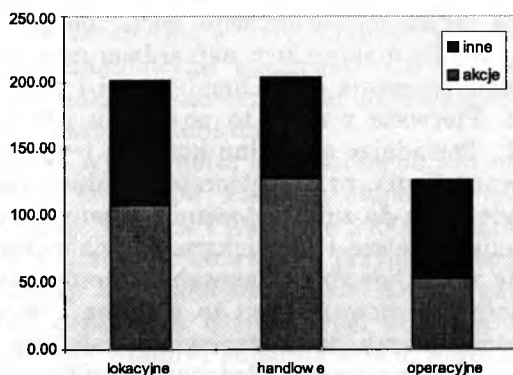
Łatwym do obalenia mitem jest także opinia, iż inwestorzy zagraniczni przetrzymują na swoich rachunkach obligacje. Zarówno na koniec 1999 roku, jak i na koniec czerwca 2000, wartość obligacji zgromadzonych na kontach maklerskich oscylowała wokół poziomu 12 miliardów złotych, z czego do inwestorów zagranicznych należało mniej niż 1%. Obligacje i bony skarbowe cieszą się oczywiście ogromnym zainteresowaniem zagranicznych spekulantów – głównie dzięki naszym stopom procentowym, ale nie przepływają one – jak mylnie sądzi część graczy – przez giełdę i nie

mają nic wspólnego ze „wspomaganiem” koniunktury. Inwestorzy zagraniczni nabywają je raczej na przetargach lub kupują za pośrednictwem banków bony skarbowe, co odbiera zyski maklerom.

Jeśli chodzi o podział rachunku inwestycyjnego na aktywa ryzykowne i bezpieczne, polscy inwestorzy są bardzo bliscy modelowego rozwiązania (co jest zgodne z badaniami ankietowymi) i dzielą rachunek w proporcji 70% w akcjach i 30% w obligacjach. Inwestorzy indywidualni są bardziej agresywni wolą trzymać aż 84,6% aktywów w akcjach. Gracze instytucjonalni są bardziej ostrożni. Preferują spokojniejszy portfel – tylko 58% w akcjach.

Według szacunków, udział inwestorów indywidualnych w obrotach wynosi 44%, pozostała część przypada na inwestorów instytucjonalnych (z czego 34% na zagranicznych a 22% na krajowych). Dane te oznaczają, że do przewidywania potencjalnych dochodów przedsiębiorstw maklerskich potrzebna jest nie tylko wiedza na temat struktury aktywów zdeponowanych na kontach, ale także skłonność różnych typów inwestorów do obrotu tymi aktywami.

Znaczącym posiadaczem walorów są także same przedsiębiorstwa maklerskie. Pod koniec czerwca i września 2000 r. posiadały na swoich własnych rachunkach papiery wartościowe warte ponad pół miliarda złotych, z czego część z nich o wartości ponad 200 milionów, była przeznaczona do aktywnej gry giełdowej.

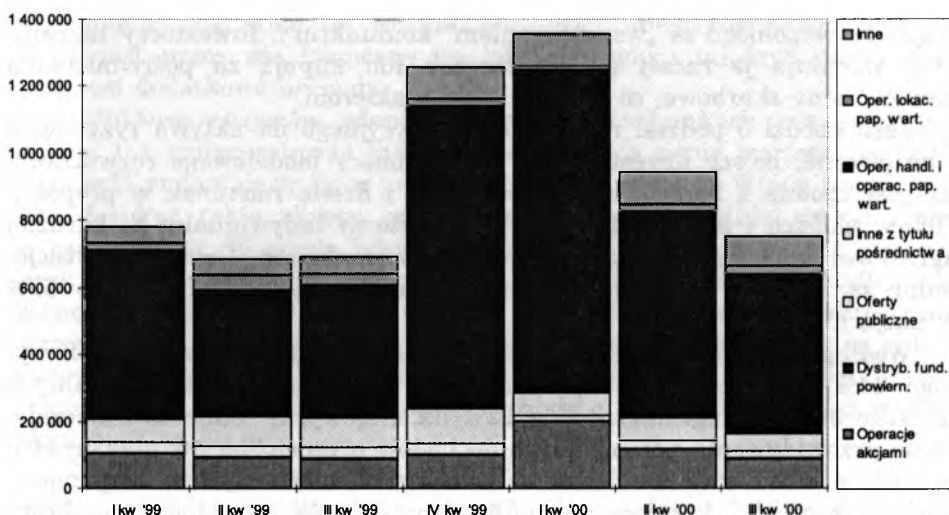


Wykres 3. Struktura aktywów na rachunkach własnych podmiotów maklerskich (w milionach zł)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS.

4. WYNIKI FINANSOWE DZIAŁALNOŚCI MAKLESKIEJ

Omówienie wyników działalności maklerskiej najlepiej rozpocząć od prześledzenia wartości przychodów i kosztów. Ich duże wartości bezwzględne uświadamiają, jaki ogrom operacji finansowych jest potrzebny do wygenerowania zysku w tym typie działalności. Wykres 4 ukazuje uzależnienie

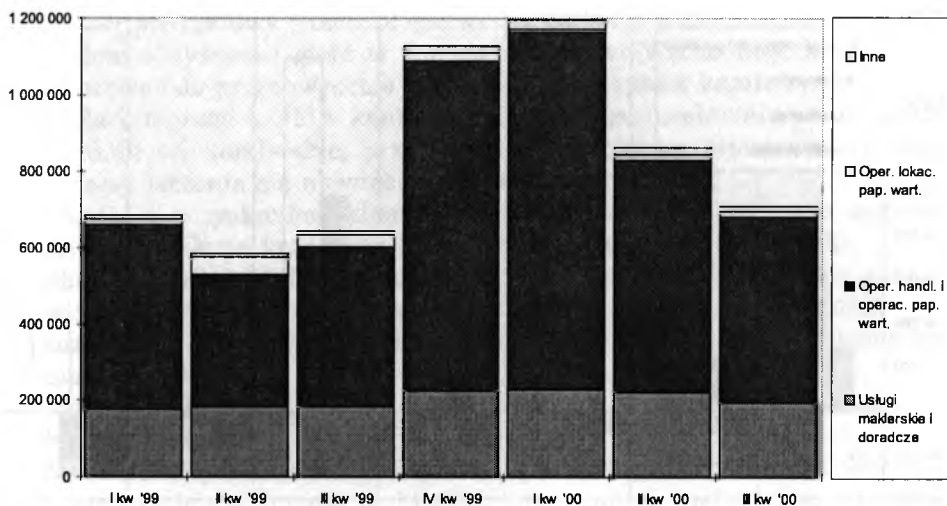


Wykres 4. Źródła przychodów z działalności maklerskiej wg rodzaju (w milionach zł)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS.

wielkości przychodów od sytuacji na giełdzie. Widać na nim wyraźnie, że IV kwartał 1999 r i I kwartał 2000 odstają dodatnio od pozostałych. Jest to okres tzw. „internetowej hossy” na GPW w Warszawie. Ukazana na wykresie struktura przychodów wymownie wskazuje, jakie typy działalności są dla przedsiębiorstw maklerskich najbardziej interesujące. Jak widać, najwięcej przychodów zapewnia obrót handlowymi i operacyjnymi papierami wartościowymi. Pierwsze z nich, to po prostu własne walory domów i biur maklerskich. Posiadając specjalne komórki i wyspecjalizowane oraz dobrze poinformowane kadry, przedsiębiorstwa maklerskie aktywnie wykorzystują sytuację giełdową do zainwestowania własnych środków. To źródło przychodów jest najważniejsze i największe. Ma charakter zmienny. Dużo mniejsze znaczenie ma lokowanie własnych papierów wartościowych (np. w obligacje czy bony skarbowe) – jest to stabilne i pozbawione związku z koniunkturą źródło przychodów, stanowiące zaledwie niewielki udział w całości rachunku ekonomicznego. Podobny charakter wykazują: dystrybucja funduszy powierniczych i przeprowadzanie ofert publicznych. Stosunkowo niewielki udział w przychodach mają natomiast prowizje maklerskie (oznaczone na wykresie 4 jak operacje akcjami), aczkolwiek ich związek z sytuacją giełdową jest najbardziej widoczny. W okresie hossy jest prawie dwukrotnie większy niż przed nią i po jej zakończeniu.

Koszty prowadzenia działalności maklerskiej są znacznie łatwiejsze do zrozumienia. Tylko jeden ich składnik wykazuje wyraźny związek z koniunkturą – jest to operowanie własnymi papierami wartościowymi (handlowymi i operacyjnymi). Kosztem jest tu po prostu wartość ich zakupu, stąd tak wielka wartość bezwzględna tego składnika. Inne typy kosztów mają charakter stały, w tym także koszty z tytułu działalności maklerskiej. Jest to bardzo istotne: koszty te, to w większości składniki stałe,



Wykres 5. Źródła kosztów w działalności maklerskiej wg rodzaju (w milionach zł)

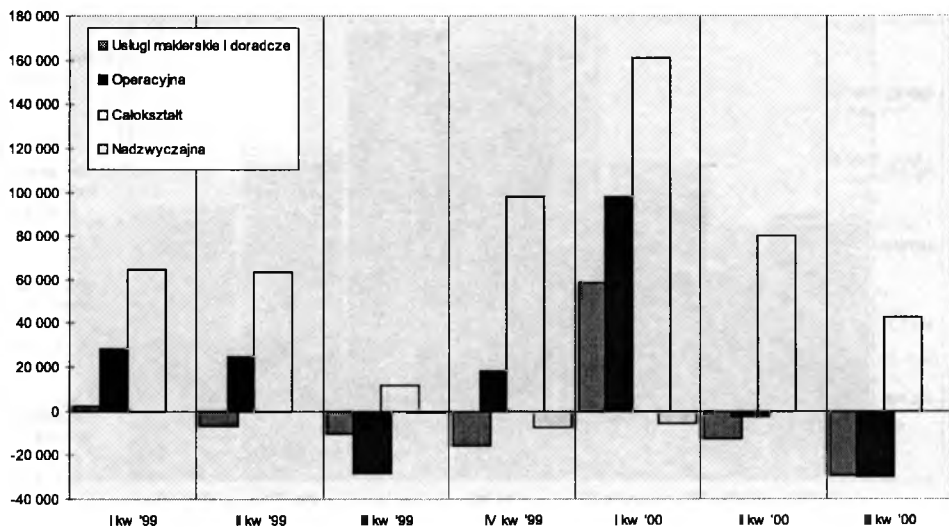
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS.

takie jak opłaty giełdowe, koszty utrzymania sieci POK, koszty osobowe, koszty systemów informacyjnych. Ich wartość jest niezależna od sytuacji giełdowej, co znaczy, że nie podążają one w przypadku hossy w ślad za przychodami (jak ma to miejsce w przypadku przychodów i kosztów z obrotu operacyjnymi i handlowymi papierami wartościowymi). W związku z czym, od tego składnika można oczekiwać największego wzrostu rentowności w przypadku dobrej koniunktury.

Wykres 4 pokazuje wyniki netto na poszczególnych rodzajach działalności w okresie siedmiu kwartałów. Pierwszy słupek, to wynik z działalności maklerskiej i doradczej. Tylko w I kwartale 2000 jest on dodatni na skutek hossy giełdowej. W pozostałych kwartałach przyjmuje permanentnie wartość poniżej zera, co znaczy, że działalność maklerska polegająca na pośrednictwie jest generalnie deficytowa. Słupek drugi to wynik z działalności operacyjnej oraz finansowej. Stanowi składnik zysku, który prawie zawsze jest dodatni. Słupek trzeci obrazuje całokształt wyniku finansowego ze wszystkich typów działalności. Jak dowodzi jego struktura czasowa, zawsze jest dodatni, co znaczy, że przedsiębiorstwa maklerskie średnio przynoszą zyski, choć bywają okresy (III kwartał 1999), gdy niemal ocierają się o katastrofę finansową. Ostatni, czwarty słupek, to wynik z wydarzeń nadzwyczajnych.

Bolączką prywatnych biur maklerskich jest ich słabe zaplecze finansowe, które powoduje, że w okresach dekoniunktury na rynku, działają one na krawędzi opłacalności. Biura bankowe zawsze mogą liczyć na pomoc macierzystego banku.

Na rynku już od dłuższego czasu ujawniła się tendencja, że na usługach maklerskich i doradczych zarabia się tylko w okresach bardzo silnej



Wykres 6. Wynik z prowadzenia działalności maklerskiej wg rodzaju (w milionach zł)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS.

hossy. W pozostałych – jest to działalność deficytowa. Źródłem zysków jest natomiast obracanie papierami wartościowymi na własny rachunek (domy i biura maklerskie grają na giełdzie własnymi pieniędzmi) oraz organizowanie emisji publicznych, czy pobieranie opłat za rozmaite usługi z zakresu obrotu giełdowego. Biura bankowe są tu znacznie silniejsze, bo jest o wiele łatwiej oferować na rynku usługi np. obsługi emisji, zwłaszcza gdy ich macierzysty bank współpracuje ze spółką i udziela mu kredytów.

Generalna wymowa wykresu 6 jest mało pocieszająca. Wynika z niej, że przedsiębiorstwom maklerskim prawie wcale nie opłaca się obsługiwać klientów zewnętrznych. Najlepiej wychodzą na samodzielnym graniu własnymi środkami. Nie jest jednakże tak, że firmy maklerskie chętnie pozbyłyby się klientów. Potrzebne im są kapitały zgromadzone przez graczy na rachunkach inwestycyjnych. Chociażby dlatego, aby samemu się angażować w rynek akcji.

5. DETERMINANTY PRZYSZŁEJ RENTOWNOŚCI DZIAŁALNOŚCI MAKLESKIEJ

O perspektywach rentowności maklerskiej w najbliższej przyszłości zdecyduje szereg czynników mikro- i makro-otoczenia ekonomicznego. Najważniejsze z nich, to przede wszystkim:

- sytuacja społeczno-gospodarcza w kraju, Unii Europejskiej i gospodarce ogólnosiwiatowej, rzutująca na funkcjonowanie giełd papierów wartościowych,
- czynniki ryzyka operacyjnego (polityczne, fiskalne, prawne),

- rozwój produktowy i technologiczny na GPW,
- poziom aktywności giełd w Europie Środkowo-Wschodniej, które mogą aspirować do przechwycenia części polskiego rynku kapitałowego,
- skala integracji z UE w kontekście całkowitego uwolnienia prowadzenia działalności maklerskiej przez podmioty z państw członkowskich oraz procesy łączenia się największych giełd europejskich,
- kłopoty z pozyskaniem klientów (odpływ inwestorów na rynki zagraniczne, osiągnięcie krańcowej liczby aktywnych graczy krajowych),
- kłopoty z samoustataniem tożsamości podmiotów maklerskich z punktu widzenia prawnej i organizacyjnej formy prowadzenia działalności,
- rozpoczęcie procesów konsolidacyjnych wśród krajowych przedsiębiorstw maklerskich,
- bariery kapitałowe,
- bariery kadrowe.

Niektóre z tych czynników wymagają szerszego rozpatrzenia. Przyglądając się rodzimym domom maklerskim oraz innym instytucjom organizującym obrót kapitałem, bardzo trudno jest określić **ich dokładne miejsce w strukturze organizacyjnej polskiego rynku**. Nie chodzi tu bynajmniej o kwestionowanie ich roli i znaczenia w zdrowej gospodarce, a jedynie o określenie docelowej lokalizacji na mapie instytucji finansowych.

W Polsce ten fragment gospodarki² – szczególnie jeśli chodzi o usługi maklerskie, doradcze i zarządzania aktywami – podlega nieustannej ewolucji. Jest to zresztą jego podstawowa cecha, wymuszona przez postępującą innowację i ciągłą ewolucję usług finansowych. Często dochodzi na nim do sprzeczności: KPWiG najpierw promuje wydzielanie się biur maklerskich ze struktury banków, potem dyskretnie zaprzestaje nacisku na szybkie dokończenie tego procesu; w międzyczasie jeden z gigantów krajowego rynku (CDM Pekao S.A.) zapewne za namową swojego właściciela (*Unicredito*) rozpoczyna forsowanie rozwiązania przeciwnego, czyli integracji działalności maklerskiej z bankowością komercyjną, na poziomie oddziałów banków; rozbieżności te powodują zamieszanie na rynku, zwłaszcza wśród podmiotów, które planowały wydzielenie i w tej chwili stanęły przed koniecznością zrewidowania swoich planów.

W związku z powyższym, na rynku usług maklerskich panuje obecnie potężny zamęt koncepcyjny, na pewno nie sprzyjający generowaniu zysków, a raczej napędzający niepotrzebne koszty prowadzonych badań studialnych, analiz i wycen. Jeśli zaś chodzi o konkretne rozwiązania organizacyjne, to dominują u nas trzy wyraźnie odrębne i ciągle zmieniające się formy prowadzenia działalności:

- jako departament/oddział banku – przedsiębiorstwo maklerskie/doradcze/zarządzanie aktywami jest formalnie wyodrębnioną częścią banku; nie jest samodzielne finansowo i pracuje na wspólny wynik banku,
- jako wyodrębniona przez bank osobna spółka-córka, nad którą ma on w większości przypadków całkowitą kontrolę; spółka taka (koniecznie

² A. Dembny, *Miejsce działalności inwestycyjnej*, „Nasz Bank” – magazyn pracowników PKO BP, nr 1/2001, s. 16.

akcyjna) jest w pełni samodzielna i pracuje tylko na własny wynik; w takiej formie działają obecnie największe i najważniejsze na rynku domy maklerskie oraz firmy zarządzające aktywami,

- jako samodzielna spółka akcyjna, której właścicielami są różne osoby prywatne – celowo oddziela tę formę od samodzielnych spółek bankowych, gdyż w Polsce wyraźnie ukształtował się podział na bankowe i niebankowe domy maklerskie; te drugie mają opinię znacznie słabszych kapitałowo i wielu specjalistów wróży im nieuniknione przejęcie przez bankowe przedsiębiorstwa maklerskie (proces taki jest zresztą zauważalny).

Powyższy podział sam w sobie byłby może mało interesujący, ale należy na niego spojrzeć także z innego punktu widzenia – firmy maklerskie, doradce i zarządzające aktywami uważa się za załączek przyszłych banków inwestycyjnych. Na razie nie mamy w Polsce instytucji tego typu z prawdziwego zdarzenia. Nie są nimi ani aspirujące do tego miana umacniające się domy maklerskie, ani niektóre banki. Na rynku istnieje pewien rozdźwięk, polegający na tym, że niektóre podmioty – częstokroć z tej samej grupy kapitałowej – dublują swoje czynności, co tylko osłabia ich siłę. Wykorzystując to niestety wkraczające na nasz grunt zagraniczne banki inwestycyjne.

Dowodem powielania się działalności wewnątrz jednego banku jest na przykład zarządzanie aktywami (asset management) – robi to sam bank inwestując na giełdzie własne środki, to samo robi jego biuro maklerskie, grając środkami powierzonymi przez klientów, biuro maklerskie może także grać własnymi środkami, bank może też być udziałowcem w funduszu inwestycyjnym, który również zarządza powierzonymi mu środkami i wreszcie bank może mieć udział w towarzystwie emerytalnym, który wykonuje wspomniane wyżej czynności. Na upartego można jeszcze dowiedzieć, że bank może być właścicielem firmy ubezpieczeniowej, która też zajmuje się zarządzaniem aktywami, a także posiadać udziały w jakimś funduszu, np. NFI, który również para się działalnością inwestycyjną. Razem mamy więc kilka różnych form działania, polegających na wykonywaniu tych samych czynności, które tylko rozdrabniają siły, zwiększają koszty działania i osłabiają bank przed konkurencją.

Problem uporządkowania szeroko rozumianej działalności inwestycyjnej (obejmującej nie tylko usługi maklerskie, doradcze i zarządzanie portfelem) nie jest naszą specjalnością. W różnych państwach występują odmienne rozwiązania:

- w Niemczech działalność inwestycyjna jest wyraźnie włączona w działalność banku,
- w systemie brytyjskim działalność inwestycyjna jest organizowana w postaci spółek-córek, podległych bankom,
- w USA wypracowano jeszcze inny model – buduje się tam holdingi; na ich czele stoi swoista „czapa”, będąca firmą nie prowadzącą żadnej działalności operacyjnej, która jest właścicielem spółek-córek, osobno prowadzących działalność bankową, ubezpieczeniową, leasingową oraz inwestycyjną.

Dokąd pójdziemy w Polsce, na razie jeszcze nie wiadomo. Przyglądając się strukturom własności niektórych polskich banków oraz ich podmiotów zależnych i nadrzędnych, doprawdy trudno wywnioskować kto jest czyją własnością i kto komu podlega. Jeszcze trudniej określić możliwą ewolucję takich układów. Nie da się więc przewidzieć, jaki model umiejscowienia działalności inwestycyjnej przyjmie się u nas.

Na razie korzystają z tego światowi potentaci finansowi, którzy wymusili u nas następującą organizację rynku: jako właściciele banków, wykorzystują je jako tanie źródło pozyskiwania kapitału. Nie rozwijają jednak ich działalności inwestycyjnej, tę prowadzą pod własnym szyldem, osłabiają tym samym rodzimy sektor usług tego rodzaju, a jednocześnie wyprowadzając zyski. Na dłuższą metę, na pewno nie jest to korzystne zjawisko. Przykładem jest tutaj działalność ING w Polsce.

Dokąd pójdzie polski rynek kapitałowy? To pytanie w ostatnim czasie bardzo często zadają sobie jego uczestnicy. Na świecie głośno mówi się o różnego rodzaju sojuszach, fuzjach, tworzeniu rynków ponadnarodowych. Co gorsza, swoje siły jednoczą giganci, aby stać się jeszcze większymi i potężniejszymi. A nasza polska giełda – mimo, że jest największa w tym regionie Europy – zaczyna coraz bardziej tracić na znaczeniu. Ma to niebagatelne znaczenie dla dochodowości tego typu działalności. Jak będzie zatem wyglądało inwestowanie w akcje za kilkanaście lat w Polsce? To bardzo trudne pytanie, bo odpowiedź jest wieloaspektowa.

Prędzej czy później **zyski zostaną obłożone podatkiem dochodowym**. Nie należy oczekiwać, aby stawka na przykład 5%, odstraszyła jakiegokolwiek obecnego inwestora. Jeśli ktoś w warunkach giełdy nie obłożonej podatkami dzisiaj inwestuje 100 zł i zarabia 10 zł, to zmniejszenie skali zysku do 9,50 zł nie jest aż takie trudne do zaakceptowania. Można przyjąć, że na graczech taki podatek nie wywrze większego wrażenia. Oczywiście pod warunkiem, że sposób jego naliczania będzie uwzględnił kompensację ze stratami.

Podatek może natomiast podzielać negatywnie na potencjalnych nowych inwestorów. Jeśli w tym samym czasie fiskus zwróci się także w stronę lokat bankowych, to skłonność do lokowania kapitału nie powinna się zasadniczo zmienić. Oszczędzanie w akcjach będzie relatywnie w takim samym stosunku do zakładania lokat, jak przed podatkiem. Nie wpłynie to więc na liczbę inwestorów – dalej będzie ich tylko 1,4 miliona, a nie jedna trzecia populacji, tak jak w USA³. Gorzej może być z emisjami na rynku pierwotnym, które od zawsze były generatorem nowych inwestorów. Wizja podatku na pewno podziela na nich odstraszająco, co znacząco zmniejszy wpływy przedsiębiorstw maklerskich.

Innym zagrożeniem jest **postępująca globalizacja**. Już teraz wiele osób z Polski gra na giełdach zagranicznych. Śladowa ilość robi to legalnie, za pośrednictwem polskich biur maklerskich, reszta spekuluje poprzez internetowe zagraniczne biura maklerskie (zazwyczaj bezpośrednio z USA) działając niestety nielegalnie. W tym przypadku żywiołowy rozwój techno-

³ Źródło: CNBC TV, dane z końca 2000 r.

logii, przepływu danych i świadomości znacznie wyprzedziły dostosowywanie naszych standardów prawnych do reszty świata. Dla przeciętnego użytkownika internetu nie jest żadnym problemem odnalezienie wirtualnego domu maklerskiego. Konto zakłada się od ręki, a płatność dokonuje kartą kredytową. Będąc już klientem, notowania można obserwować w systemie on-line. Do rozliczeń należy założyć konto w zagranicznym banku – co oczywiście również jest nielegalne, z punktu widzenia polskiego prawa dewizowego. Takie konto jest potrzebne do przelewania kapitału z rachunku maklerskiego.

Największym zainteresowaniem cieszą się **internetowe przedsiębiorstwa maklerskie** oferujące dostęp do Nasdaq. Prawo dewizowe jest tu w zasadzie martwe – jeśli ktoś będzie chciał założyć sobie rachunek maklerski za granicą i jeszcze dodatkowo konto w tamtejszym banku, to nie wystraszy się polskiego prawa. Chociażby dlatego, iż istnieje małe prawdopodobieństwo, że bank z zagranicy doniesie polskim organom, iż ktoś z Polski założył sobie w nim konto.

Jeśli więc już teraz uciekają klienci rodzimych domów i biur maklerskich, to należy się zastanowić, co się stanie przy całkowicie wolnym przepływie kapitałów. Niestety, trzeba otwarcie przyznać, że rynki zachodnie dają graczom większą płynność i szerszą ofertę. Na razie, odpływ klientów jest niewielki, bo dotyczy przede wszystkim osób młodych, dobrze zorientowanych w nowych technologiach, obytych z internetem, a przede wszystkim znających język angielski. Takie spekulacje, to nie miejsce dla graczy w średnim i starszym wieku, jakich można spotkać w większości w biurach maklerskich.

Pragnienie grania na Nasdaq nie zrodziło się z niczego. Jego katalizatorem był fakt, iż krajowi emitenci niejednokrotnie właśnie od niego planują zacząć swoją karierę spółki giełdowej⁴. Czy nie grozi nam przypadkiem samonapędzająca się ucieczka? Skoro „tam” są inwestorzy – to „tam” należy notować akcje, bo tylko „tam” można pozyskać kapitał – pomyślą spółki, a inwestorzy pójdą w ich ślady. Taka perspektywa, jak i również ewentualne przyłączenie naszego rynku do któregoś z rodzących się w Europie sojuszy, spowodować musi niemałe zamieszanie na rodzimym rynku usług maklerskich. Przede wszystkim zostanie na nim jeszcze mniej graczy niż obecnie, a co za tym idzie – jeszcze mniej firm maklerskich.

RENTABILITY OF PERFORMING A BROKERS' ACTIVITIES

S u m m a r y

The article presents a spot look at the matter because of the fact that such activities in Poland are known since about 1990, so it must be necessarily taken from a much longer time context. Moreover we must admit that up to 1996 national stock market stayed still in its primordial stage;

⁴ Przykładem jest NETIA S.A.

future customs have only started to affluence, their structure has just begun to get its shape and the stock exchange itself continued still to stay in a phase of constant developing for purely organizational reasons (techniques of turnover, number of sessions, number of brokers' offices) and qualitative problems (number of quoted values).

The Author presents brokers' activities in the light of the law in force now in Poland (first of all – of the „Law on public circulation of securities” from August 21, 1997, and he cites next the kinds of activities related to the circulation of securities which necessarily demand to acquire a license. He also cites all changes in this respect after introducing in Poland of the law of the European Union. Next the structure of customs of brokers' offices and the structure of assets on investments accounts in the period of 1998-2000 are discussed as well as financial returns of brokers' activities in the same period. In final part of his article the Author mentions future determining features of the effectiveness of brokers' activities and reconsiders the position of brokers' houses within the organizational structure of Polish market.