

Ireneusz Pszczółka

Uniwersytet Technologiczno-Humanistyczny im. K. Pułaskiego w Radomiu
e-mail: i.pszczolka@uthrad.pl

**FUNKCJONOWANIE GIEŁD PAPIERÓW
WARTOŚCIOWYCH NA ZIEMIACH POLSKICH –
ANALIZA ZMIAN**

**THE FUNCTIONING OF STOCK EXCHANGES
ON POLISH SOIL – ANALYSIS OF CHANGES**

DOI: 10.15611/sie.2017.1.07

JEL Classification: G100, G200

Streszczenie: W artykule przeprowadzono porównanie funkcjonowania giełd papierów wartościowych na ziemiach polskich, zarówno w kontekście organizacyjnym, jak i prawnym, ze szczególnym uwzględnieniem organizacji giełd po odzyskaniu niepodległości oraz w okresie transformacji gospodarczej lat 90. XX w. i różnicy w dynamice ich rozwoju. Pomimo przerwy w działalności giełdowej, jaka nastąpiła w okresie PRL, handel papierami wartościowymi po 1989 r. wznowiono, wykorzystując wzorce pochodzące z bardziej doświadczonych rynków giełdowych oraz w oparciu o polskie tradycje giełdowe. Odbudowany rynek giełdowy w Polsce charakteryzuje się większym znaczeniem i bardziej pozytywną dynamiką zmian niż ten z okresu dwudziestolecia międzywojennego. Podstawowe metody badawcze wykorzystane w artykule to studia literatury światowej i aktów prawnych oraz analiza danych statystycznych pochodzących z GPW w Warszawie oraz GUS RP.

Słowa kluczowe: giełda papierów wartościowych, giełda pieniężna, rynek kapitałowy.

Summary: The analysis conducted in the article concerns the history of stock and monetary exchanges on Polish soil, both in the context of organizational and legal aspects, with particular emphasis on the period after independence and economic transformation. Despite the break in trading activity that took place in the communist period, the resumption of trading in securities after 1989 took place at both the necessary substantive assistance coming from more experienced stock market and based on the traditions of the Polish stock exchange. The redeveloped stock market in Poland is characterized by greater importance and more positive dynamics of changes than during the interwar period. The paper is based on the international literature and legal acts as well as statistical data delivered by WSE.

Keywords: stock exchange, monetary exchange, capital market.

1. Wstęp

Giełda papierów wartościowych jest jedną z najważniejszych części rynku kapitałowego. Tworzy platformę do handlu papierami wartościowymi, umożliwiając stronom posiadającym nadwyżkę środków finansowych ulokowanie jej w sferze produkcji lub usług oraz nabycie papierów wartościowych emitowanych przez państwo. Jej podstawową funkcją jest z jednej strony umożliwienie pozyskania przez różne podmioty środków finansowych dla prowadzenia działalności inwestycyjnej lub zaspokojenia potrzeb finansowych instytucji publicznych, z drugiej zaś strony wsparcie optymalnej alokacji środków nadwyżkowych przez strony posiadające kapitał. Dodatkowo spełnia także funkcję absorpcji skutków szoków ekonomicznych poprzez mechanizm rozkładu ryzyka inwestycyjnego. Podmioty, które wypożyczają środki pieniężne lub je inwestują oczekują, że poprawnie funkcjonująca instytucja będzie pełniła także funkcje kontrolne [Pietrzak, Polański (red.) 1998, s. 28, 29].

Pierwsze komercyjne giełdy towarowe i pieniężne zaczęły powstawać w Europie Zachodniej już w XV w., a znacząca ich liczba pojawiła się w XVI w. Pierwsza giełda w Brugii powstała w 1409 r., następne: w Antwerpii w 1460 r., w Lionie w 1462 r., w Amsterdamie w 1530 r., w Kolonii w 1553 r., w Hamburgu w 1558 r., w Norymberdze w 1560 r., w Londynie w 1570 r., we Frankfurcie w 1585 r. [Fleckner, Hopt 2013, s. 525], a w Brukseli w 1832 r. [Annaert, Van Hyfte 2006, s. 8]. Pierwsza giełda w Stanach Zjednoczonych powstała w Filadelfii w 1790 r., a współczesna największa giełda na świecie w Nowym Jorku powstała w 1792 r. [Łagowski 2013, s. 71].

Historia giełd na ziemiach polskich jest nieco krótsza. W literaturze spotkać można wzmianki o pierwszej giełdzie pieniężnej, która powstała w Warszawie w 1757 r. Jednak, jak uważa B.P. Marks, było to jedynie prywatne zgromadzenie tzw. bractw kupieckich, dlatego też nie została ona uznana za pierwszą giełdę na ziemiach polskich [Marks 2010, s. 72]. Powszechnie uznaje się, że pierwszą giełdą była Warszawska Giełda Kupiecka założona w 1817 r.

Obecnie funkcjonująca Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW) zachowała część tradycji instytucjonalno-prawnej związanej z funkcjonowaniem reaktywowanej w 1921 r. Giełdy Pieniężnej w Warszawie. Stała się zarazem istotniejszym rynkiem dla gospodarki niż jej odpowiednik w okresie międzywojennym.

Celem artykułu jest porównanie funkcjonowania giełd papierów wartościowych na ziemiach polskich w okresach dwudziestolecia międzywojennego i transformacji gospodarczej po 1989 r., z uwzględnieniem aktów prawnych z lat 1924 i 1991, normujących funkcjonowanie giełd w nowej rzeczywistości gospodarczej. Artykuł, ze względu na obszerność zagadnienia, skupia się jedynie na wybranych aspektach oraz wskaźnikach odnoszących się do ostatniej dekady funkcjonowania każdego z rynków. Wykorzystane metody badawcze to studia literatury przedmiotu i aktów prawnych oraz analiza danych statystycznych pochodzących z wydawnictw Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie i Głównego Urzędu Statystycznego.

2. Początki działalności giełd papierów wartościowych na ziemiach polskich

Historia funkcjonowania giełd papierów wartościowych na ziemiach polskich sięga 1817 r. Wtedy to, 12 maja, otwarto w Warszawie Giełdę Kupiecką. Początkowo przedmiotem obrotu były głównie towary, weksle i obligacje, w późniejszym okresie do obrotu włączono akcje [Kulpaka 2007, s. 121]. Pośrednikami w obrocie byli maklerzy zaprzysiężeni. Pozytywnie na rozwój zarówno tej instytucji, jak i gospodarki kraju, wpłynęło objęcie giełdy w 1828 r. nadzorem Banku Polskiego (wcześniej jej zwierzchnikiem był prezydent Warszawy). Systematycznie w operacjach giełdowych znaczenia nabierały transakcje pieniężne i papierami wartościowymi, a zmniejszała się wartość obrotu towarami. Ważnym wydarzeniem dla ówczesnego parkietu było wprowadzenie do obrotu w 1840 r. akcji spółek kolei żelaznej (m.in. warszawsko-wiedeńskiej) oraz akcji Banku Handlowego w Warszawie, a następnie w latach 1870 i 1871 akcji towarzystw ubezpieczeniowych i spółek żeglugowych [Daniluk 1998, s. 168, 169].

Pierwsze regulacje prawne określające zasady funkcjonowania giełdy sformułowane zostały w kodeksie handlowym napoleońskim w Księstwie Warszawskim w 1809 r. W latach 60. XIX w. zaczęła narastać potrzeba zreformowania zasad funkcjonowania giełdy. Wcześniejsze przepisy przestały odpowiadać na potrzeby zmieniających się realiów gospodarczych, wynikających głównie z wysokiego tempa uprzemysłowienia. Postanowiono zmienić zasady finansowania giełdy, ograniczyć jej uczestników do osób należących do Zgromadzenia Kupców, a opłaty wnoszone na utrzymanie giełdy kierować bezpośrednio do jej kasy [Łagowski 2013, s. 73]. Zaproponowane zmiany przepisów prawnych wprowadzono dopiero w 1872 r. Projekt został przygotowany na bazie przepisów obowiązujących giełdy rosyjskie, m.in. w Rydze oraz Kazaniu. Giełda zmieniła nazwę na „Giełda Warszawska”, a jej bezpośrednim zwierzchnikiem stał się Naczelnik Guberni. Dokument ten zaczął obowiązywać 6 czerwca 1873 r. i stanowił podstawę funkcjonowania giełdy w Warszawie do 1921 r. [Daniluk 1998, s. 168, 169].

Po wybuchu I wojny światowej prawnie zabroniono prowadzenia wszelkiej działalności giełd na terenie Królestwa Polskiego. Giełda w Warszawie przestała prowadzić swoją działalność 4 sierpnia 1914 r. Podobnie stało się także z działem obrotów na giełdzie w Łodzi, która funkcjonowała od 1 lutego 1899 r. [Marks 2011, s. 82].

3. Okres międzywojenny

Kolejny etap zmian w zakresie funkcjonowania giełd papierów wartościowych na ziemiach polskich nastąpił po odzyskaniu przez Polskę niepodległości w 1918 r. W 1919 r., w oparciu o ustawodawstwo austriackie, powstała Giełda Pieniężna we Lwowie, która pierwotnie nosiła nazwę „Zebranie instytucji finansowych i prywat-

nych firm bankierskich”. 20 stycznia 1919 r., także w oparciu o ustawodawstwo austriackie, odbyło się zebranie założycielskie Giełdy Pieniężnej w Krakowie. Na bazie ustawodawstwa rosyjskiego 2 marca 1920 r. udało się wznowić zebrania giełdowe na Giełdzie w Łodzi, a na bazie ustawodawstwa niemieckiego, w sierpniu tego samego roku, działalność swoją rozpoczęła Giełda w Poznaniu. W 1921 r. ponownie zaczęła funkcjonować giełda w Warszawie oraz w Wilnie [Marks 2011, s. 82].

W obrotach giełdowych największe znaczenie miał handel walutą, a ponad 90% wszystkich obrotów skoncentrowanych było na giełdzie w Warszawie. Ta charakterystyka nie zmieniła się praktycznie przez cały okres dwudziestolecia międzywojennego. W zakresie liczby transakcji dokonywanych na giełdach w Polsce udział Giełdy Warszawskiej systematycznie rósł, z 63% w 1927 r. do nawet 89% w 1936 r. Spadek znaczenia pozostałych giełd widoczny był także w większej dynamice spadku liczby transakcji. W 1927 r. na wszystkich giełdach w Polsce dokonano 184 tys. transakcji, z czego 177 tys. w Warszawie, w 1938 r. odpowiednio 56 tys. i 46 tys. transakcji (tab. 1).

Tabela 1. Liczba transakcji na giełdach pieniężnych w Polsce w latach 1927–1938 (w tys.)

| Miejsce transakcji | 1927 | 1928 | 1929 | 1930 | 1931 | 1932 | 1934 | 1935 | 1936 | 1937 | 1938 |
|------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Wszystkie giełdy | 184 | 87 | 69 | 56 | 53 | 50 | 52 | 50 | 51 | 54 | 56 |
| Giełda w Warszawie | 117 | 64 | 49 | 41 | 43 | 42 | 43 | 42 | 45 | 47 | 46 |
| Giełdy prowincjonalne* | 67 | 23 | 20 | 15 | 10 | 8 | 9 | 8 | 6 | 7 | 10 |

* Kraków, Lwów, Łódź, Poznań, Wilno.

Źródło: [GUS RP, 1939, s. 235].

Należy zauważyć, że w analizowanym okresie 1927–1938 widoczny był systematyczny spadek zarówno liczby transakcji prowadzonych na wszystkich giełdach, jak i wartości obrotów realizowanych na wszystkich instrumentach. Na przykład wartość obrotów na Giełdzie w Warszawie spadła z 132 mln w 1927 r. do 17 mln w 1938 r. (zob. tab. 2). Ponadto spadek obrotów oraz liczby transakcji rozpoczął się jeszcze przed początkiem Wielkiego Kryzysu w 1929 r., a w 1938 r. wartości te były wciąż niższe niż w roku jego wybuchu. W przypadku giełd prowincjonalnych w latach 30. XX w., obrót akcjami na nich praktycznie zamarł, szczególnie jest to widoczne w latach 1935–1937.

Zgodnie z określonymi wcześniej funkcjami giełdy papierów wartościowych i na podstawie powyższych danych można stwierdzić, że spadek wartości obrotów może negatywnie wpływać na możliwości zamiany oszczędności na inwestycje w gospodarce. W tym kontekście giełdy pieniężne w Polsce w okresie dwudziesto-

Tabela 2. Obroty na giełdach pieniężnych w Polsce w latach 1927–1938 (w mln zł)

| Instrumenty | 1927 | 1928 | 1929 | 1930 | 1931 | 1932 | 1934 | 1935 | 1936 | 1937 | 1938 |
|------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Wszystkie giełdy | | | | | | | | | | | |
| Waluty | 934 | 732 | 466 | 619 | 897 | 590 | 396 | 567 | 421 | 389 | 441 |
| Akcje | 151 | 74 | 32 | 24 | 17 | 10 | 12 | 11 | 18 | 14 | 19 |
| Papiery procentowe | 119 | 111 | 86 | 104 | 93 | 85 | 102 | 84 | 92 | 105 | 104 |
| Giełda w Warszawie | | | | | | | | | | | |
| Waluty | 923 | 725 | 455 | 604 | 892 | 587 | 392 | 555 | 415 | 387 | 439 |
| Akcje | 132 | 65 | 26 | 20 | 15 | 9 | 11 | 11 | 18 | 14 | 17 |
| Papiery procentowe | 94 | 86 | 69 | 89 | 79 | 76 | 92 | 76 | 84 | 95 | 93 |
| Giełdy prowincjonalne* | | | | | | | | | | | |
| Waluty | 55 | 41 | 34 | 34 | 21 | 13 | 15 | 20 | 14 | 12 | 15 |
| Akcje | 19 | 9 | 6 | 4 | 2 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 2 |
| Papiery procentowe | 25 | 25 | 17 | 15 | 14 | 9 | 10 | 8 | 8 | 10 | 11 |

* Kraków, Lwów, Łódź, Poznań, Wilno.

Źródło: [GUS RP, 1939, s. 235].

lecia międzywojennego charakteryzowały się ograniczonym wpływem na gospodarkę. Spadające obroty wpływają także negatywnie na płynność rynku, która jest podstawą rozwoju giełdy [Gruszczyńska-Broźbar 2010, s. 139]. Biorąc powyższe pod uwagę, giełdy funkcjonujące w II RP należy ocenić negatywnie.

Przed wybuchem II wojny światowej na Giełdzie Pieniężnej w Warszawie w obrocie znajdowało się 50 spółek oraz kilkadziesiąt innych papierów wartościowych, m.in. obligacji skarbowych i listów zastawnych banków i towarzystw kredytowych [Daniluk 1998, s. 168, 169]. W porównaniu do dojrzałych rynków liczba instrumentów notowanych na giełdach w Polsce była nieznacząca. Na przykład na giełdzie w Brukseli już w 1868 r. notowano akcje ponad 100 przedsiębiorstw, a w 1914 r. ok. 600, z bardzo zdywersyfikowanych branż, m.in. spółek transportowych, finansowych, przemysłowych i użyteczności publicznej [Annaert, Van Hyfte 2006, s. 8]. Natomiast w roku wybuchu I wojny światowej na giełdzie w Berlinie notowanych było aż 1000 spółek [Burhop, Gelman 2010, s. 5]. Porównanie to pokazuje niski poziom rozwoju polskich instytucji.

W przypadku Giełdy Pieniężnej w Warszawie dominującymi sektorami były: przemysł metalowy (ponad 40% obrotu), banki (prawie 40% obrotu), górnictwo, przemysł spożywczy i włókienniczy [Giełda Pieniężna w Warszawie 1939, s. 50].

W miarę wzrostu liczby giełd funkcjonujących na ziemiach polskich po odzyskaniu niepodległości, oczywista okazała się konieczność prawnego uporządkowa-

nia funkcjonowania tego rynku. Konsultacje z Komitetami Giełdowymi istniejących już instytucji oraz prace nad ustawą trwały prawie rok [Marks 2011, s. 83]. W konsekwencji doprowadziły do uchwalenia ustawy o organizacji giełd w Polsce [Ustawa z 20 stycznia 1921]. Przepisy tej ustawy wprowadzały możliwość organizowania giełd pieniężnych i giełd towarowych. Podmiotem wydającym zezwolenia na otwarcie giełdy był minister skarbu, który sprawował nad nimi nadzór. Zmieniono także nazwę Giełdy Warszawskiej na „Giełdę Pieniężną w Warszawie”. Ustawa z 1921 r. okazała się jedynie przejściowa i wkrótce została zastąpiona przez Rozporządzenie Prezydenta Rzeczypospolitej o organizacji giełd [Rozporządzenie Prezydenta z 28 grudnia 1924]. Zobowiązywało ono istniejące w Polsce giełdy do dostosowania swoich statutów do nowych przepisów i przesłania ich do zatwierdzenia właściwym ministrom do 1 lipca 1925 r. Zgodnie z Rozporządzeniem giełdy pieniężne podlegały nadzorowi ministra skarbu (za pośrednictwem mianowanego komisarza giełdowego), który w porozumieniu z ministrem przemysłu i handlu wydawał pozwolenie na prowadzenie takiej działalności. Do zakresu działania komisarza giełdowego należały w szczególności: czuwanie nad przestrzeganiem obowiązujących na giełdzie przepisów, uczęszczanie na zebrania giełdowe i ogólne zgromadzenia członków giełdy w charakterze organu kontrolującego, udział w obradach rady giełdowej z głosem doradczym oraz udział w komisji dyscyplinarnej.

Przedmiotem obrotu na giełdzie pieniężnej mogły być papiery wartościowe, weksle, czek, przekazy, monety i szlachetne kruszce (złoto i srebro), a wprowadzenie poszczególnych wartości do obrotu odbywało się na podstawie decyzji Ministra Skarbu po zapoznaniu się ze zdaniem rady giełdy. Członkami giełd pieniężnych mogli być wpisani do rejestru handlowego kupcy i spółki handlowe. Rozporządzenie nie precyzowało, czy mają być to instytucje finansowe, i w praktyce były to różne podmioty [Giełda Pieniężna w Warszawie 1925, s. 15–18]. W 1929 r. członkami giełdy w Warszawie było 115 podmiotów, w tym 38 banków, 11 domów bankowych, 18 kantorów wymiany oraz 48 firm handlowych i przemysłowych [Giełda Pieniężna w Warszawie 1930, s. 44, 45]. Giełda, będąc osobą prawną, rządziła się statutem zatwierdzanym przez ministra skarbu, a władzami giełdy były: ogólne zgromadzenie członków giełdy, rada giełdowa, sądy rozjemcze oraz komisja dyscyplinarna. Sprawami giełdy zarządzała rada giełdowa, składająca się, w zależności od postanowień statutu, z 9–36 członków, których wybór zatwierdzał minister skarbu. W 1924 r. w skład Rady Giełdowej Giełdy Pieniężnej w Warszawie wchodził: prezes (Stanisław Brum), dwóch wiceprezesów i 18 członków, w skład komisji rozjemczej 25 członków, a w skład komisji dyscyplinarnej 5 członków [Giełda Pieniężna w Warszawie 1925, s. 14]. W 1929 r. w skład Rady Giełdowej Giełdy Pieniężnej w Warszawie wchodził: prezes (Stanisław Lubomirski), dwóch wiceprezesów i 21 członków, w skład komisji rozjemczej 24 członków, a w skład komisji dyscyplinarnej 8 członków (w tym 3 zastępców). Komisarzem giełdowym był Zdzisław Szebeko [Giełda Pieniężna w Warszawie 1930, s. 41, 42]. Przedstawicielem giełdy na zewnątrz był prezes rady giełdy, którego wybierali członkowie ze swojego grona. Do zakresu

działania rady należało w szczególności: zarządzanie funduszami i sprawami administracyjnymi giełdy, ustalenie terminów posiedzeń rady giełdy oraz zwoływanie ogólnego zebrania członków giełdy, normowanie spraw związanych z ustalaniem i ogłaszaniem kursów i cen, dopuszczenie do notowań i obrotu na giełdzie poszczególnych wartości, przyjmowanie członków giełdy, egzaminowanie osób ubiegających się o stanowiska maklerów przysięgłych, uchwalanie zmian statutu giełdy, wyznaczanie członków komisji dyscyplinarnej, czuwanie nad prawidłowym przebiegiem transakcji giełdowych oraz wykluczeniami z giełdy. Dodatkowo minister skarbu w porozumieniu z ministrem przemysłu i handlu mógł rozwiązać giełdę po wysłuchaniu rady giełdowej oraz rozwiązać radę giełdową działającą niezgodnie z prawem i ustanowić komisarza rządowego [Rozporządzenie Prezydenta z 28 grudnia 1924].

6 marca 1928 r. ukazało się kolejne rozporządzenie Prezydenta Rzeczypospolitej zmieniające niektóre postanowienia rozporządzenia z 1924 r., natomiast w lutym 1930 r. ogłoszono tekst jednolity rozporządzenia Prezydenta Rzeczypospolitej o organizacji giełd. Kolejne zmiany w organizacji giełd wprowadzono po ogłoszeniu nowej Konstytucji Rzeczypospolitej z 23 kwietnia 1935 r. Na jej mocy weszła w życie ustawa z dnia 18 marca 1935 r. o zmianie rozporządzenia Prezydenta Rzeczypospolitej z dnia 28 grudnia 1924 r. o organizacji giełd [Marks 2011, s. 84].

Polskie prawo giełdowe powstawało głównie w oparciu o wzory zaczerpnięte z ustawodawstwa austriackiego i było wynikiem wielu procesów gospodarczo-społecznych zachodzących w wyniku integracji polskich ziem po odzyskaniu niepodległości [Marks 2011, s. 89].

Straty poniesione podczas I wojny światowej spowodowały ogromny spadek kapitalizacji przedsiębiorstw funkcjonujących na ziemiach polskich i będących w obrocie na giełdach papierów wartościowych. Pomimo prób uporządkowania podstaw instytucjonalno-prawnych do początku II wojny światowej nie udało się zbudować silnego rynku giełdowego. Nawet działania podejmowane po wprowadzeniu reformy Grabskiego nie wspomogły tego procesu, gdyż zostały zatrzymane przez Wielki Kryzys z 1929 r. W latach 30. XX w. finansowanie polskiej gospodarki realizowane było przez kanał bankowy (banki państwowe: Poczтовая Kasa Oszczędności, Bank Gospodarstwa Krajowego i Państwowy Bank Rolny), a nie poprzez rynek kapitałowy, co dodatkowo obniżało znaczenie giełdy papierów wartościowych [Morawski 2016].

4. Zmiana systemu po II wojnie światowej

Wybuch II wojny światowej spowodował natychmiastowe przerwanie działalności giełd w Polsce. Po jej zakończeniu podejmowano próby zmierzające do reaktywowania ich działalności. Istnienie giełdy papierów wartościowych nie komponowało się jednak z modelem gospodarki centralnie planowanej [Daniluk 1998, s. 168, 169]. Polityka gospodarcza prowadzona w oderwaniu od mechanizmów rynkowych nie

przewidywała miejsca dla rynkowego handlu papierami wartościowymi [Kucharek 2009, s. 357].

W 1950 r. na mocy dekretu o Państwowej Inspekcji Handlowej zostało uchylone rozporządzenie Prezydenta Rzeczypospolitej Polskiej z 1924 r. o organizacji giełd, w wyniku czego zostały one formalnie zlikwidowane [Grabowski 1996, s. 91]. Pomimo uchylecia Rozporządzenia, przedwojenny kodeks handlowy, który także miał znaczenie dla funkcjonowania giełdy papierów wartościowych, w zakresie najbardziej istotnych założeń został zachowany. Upaństwowienie podmiotów gospodarczych spowodowało, że uregulowania kodeksu handlowego dotyczące spółek kapitałowych nie były w sferze zainteresowania prawodawstwa okresu 1946–1989. Dzięki temu na początku lat 90. XX w. nadal obowiązywał np. podstawowy podział akcji, tj. na akcje na okaziciela i akcje imienne, a jedyne zmiany wiązały się z wysokością wartości nominalnej emitowanych akcji.

5. Nowa giełda w Warszawie – okres transformacji

Początek przemian społeczno-gospodarczych w 1989 r. był także impulsem dla podjęcia prac nad odbudową systemu obrotu papierami wartościowymi w Polsce. W latach 1989 i 1990 podejmowano oddolne próby odbudowy, które jednak nie zakończyły się sukcesem. Dopiero decyzje organów państwa, zarówno te o charakterze prawodawczym, jak i te o charakterze organizacyjnym, pozwoliły na powołanie do życia Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie [Tomaszewski 2007, s. 331, 332]. Znaczący rynek kapitałowy rozumieli konieczność uruchomienia giełdy papierów wartościowych, jednak nie nawiązywali do polskich tradycji giełdowych i nie utożsamiali powstającej giełdy z jej poprzednikami z XIX w. i z okresu międzywojennego XX w. W wydawnictwach giełdowych podkreśla się natomiast pomoc merytoryczną i finansową uzyskaną od Stowarzyszenia Giełd Francuskich oraz francuskiego Centralnego Depozytu Papierów Wartościowych SICOVAM. Struktura giełdy w Warszawie została stworzona w oparciu o zasady obowiązujące na giełdzie w Lyonie [Kucharek 2009, s. 355].

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW) została powołana do życia na podstawie ustawy Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych [Ustawa z 22 marca 1991], a pierwsza jej sesja odbyła się 16 kwietnia 1991 r. Mimo że w początkowej fazie charakteryzowała się ograniczoną liczbą sesji w tygodniu, niskim wolumenem obrotów i równie niską liczbą notowanych spółek, bardzo szybko stała się ważnym źródłem pozyskania kapitałów przez podmioty gospodarcze i podstawą publicznego rynku papierów wartościowych w Polsce. Przedmiotem obrotu na GPW są m.in.: akcje, obligacje, prawa poboru, prawa do akcji, certyfikaty inwestycyjne, produkty strukturyzowane oraz instrumenty pochodne. Nie prowadzi się obrotu metalami szlachetnymi, jak to było na parkiecie Giełdy Pieniężnej

Zgodnie z ustawą z 1991 r. centralnym organem administracji rządowej w sprawach publicznego obrotu papierami wartościowymi została Komisja Papierów Wartościowych. Nadzór nad Komisją sprawował prezes Rady Ministrów. Do zadań Komisji należało przede wszystkim sprawowanie nadzoru nad przestrzeganiem reguł uczciwego obrotu. Przewodniczący Komisji powoływał Komisję Egzaminacyjną dla maklerów i nadzorował jej działalność. Wprowadzenie papierów wartościowych do obrotu wymagało zgody Komisji. Wtórny publiczny obrót papierami wartościowymi odbywał się na giełdach papierów wartościowych prowadzonych przez spółki akcyjne, a akcje spółek prowadzących giełdy papierów wartościowych mogły nabywać jedynie przedsiębiorstwa maklerskie, Skarb Państwa i banki. Członkami giełdy mogły być jedynie banki i domy maklerskie, a nie przedsiębiorstwa handlowe i przemysłowe. Prowadzenie giełdy wymagało zezwolenia prezesa Rady Ministrów wydanego na wniosek Komisji. W przypadku nieprzestrzegania przez giełdę obowiązujących przepisów, Komisja miała prawo wystąpić do prezesa Rady Ministrów z wnioskiem o uchylenie zezwolenia na prowadzenie giełdy. Spółka prowadząca giełdę powoływała radę nadzorczą, zwaną radą giełdy, w skład której wchodził prezes i od 10 do 14 członków, np. w 2000 r. w skład rady wchodziło 12 członków [GPW 2001]. Kolejne zmiany prawa ograniczyły liczbę członków rady do 7. Rada na wniosek zarządu uchwała regulamin giełdy, w którym regulowała m.in.: rodzaje transakcji zawieranych na giełdzie, porządek obrotu papierami wartościowymi, warunki i tryb notowania, zawieszania i zaprzestania notowania papierów wartościowych oraz sposób ustalania i ogłaszania kursów. Za działalność operacyjną giełdy odpowiadał zarząd, na czele którego stał prezes Wiesław Rozlucki (w latach 1991–2006). W celu prowadzenia Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie stworzono jednoosobową spółkę Skarbu Państwa. Dopiero późniejsze zmiany prawa pozwoliły na upublicznienie spółki i dopuszczenie do struktury akcjonariatu wszystkich inwestorów. Kolejne zmiany w zasadach funkcjonowania rynku papierów wartościowych w Polsce pojawiły się wraz z uchwaleniem ustawy Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi [Ustawa z 21 sierpnia 1997] oraz O ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz spółkach publicznych [Ustawa z 29 lipca 2005].

Stała dbałość o rozwój GPW i wzrost jej znaczenia skutkowałą przyjęciem giełdy warszawskiej do najbardziej prestiżowych stowarzyszeń skupiających najważniejsze giełdy papierów wartościowych w Europie i na świecie. W grudniu 1991 r. giełda warszawska została członkiem korespondentem Światowego Stowarzyszenia Giełd, aby następnie w październiku 1994 r. zostać jej pełnoprawnym członkiem. W 1992 r. giełda warszawska stała się członkiem korespondentem Stowarzyszenia Europejskich Giełd Papierów Wartościowych, a w czerwcu 2004 r. – pełnoprawnym członkiem. W 2010 r. GPW sama stała się spółką publiczną.

Dalszy rozwój rynku giełd papierów wartościowych w Polsce doprowadził do powstania dwóch samodzielnych platform obrotu: alternatywnego rynku NewConnect funkcjonującego od sierpnia 2007 r. i będącego miejscem pozyskania kapitału

dla małych spółek reprezentujących innowacyjne sektory oraz powstałego we wrześniu 2009 r. rynku Catalyst stanowiącego platformę obrotu dłużnymi papierami wartościowymi, m.in. obligacjami komunalnymi.

Nadzór nad prawidłowością funkcjonowania rynku kapitałowego w Polsce sprawuje od września 2006 r., po przejęciu kompetencji od Komisji Papierów Wartościowych i Giełd, Komisja Nadzoru Finansowego (KNF). KNF podejmuje także m.in. działania służące prawidłowemu funkcjonowaniu rynku finansowego oraz wspierające jego rozwój i konkurencyjność. Nadzór nad działalnością Komisji nadal sprawuje prezes Rady Ministrów.

Istotnym celem dla władz giełdy jest stworzenie z rynku w Warszawie centrum finansowego Europy Środkowej, włączenie GPW do któregoś z międzynarodowych sojuszy. Problemem jest niezdecydowanie polityków i zmiana wizji rozwoju GPW w zależności od poglądów ugrupowań aktualnie rządzących. Bez względu na uwarunkowania polityczne ważne jest, aby wykorzystać szanse rozwoju giełdy w ramach tworzącego się jednolitego rynku finansowego Unii Europejskiej.

Analizując ostatnią dekadę działania GPW w Warszawie i porównując ją z ostatnią dekadą działalności Giełdy Pieniężnej w Warszawie, należy stwierdzić, że zmiany zachodzące na współczesnym rynku były bardziej pozytywne niż te na rynku działającym w okresie międzywojennym. W okresie 2006–2016 w przypadku Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie widoczny jest systematyczny wzrost zarówno liczby przeprowadzanych transakcji, jak i wartości obrotów instrumentów udziałowych (zob. tab. 3). Widoczne spadki tych wartości w latach 2008 (kryzys porównywany często z tym z 1929 r.) i 2012 wynikają z cykliczności rynków akcji, także tych na świecie oraz ich wpływu na rynek warszawski. Należy także zaznaczyć, że w 2016 r. wartość obrotów na rynku zarówno udziałowych, jak i dłużnych papierów wartościowych była niższa niż w 2007 r. W tym kontekście analizowana dekada jest podobna do tej z okresu dwudziestolecia międzywojennego, która była analizowana wcześniej. Także na jej początku mieliśmy do czynienia ze szczytem rynku oraz następującym po nim wielkim kryzysem. Jednak współczesna giełda w Warszawie odbudowała się znacznie szybciej.

Tabela 3. Liczba transakcji i wartość obrotów na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2006–2016

| Pozycja | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|-----------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Liczba transakcji (w mln) | 13 | 15,1 | 9,6 | 13 | 12,2 | 13,9 | 11,5 | 12,8 | 13,8 | 16,5 | 17,5 |
| Wartość obrotów akcji (w mld) | 169 | 239 | 165 | 175 | 234 | 268 | 202 | 256 | 232 | 225 | 202 |
| Wartość obrotów obligacji (w mld) | 2 | 1,7 | 2,5 | 1,5 | 1,4 | 0,8 | 1,1 | 1,6 | 1 | 0,9 | 1,4 |

Źródło: [GPW 2017].

Należy także wskazać, że w porównaniu do rynków krajów rozwiniętych współczesny rynek giełdowy w Polsce jest także znacznie silniejszy niż w okresie międzywojennym. Na koniec 2016 r. na GPW w Warszawie było notowanych 487 spółek, natomiast np. na giełdzie niemieckiej Deutsche Börse AG – 592 spółki.

Obecnie do dominujących branż należą instytucje finansowe (ponad 40% kapitalizacji) oraz energetyka i sektor paliwowy (po ponad 10%). W porównaniu do znaczenia poszczególnych branż na Giełdzie Pieniężnej w Warszawie jedynie sektor bankowy zachował swój udział.

6. Zakończenie

Historia giełdy papierów wartościowych w Polsce to nie tylko okres po 1989 r., ale także okres zaborów i okres międzywojenny. Pomimo przerwy w okresie PRL, tworząc podstawy instytucjonalno-prawne Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, oprócz pomocy zagranicznej, częściowo oparto je na polskiej tradycji giełdowej. Najlepszym przykładem nawiązania do przedwojennych rozwiązań jest państwowy nadzór nad instytucją giełdową.

Całkowitemu przejściu i dalszemu rozwijaniu ponad stuletniego dorobku polskiego rynku giełdowego przeszkodził wybuch drugiej wojny światowej, a następnie odejście od gospodarki rynkowej w powojennym okresie istnienia socjalistycznej gospodarki. Przerwa w działalności giełdowej jaka nastąpiła w okresie PRL, doprowadziła do zerwania kontaktów z rozwiniętymi rynkami kapitałowymi. Z tej przyczyny, w trakcie ponownej organizacji giełdy warszawskiej, zaistniała konieczność sięgnięcia do sprawdzonych wzorców, które z powodzeniem były stosowane na rozwiniętych rynkach giełdowych. Przeniesienie całości rozwiązań francuskich nie było ani możliwe, ani też celowe, dlatego organizatorzy giełdy w Warszawie, wprawdzie w ograniczonym zakresie, sięgnęli do uregulowań opracowanych w poprzednich okresach funkcjonowania polskich rynków giełdowych [Kucharek 2009, s. 363, 364]. Proces odbudowy podstawy infrastrukturalnej rynku finansowego w Polsce, jakim jest giełda papierów wartościowych, i porządek prawny opisujący jej funkcjonowanie po 1989 r. nie zrywały z tradycją prawa oraz funkcjonowania tych instytucji w okresie międzywojennym. Kluczowym rozwiązaniem, które było istotną nowością (za namową francuskich doradców), było wprowadzenie od 1991 r. zasady dematerializacji papierów wartościowych w obrocie giełdowym. Była to naturalna decyzja wynikająca z postępującej rewolucji teleinformatycznej na światowych rynkach finansowych [Mojak 2008, s. 138].

Analizując zmiany zachodzące w zakresie i znaczeniu giełd papierów wartościowych w Polsce, należy także zwrócić uwagę na istotne różnice, szczególnie w kontekście znaczenia w ujęciu międzynarodowym. Obecnie GPW jest jedną z najistotniejszych giełd Europy Środkowej, a według W. Morawskiego przedwojenna Giełda Pieniężna w tym kontekście „była wręcz niedostrzegalna. Funkcjonowała ponieważ musiała, ale nie odgrywała żadnej roli. Rzadko kiedy coś się na niej działo. Ceny ak-

cji były stabilne, bo w ich wycenie brano pod uwagę ostatnią transakcję, a ta często miała miejsce wiele miesięcy wcześniej. Nie był to żywy organizm, na który można było patrzeć jak na barometr koniunktury” [Morawski 2016]. Należy zauważyć, że giełda w Polsce zrobiła w stosunku do giełd krajów rozwiniętych, np. giełdy niemieckiej, znaczny postęp, większy, niż wynika to z różnic w zmianie PKB [Maddison 2006], co widoczne jest w liczbie spółek notowanych obecnie na tych rynkach.

Bardzo ważnym elementem jest uwzględnienie rozwoju giełdy w planach rozwoju gospodarki, jako istotnego elementu wspierającego finansowanie inwestycji i wspomagającego kanał bankowy, mające swój wyraz także w decyzjach rządu (np. przyjęcie Agenda Warsaw City 2010). W tym kontekście nastąpiła widoczna w statystykach znaczna zmiana. Systematyczny wzrost liczby transakcji i wartości obrotu na GPW w stosunku do spadkowej tendencji w ostatniej dekadzie istnienia Giełdy Pieniężnej potwierdza istotną różnicę w znaczeniu obu podmiotów.

Literatura

- Annaert J., Van Hyfte W., 2006, *Long-horizon mean reversion for the Brussels Stock Exchange: Evidence for the 19th century*, Faculteit Economie en Bedrijfskunde, Working Paper nr 376, March.
- Burhop C., Gelman S., 2010, *Transaction costs, liquidity and expected returns at the Berlin Stock Exchange 1892–1913*, Preprints of the Max Planck Institute for Research on Collective Goods, nr 20, Bonn.
- Daniluk M., 1998, *Rynek kapitałowy. Papiery wartościowe, operacje giełdowe, strategie inwestowania*, Bellona, Warszawa.
- Fleckner A.M., Hopt K.J., 2013, *Stock exchange law, concept, history, challenges*, Virginia Law & Business Review, vol. 7, no. 3, s. 514–559.
- Giełda Pieniężna w Warszawie, 1925, *Sprawozdanie za rok 1924*, Warszawa.
- Giełda Pieniężna w Warszawie, 1930, *Sprawozdanie za rok 1929*, Warszawa.
- Giełda Pieniężna w Warszawie, 1939, *Sprawozdanie za rok 1938*, Warszawa.
- GPW, 2001, *Raport roczny 2000*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa.
- GPW, 2017, *Rocznik Giełdowy 2016*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa.
- Grabowski J., 1996, *Publiczny obrót papierami wartościowymi. Ustrój prawny i procedury*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Gruszczyńska-Brożbar E., 2010, *Płynność jako wyznacznik rozwoju Giełdy Papierów Wartościowych*, Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny, r. LXXII, z. 1, s. 137–149.
- GUS RP, 1939, *Mały Rocznik Statystyczny 1939*, Główny Urząd Statystyczny Rzeczypospolitej Polskiej, Warszawa.
- Kucharek D., 2009, *Prawne i organizacyjne powiązania Giełdy Pieniężnej i Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie*, Nierówności Społeczne a Wzrost Gospodarczy, nr 15, s. 355–365.
- Kulpaka P., 2007, *Giełdy w gospodarce*, PWE, Warszawa.
- Łagowski P., 2013, *Geneza rynku papierów wartościowych w Polsce*, Ekonomia – Wrocław Economic Review, t. 19, nr 4, s. 69–79.
- Maddison A., 2006, *The World Economy*, OECD Publishing, Paris.
- Marks B.P., 2010, *Etyka maklera w świetle polskiego prawa giełdowego okresu 1921–1939*, Annales. Etyka w Życiu Gospodarczym, vol. 13, nr 2, s. 81–92.

- Marks B.P., 2011, *Kwestie etyczne w prawie giełdowym okresu zaborów i pierwszych lat niepodległości Polski (do 1921 r.)*, *Annales. Etyka w Życiu Gospodarczym*, vol. 14, nr 2, s. 71–82.
- Mojak J., 2008, *Tradycja a postęp w polskim prawie papierów wartościowych*, Teka Komisji Prawniczej, PAN, Lublin.
- Morawski W., 2016, *Międzywojenna giełda warszawska była cieniem giełdy sprzed 1914 r.*, <http://dzieje.pl/aktualnosci/prof-wojciech-morawski-miedzywojenna-gielda-warszawska-byla-cieniem-gieldy-sprzed-1914-r> (15.06.2017).
- Pietrzak B., Polański Z. (red.), 1998, *System finansowy w Polsce. Lata dziewięćdziesiąte*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Rozporządzenie Prezydenta Rzeczypospolitej z dnia 28 grudnia 1924 r. o organizacji giełd, Dz.U. z 1924 r. nr 114, poz. 1019.
- Tomaszewski J., 2007, *Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA*, [w:] Szelągowska A. (red.), *Instytucje rynku finansowego w Polsce*, Cedewu, Warszawa.
- Ustawa z 20 stycznia 1921 roku o organizacji giełd w Polsce, Dz.U. z 1921 r. nr 13, poz. 71.
- Ustawa z 21 sierpnia 1997 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, Dz.U. z 1997 r. nr 118, poz. 754.
- Ustawa z 22 marca 1991 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, Dz.U. z 1991 r. nr 35, poz. 155.
- Ustawa z 29 lipca 2005 r. O ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz spółkach publicznych, Dz.U. z 2005 r. nr 184, poz. 1539 z późn. zm.