

Urszula Banaszczak-Soroka

Uniwersytet Wrocławski

HOSSY I BESSY NA GIEŁDZIE PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W WARSZAWIE A SYTUACJA FINANSOWA BRANŻY MAKLERSKIEJ¹

Streszczenie: Hossy i bessy w zdecydowanej mierze wpływają na kondycję finansową branży maklerskiej. Najniższy wynik finansowy branża maklerska odnotowała w 2002 r. (pęknięcie bańki internetowej), gdy wypracowała średni zysk brutto na poziomie 30 mln zł. Kolejne lata charakteryzowały się coraz lepszymi wynikami finansowymi branży. Rok 2007, w którym hossa osiągnęła swoje apogeum, przyniósł branży blisko 2 mld zł zysku brutto. Nawet fala głębokiego kryzysu rozpoczętego w tym samym 2007 r. i kontynuowana w 2008 r. (WIG stracił 62,7%) nie doprowadziła do wystąpienia strat. Przeciwnie, zysk brutto chyba w najgorszym 2009 r. był dodatni i wysoki, zważywszy na okoliczności, ponad 1 mld zł. Niepokojące jest natomiast to, że wielokrotnie branża ponosiła głęboką stratę na działalności maklerskiej, a dodatni zysk brutto utrzymywała tylko dzięki działalności finansowej (lokowaniu wolnych środków klientów na depozytach w bankach).

Słowa kluczowe: hossy, bessy, branża maklerska, wyniki finansowe.

1. Wstęp

Od pierwszej sesji giełdowej, na której notowane były akcje pięciu spółek o wartości rynkowej 45 mln zł, mija 20 lat. Przez dwie dekady inwestorzy przeżywali stany marazmu i wyczekiwania, stany euforii i załamania, które w konsekwencji przybierały formę hossy i następującej po niej bessy. Nastroje panujące na polskiej giełdzie były często odbiciem zachowań inwestorów na giełdach innych krajów. Reagowali oni entuzjastycznie na napływające informacje, czasem złudne, ze świata gospodarki i finansów, windując ceny notowanych walorów lub w popłochu wyprzedawali instrumenty finansowe, gdy płynące z rynku wiadomości wyzwały ich głęboki niepokój.

¹ Polskie firmy inwestycyjne (branża maklerska) to podmioty świadczące usługi maklerskie: domy maklerskie (prowadzą działalność w formie spółek kapitałowych) oraz banki prowadzące działalność maklerską (wydzielone w strukturze banku biura maklerskie). Od 2004 r. w Polsce działalność mogą prowadzić zagraniczne firmy inwestycyjne mające swoje siedziby i/lub centrale w UE, na zasadzie jednolitej licencji oraz zagraniczne osoby prawne.

Instytucjami silnie związanymi z rynkiem giełdowym są licencjonowane domy i biura maklerskie. Im wyznaczono zadanie obligatoryjnego pośrednictwa w zawieraniu transakcji na giełdzie oraz wskazano inne czynności zaliczane do kategorii maklerskich. Bezpieczeństwo finansowe tych instytucji ma istotne znaczenie nie tylko dla klientów jednej z nich, ale przekłada się na ocenę i akceptację całej branży, a dalej całego rynku przez obecnych i potencjalnych inwestorów.

Celem artykułu jest ocena kondycji finansowej branży maklerskiej, w okresach hossy i bessy na giełdzie w Warszawie, przez pryzmat jej przychodów, kosztów i wyników finansowych. Ze względu na ograniczoną objętość artykułu ocena dotyczyć będzie średniego stanu całej branży. Podstawą tej recenzji będzie m.in. zagregowany rachunek zysków i strat domów i biur maklerskich publikowany od 1997 r. przez GUS.

2. Charakterystyka branży maklerskiej oraz wybrane parametry jej oceny finansowej

Ustawa z 1991 r. o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych wskazała w art. 21 i 22 katalog czynności maklerskich². W zasadniczym zakresie, który wyznaczają: brokerka, oferowanie papierów wartościowych i zarządzanie portfelem, nie zmienił się on do dziś. Ustawodawca rozszerzał jednak w kolejnych ustawach³ gamę czynności dozwolonych wykraczających coraz bardziej poza podstawowy ich kanon [Banaszczak-Soroka 2008, s. 72-81].

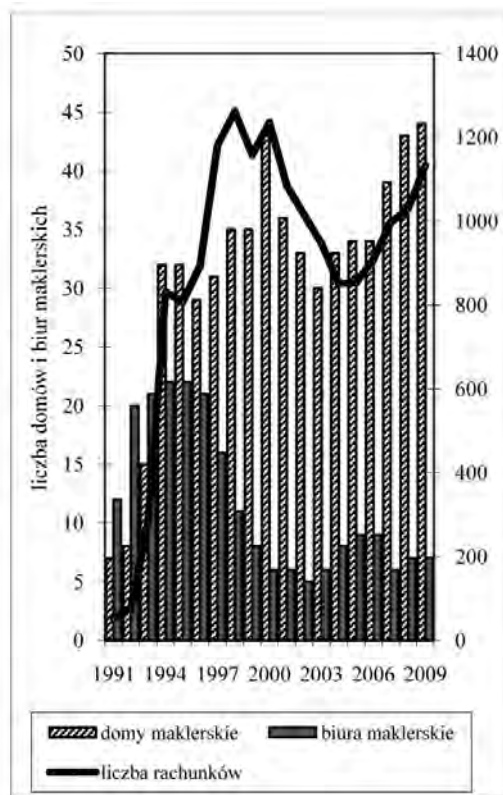
Do wykonywania czynności maklerskich uprawniono licencjonowane domy i biura maklerskie⁴. Pierwsze biuro maklerskie powołał Bank Pekao SA 1 marca 1991 r. Data ta wyznacza początek rozwoju branży maklerskiej. Liczba podmiotów świadczących usługi maklerskie zmieniła się. Na koniec 1991 r. usługi maklerskie świadczyło 19 podmiotów. W kolejnych latach sytuacja w tym zakresie była dynamiczna, powstawały nowe podmioty, już funkcjonujące łączyły się lub były przejmowane, innym organ nadzoru odbierał licencję lub same, już po otrzymaniu licencji, nie podejmowały działalności. Na koniec grudnia 2010 r., według danych KNF, 57 podmiotów prowadziło działalność zaliczaną do maklerskiej (rys. 1).

Branża maklerska była i jest bardzo zróżnicowana, nie tylko co do formy organizacyjno-prawnej, ale także, a może przede wszystkim, co do zakresu wykonywanych czynności. Największą skalę usług proponują uczestnikom rynku (emitentom i inwestorom) polskie firmy inwestycyjne będące członkami giełdy (w styczniu

² DzU 1991 Nr 35, poz. 155 (dalej: Ustawa z 1991 roku o publicznym obrocie).

³ Art. 30 i 31 Ustawy z dnia 21 sierpnia 1997 roku Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, DzU 1997 Nr 118, poz. 754, a następnie art. 69 Ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku Prawo o publicznym obrocie instrumentami finansowymi, DzU 2005 Nr 183, poz. 1538.

⁴ Art. 23 i 24 Ustawy z 1991 roku o publicznym obrocie.



Rys. 1. Liczba domów i biur maklerskich oraz liczba prowadzonych rachunków inwestycyjnych

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych KNF.

2010 r. członkami GPW było 6 biur i 21 domów maklerskich)⁵. Skala świadczonych przez nie usług pozwala czerpać przychody z wielu źródeł.

Są też takie domy maklerskie⁶, których zakres świadczonych usług jest wąski, skupiający się w zasadzie na jednorodnym typie działalności, np. zarządzanie portfelem czy oferowanie papierów wartościowych⁷. Wynik finansowy tych podmiotów zależy m.in. od aktywności oraz konkurencyjności w ramach swojej grupy.

Na kondycję finansową branży maklerskiej decydujący wpływ mają przychody i związane z nimi koszty z trzech typów działalności (tab. 1):

- **maklerskiej** (świadczenie usług maklerskich),

⁵ www.gpw.pl/lista_czlonkow_giedy.

⁶ Wszystkie biura maklerskie są członkami giełdy.

⁷ *Zakres działalności firm inwestycyjnych*, www.knf.gov.pl/Images/zakres_dzialalnosci_firm_inwestycyjnych_10_05_2011_tcm75-8058.pdf.

- **inwestycyjnej** (nabywanie i sprzedaż instrumentów finansowych we własnym imieniu i na własny rachunek, w tym także udział w subemisjach, pełnienie roli animatora rynku lub emitenta itd.),
- **lokacyjnej** (lokowanie wolnych środków klientów i środków własnych w bankach).

Tabela 1. Wybrane źródła przychodów i kosztów poszczególnych typów działalności domów i biur maklerskich

Działalność maklerska	
Przychody: 1. prowizje: <ul style="list-style-type: none"> • od operacji papierami wartościowymi we własnym imieniu na rachunek dającego zlecenie, • z tytułu oferowania papierów wartościowych, • z tytułu przyjmowania zleceń kupna i umarzania jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych, 2. inne przychody <ul style="list-style-type: none"> • z tytułu prowadzenia rachunków inwestycyjnych, • z tytułu zarządzania cudzym pakietem papierów wartościowych na zlecenie, • z tytułu zawodowego doradztwa, • inne 	Koszty: <ul style="list-style-type: none"> • opłaty na rzecz GPW, KDPW, KNF, izby gospodarczej itd., • wynagrodzenia z ubezpieczeniami i świadczeniami na rzecz pracowników, • koszty rzeczowe (zużycie materiałów, utrzymanie budynków itd.), • inne
Działalność inwestycyjna	
Przychody: <ul style="list-style-type: none"> • zysk ze sprzedaży lub umorzenia, • dywidendy i inne udziały w zyskach, • odsetki 	Koszty <ul style="list-style-type: none"> • straty ze sprzedaży, • inne (korekta aktualizacji wyceny, pozostałe)
Działalność lokacyjna	
Przychody: <ul style="list-style-type: none"> • odsetki od udzielonych pożyczek, • odsetki od lokat i depozytów, • inne 	Koszty: <ul style="list-style-type: none"> • odsetki od kredytów i pożyczek, • inne

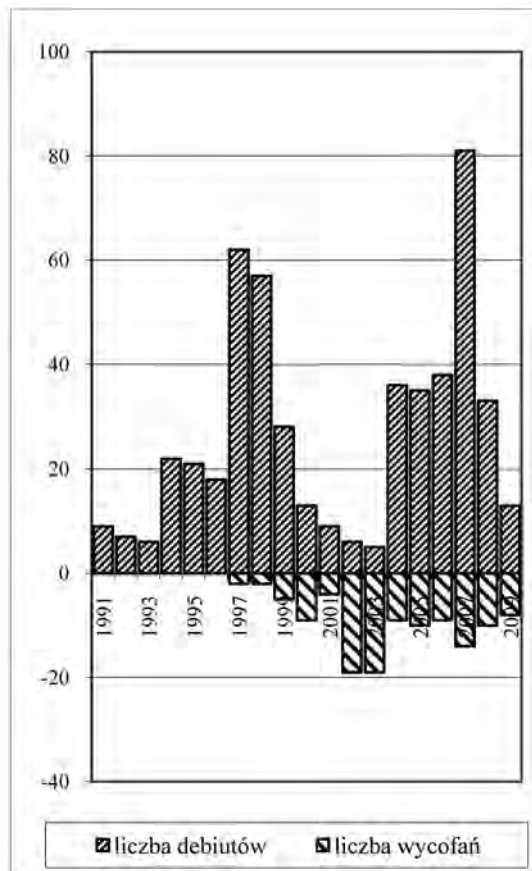
Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdania finansowego [*Rachunek zysków...*].

Wynik z działalności maklerskiej i inwestycyjnej decyduje o wysokości wyniku operacyjnego, który utożsamia osiągnąty zysk lub stratę z szeroko rozumianych usług maklerskich. Dodanie do/odjęcie od wyniku operacyjnego zysku/straty z działalności lokacyjnej określa ostateczny wynik finansowy brutto branży maklerskiej⁸.

⁸ Biura maklerskie nie są płatnikami podatku dochodowego, gdyż działają w strukturach banku i to bank uwzględni i rozlicza ich wynik w rachunku wyników z całokształtu działalności. Dlatego dla oceny branży przyjmowany jest wynik finansowy brutto.

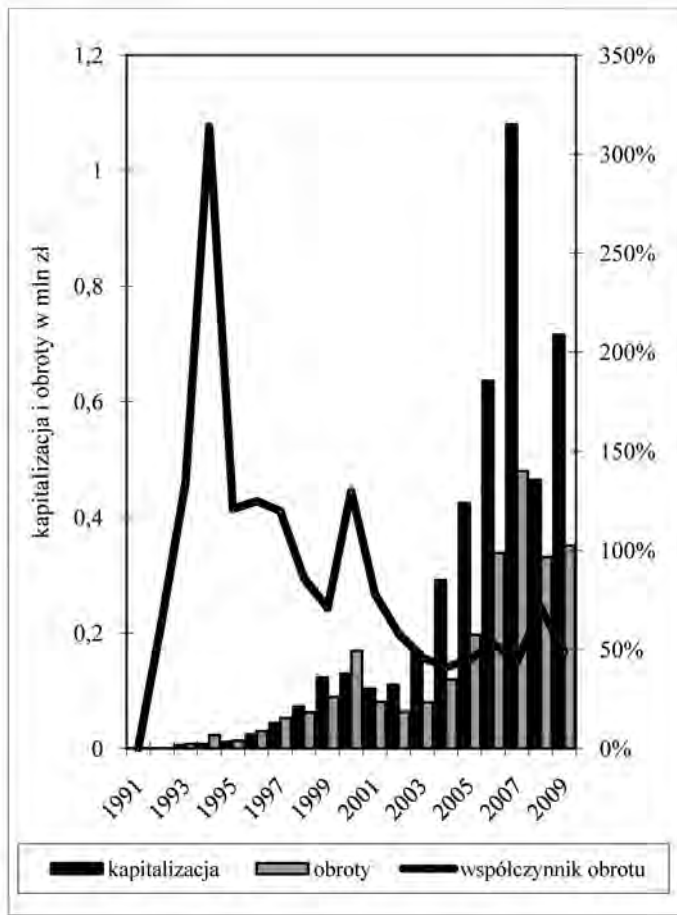
3. Pierwsza hossa i bessa (1993-1994) na młodej giełdzie

Pierwsza hossa zaczęła się zaledwie dwa lata po uruchomieniu giełdy. Ceny spółek debiutujących na giełdzie w kolejnych miesiącach zachęcały do przyjrzenia się tej nowej formie tak „łatwego” pomnażania kapitału. Pierwszymi inwestorami były osoby wywodzące się ze środowisk zawsze akceptujących ryzyko. Potem dołączyło wielu początkujących, z reguły nieznających zasad funkcjonowania giełdy, potencjalnych milionerów. Aby wejść do kręgu inwestorów giełdowych, nie było innej możliwości niż kupowanie akcji spółek już notowanych na GPW. Debiutów było niewiele. Na koniec 1991 r. notowano zaledwie 9 spółek. W 1992 r. zadebiutowało kolejnych siedem, a w 1993 – sześć (rys. 2). Ceny akcji rosły niezależnie od kondy-



Rys. 2. Liczba spółek debiutujących i wycofanych z obrotu giełdowego

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW [www.gpw.pl/analizy_i_statystyki_pelna_wersja].



Rys. 3. Kapitalizacja i wartość obrotu akcjami (w mln zł) na tle współczynnika obrotu⁹

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW [www.gpw.pl/analizy_i_statystyki_pelna_wersja].

cji ekonomiczno-finansowej notowanych przedsiębiorstw. Przy niskiej kapitalizacji 7,4 mld zł w 1997 r. i obrotach akcjami na poziomie 23,4 mld płynność obrotu ogółem osiągnęła poziom 314%¹⁰ (rys. 3). Napływał kapitał zagraniczny zachęcony znaczącymi profitami wschodzącego rynku giełdowego. W lipcu 1992 r. do inwestorów dołączył pierwszy podmiot zbiorowego inwestowania Pioneer, do którego Polacy masowo wpłacali oszczędności. Na koniec 1993 r. aktywa netto funduszu wynosiły

⁹ Współczynnik obrotu obrazuje płynność rynku akcji. Jest to stosunek wartości obrotów ogółem do kapitalizacji wyrażony w %.

¹⁰ Taka płynność rynku akcji już w historii giełdy się nie powtórzyła.

0,8 mld zł, co stanowiło 14% kapitalizacji giełdy, aby na koniec 1994 r. zwiększyć się do 1,4 mld zł, tj. 19% kapitalizacji giełdy¹¹. W 1992 r. notowano po raz pierwszy obligacje SP o kapitalizacji 2,4 mld zł¹².

Rozreklamowana przez Skarb Państwa prywatyzacja Banku Śląskiego przysporzyła rynkowi kilka setek tysięcy¹³ potencjalnych inwestorów z portfelem trzech akcji banku. Zafascynowani przebiegiem ceny emisyjnej na pierwszym notowaniu 13,5 razy¹⁴, zwabieni przez prasę reklamującą łatwe profity, inwestorzy wprowadzali coraz więcej pieniędzy na rynek. Indeks WIG piął się systematycznie do góry, aby 8 marca 1994 r. osiągnąć maksimum 20 760 pkt (rys. 4).

W tym momencie inwestorzy zagraniczni zaczęli konsumować zyski i wyprzedawać posiadane akcje. Tego miejsca nie mógł wypełnić polski kapitał, bo domy i biura maklerskie miały ogromne zaległości w otwieraniu rachunków inwestycyjnych jeszcze dla nabywców akcji Banku Śląskiego (liczba rachunków inwestycyjnych w latach 1991-1994 wzrosła prawie 15-krotnie z poziomu 15 tys. do 831 tys. (rys. 1). Na każdej sesji giełdowej (w tym czasie były trzy w tygodniu)¹⁵, przy cenie wyznaczonej w notowaniach jednolitych, indeks WIG spadał każdego dnia prawie o 10%. 11 kwietnia 1994 r. podaż przekraczała pięciokrotnie popyt na akcje. Pomimo pewnych pozytywnych korekt w marcu 1995 r. indeks WIG osiągnął najniższą wartość – poniżej 6 tys. punktów. Zakończyła się trwająca 13 miesięcy pierwsza bessa na warszawskiej giełdzie. Indeks WIG stracił 71,6%¹⁶. W tym samym czasie w USA obniżka indeksu Dow Jones wynosiła zaledwie 10%. Zniżka ta był jedynie dwumiesięczną korektą długotrwałej hossy na rynku amerykańskim [Kwiecień b.d.]. Biorąc pod uwagę częstotliwość notowań oraz hossę i bessę na GPW z tego okresu, możemy uznać je za całkowicie lokalne. Na zachowania inwestorów nie miała wpływu fala kryzysu finansowego, która objęła państwa Ameryki Łacińskiej [Ostalecka 2009, s. 68-80]. Polscy inwestorzy nie byli jeszcze wrażliwi na zmiany zachodzące na innych rynkach i giełdach.

¹¹ *14 lat polskiego rynku funduszy inwestycyjnych*, Izba Zarządzających Aktywami i Funduszami, www.izfa.pl/files_user/wydarzenie/07.12.2006/Wprowadzenie.pdf.

¹² Kapitalizacja obligacji notowanych na GPW była i jest wysoka, sięgając często kapitalizacji spółek, ale wartość obrotów tymi instrumentami finansowymi, w strukturze obrotów, nie przekracza kilku procent. Nie ma zatem dużego wpływu na wynik finansowy podmiotów świadczących usługi maklerskie, www.gpw.pl/analizy_i_statystyki_pelna_wersja.

¹³ W żadnej późniejszej ofercie nie pobito tego rekordu. Na akcje PKO BP SA w 2004 r. zapisało się 240 tys. osób, a na akcje GPW w październiku 2010 r. – 328 tys. potencjalnych akcjonariuszy.

¹⁴ Zysk mogli zrealizować tylko nieliczni. Maklerzy nie nadążali z otwieraniem rachunków i potwierdzaniem zapisów.

¹⁵ Od 9 stycznia 1992 r. były dwie sesje w tygodniu. Trzecią sesję wprowadzono 4 stycznia 1993 r., czwartą – 1 lipca 1994 r., a piątą – 3 października 1994 r.

¹⁶ Szczegółowe dane dotyczące wartości indeksów w poszczególnych dniach, miesiącach czy latach dostępne na stronie www.gpw.pl.

4. Odpryski kryzysu azjatyckiego i rosyjskiego na GPW – lata 1996-1998

Na kolejny wysoki poziom indeksu WIG rynek kapitałowy czekał do 1997 r. Po wielkiej euforii, a następnie depresji z lat 1993-1994 inwestorzy nie byli optymistycznie nastawieni do giełdy, dlatego zachowywali się dość nerwowo przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Mimo to indeks WIG powoli, ale systematycznie piął się do góry, przerywany drobnymi korektami, aby w lutym 1997 r. osiągnąć poziom 18 339 pkt. Powolnemu wzrostowi optymizmu inwestorów sprzyjała sytuacja w gospodarce. Dynamika PKB w 1996 r. w stosunku do roku poprzedniego była wysoka – 6,2%, a w następnym jeszcze wyższa – 7,1% (rys. 4). Debiutowało coraz więcej spółek. Rekordowy był rok 1997, aż 62 spółki wybrały polski parkiet (rys. 2). Rosły obroty giełdowe akcjami. W okresie od końca 1996 r. do końca 1998 r. wzrosły dwukrotnie, z poziomu blisko 30 mld zł w 1996 r. do 62 mld w 1998 r. (rys. 3). Na sytuację na giełdzie zaczęły oddziaływać, na początku 1997 r., zachowania inwestorów zaniepokojonych kryzysem azjatyckim, a potem bliższym rosyjskim [Ostalecka 2009, s. 83-90]. Sytuacje te na tyle zaniepokoiły rynek, nie tylko w Polsce, że inwestorzy zaczęli wyprzedawać posiadane walory. Indeks WIG spadł w październiku 1998 r. do poziomu bliskiego 10 tys. pkt, tracąc 40% od jego wartości z lutego 1997 r.

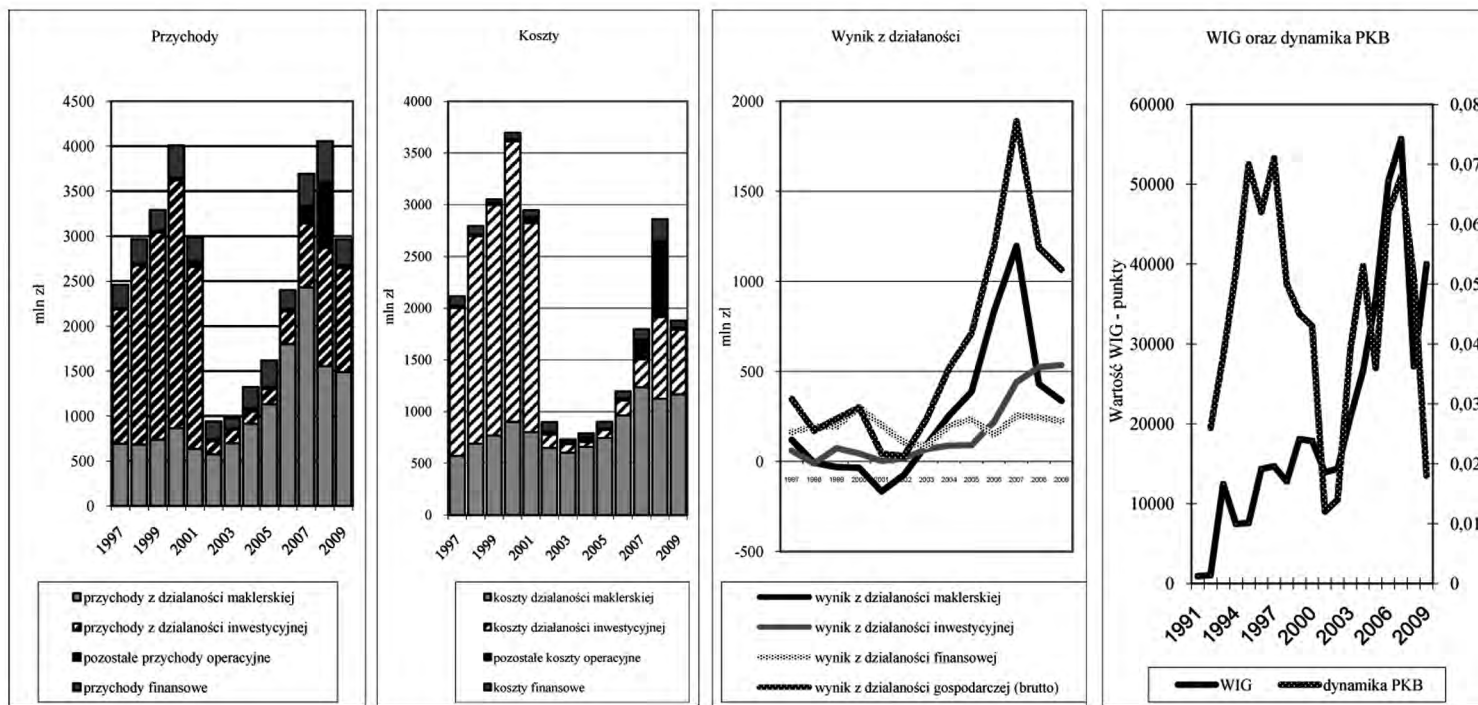
To załamanie na giełdzie przełożyło się na sytuację branży maklerskiej. Pomimo tego, że przychody ogółem wzrosły z 2,5 mld zł w 1997 r. do prawie 3 mld w 1998 r., wynik z działalności gospodarczej (zysk brutto) obniżył się o połowę z 347 mln w 1997 r. do 170 mln zł w 1998 r. (spadek większy niż indeksu WIG w najgorszym okresie). Przyczyną takiego stanu rzeczy była strata na działalności maklerskiej 6,4 mln zł w 1998 r., a na działalności inwestycyjnej – 11,1 mln zł. Sytuację branży uratowała działalność finansowa, z której domy i biura maklerskie czerpały znaczne i rosnące zyski – 162 mln w 1997 r. oraz 192 mln zł w roku następnym (rys. 4).

5. *Dot-com boom* (1999-2002) i jego konsekwencje

Trzecia hossa miała apogeum w 2000 r. Lokomotywą wzrostów, tak jak na świecie, okazały się firmy internetowe. W połowie ostatniej dekady XX w. powoli do Polski docierała ze Stanów Zjednoczonych moda na firmy nowych technologii – branży informatycznych i pokrewnych¹⁷. Te nowinki techniczne, podobnie jak wcześniejsze (kolej – lata 40. XIX w., radio – lata 20. XX w., czy pierwsze komputery – lata 80. XX w.)¹⁸, zawsze przyciągały tych, którzy mieli tylko pomysł na biznes (nawet bez

¹⁷ W 1995 r. powstała pierwsza wersja przeglądarki internetowej Netscape, wydano system operacyjny Windows 95, opracowano język programowania Java.

¹⁸ Podobnie napędzana była giełda nowojorska w 1929 r. ówczesnymi spółkami nowych technologii – korporacjami radiowymi (np. kurs Radio Corporation of America wzrósł z 2,5 dolara w 1921 r. do 570 dolarów w 1929 r.).



Rys. 4. Struktura oraz wielkość przychodów, kosztów i wyniki finansowe z podstawowych typów działalności branży maklerskiej, wartość WIG i dynamika PKB w latach 1997-2009

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Wybrane informacje...; Wyniki finansowe... 1997-2009].

biznesplanu), i tych, którzy w danym momencie dysponowali wolnymi kapitałami i wierzyli, że na tych pomysłach można dobrze zarobić.

Tak reagowały fundusze *venture capital* i inwestorzy giełdowi. Tym zachowaniem sprzyjały na rynku amerykańskim niskie stopy procentowe. Tani pieniądź zachęcał do inwestowania w każde przedsięwzięcie ludzkie perspektywą sówitego zarobku. Podniętą do takich zachowań były ogromne zyski pierwszych biznesmenów¹⁹ od sklepów internetowych czy stron aukcyjnych, którzy zakładali swoje firmy, nie dysponując praktycznie żadnymi środkami finansowymi. Ten czas w informatyce określa się jako *dot-com boom*.

Zafascynowanie nowymi technologiami przeniosło się na rynek polski. Spółki, wyczuwając znakomitą koniunkturę, prześcigały się z deklaracjami dotyczącymi projektów internetowych. Spirala spekulacyjna nakręciła się do tego stopnia, że inwestorzy kupowali akcje każdej spółki, która choćby sygnalizowała zainteresowanie nowymi technologiami. Część projektów przekształciła się rzeczywiście w interesujące przedsięwzięcia (np. Optimus z portalem Onet), część nigdy nie została zrealizowana i pozostała w sferze planów. Nakręcanie koniunktury trwało 5 lat. W marcu 2000 r. indeks WIG przekroczył 21 tys. pkt.

Na przełomie lat 2000 i 2001 przyszło otrzeźwienie na giełdach całego świata. Inwestorzy zrozumieli, że wiele firm nie zrealizuje zapowiadanych planów, a wartość akcji nie oddaje rzeczywistości. W Polsce na tę sytuację nałożyło się pogorszenie sytuacji gospodarczej (dynamika PKB spadła z 7,1% w 1997 r. do 1,2% w 2001 r.). Od marca 2000 r. do lipca 2002 r. WIG stracił ponad 49%, nieco więcej niż Dow Jones – 37%. Początek nowego wieku to także czas największych skandali księgowych, wykazywanie wirtualnych zysków (np. spółka Enron), zamach terrorystyczny na World Trade Center i Pentagon 11 września 2001 r. Następujące po nich turbulencje spowodowały wzrost zainteresowania inwestycjami giełdowymi.

Branża maklerska w okresie hossy podwyższyła przychody ogółem z poziomu 3,3 mld zł w 1999 r. do prawie 4 mld w 2000 r. (tj. o 21%) (rys. 4). Koszty natomiast w tym samym okresie wzrosły o 19%, co w efekcie przełożyło się na wzrost wyniku brutto branży z kwoty 237 mln do 300 mln (27%). Głównym źródłem zysku była działalność lokacyjna domów i biur maklerskich. Przychody finansowe z działalności lokacyjnej, na poziomie 226 mln zł w 1999 r., a w kolejnym 355 mln zł, przy niskich kosztach odpowiednio 32 mln i 53 mln, wpłynęły na wysoki wynik finansowy: w 1999 r. prawie 200 mln zł, a w następnym ponad 300 mln zł. Działalność maklerska, podstawowa dla branży, przynosiła straty: 30 mln w 1999 r. i 35 mln

¹⁹ W 1994 r. David Filo i Jerry Yang tworzą Yahoo, który z czasem rozwinął się w potężny katalog zasobów internetowych, a założyciele stali się milionerami. E-bay to portal internetowy założony w 1995 r. przez Pierre'a Omidyara prowadzący aukcje internetowe, dostępny dzisiaj na całym świecie. Amazon to amerykańska firma założona w 1994 r. przez Jeffa Bezosa, która specjalizuje się w handlu internetowym. Zaczynała od księgarń internetowej. Dzisiaj handluje szerokim asortymentem – od DVD, mebli, sprzętu komputerowego po towary spożywcze. Prowadzi działalność w wielu krajach świata.

w 2000 r. Na wynik brutto branży minimalny wpływ miała działalność inwestycyjna. Jej wysoki udział w przychodach (oscylował wokół 70%) i na zbliżonym poziomie w kosztach nie gwarantował uzyskania zadowalającego wyniku.

Bessa zapoczątkowana w 2000 r. odbiła się rykoszetem na branży maklerskiej w kolejnych latach. Obroty sesyjne akcjami ogółem spadły na giełdzie w latach 2000-2002 o ponad 65%, kapitalizacja, w tym samym okresie, o 23% z poziomu 130 mld zł do 110 mld zł. Emitenci rezygnowali z nowych emisji, a kilkadziesiąt spółek opuściło parkiet. Do obrotu wprowadzano jedynie po kilka spółek rocznie (rys. 3). Dynamika PKB była w stosunku do lat poprzednich coraz niższa, co ewidentnie wskazywało na pogorszenie się sytuacji gospodarczej w Polsce.

Przychody w najgorszym dla branży 2002 r. obniżyły się do poziomu 928 mln zł, co oznaczało ponad 70-procentowy spadek w stosunku do najlepszego 1999 r. Mimo że w przychodach dominowały, tym razem, przychody z działalności maklerskiej, udział na poziomie ponad 70%, to koszty były na tyle wysokie, że w tej sferze branża przynosiła straty. Najgłębsza strata, 166 mln zł, wystąpiła w 2001 r. Od 2002 r. domy i biura maklerskie wycofywały się wyraźnie z nabywania papierów wartościowych we własnym imieniu i na własny rachunek. Nie rezygnowały z działalności lokacyjnej, która tak jak w poprzednich latach pozwalała wypracować zysk dla branży i utrzymać średnio dodatni wynik finansowy brutto na bardzo niskim, ale dodatnim poziomie około 30 mln zł. Był on niższy od tego z 2000 r. o 90% (rys. 4).

6. Największa hossa na GPW i następująca po niej bessą wywołana kryzysem amerykańskim 2003-2008

Przez dwa lata od pęknięcia bańki internetowej inwestorzy nie dostrzegali potencjału spółek notowanych na GPW. Indeks WIG trwał w lekkim uśpieniu. Zainteresowanie klientów zwróciło się ku funduszom inwestycyjnym. Z roku na rok, wraz ze wzrostem indeksów, coraz szerszym strumieniem napływały środki finansowe do funduszy. W apogeum hossy aktywa funduszy inwestycyjnych opiewały na kwotę ponad 140 mld zł²⁰. Pod koniec XX w. pojawił się też nowy znaczący inwestor giełdowy. Przeprowadzono w Polsce reformę systemu emerytalnego, powołując do życia Otwarte Fundusze Emerytalne, stanowiące część kapitałową systemu emerytalnego. Aktywa netto OFE na koniec 2007 r. były równe aktywom funduszy inwestycyjnych²¹. Oba podmioty stawały się największymi graczami wśród inwestorów instytucjonalnych.

Zainteresowanie inwestorów w coraz większym zakresie kierowane było ku nowym instrumentom finansowym – instrumentom pochodnym, kontraktom notowanym od 1998 r. i w mniejszym zakresie opcjom, notowanym od 2003 r., których udział w obrotach ogółem na giełdzie wzrastał z roku na rok.

²⁰ Więcej zob.: www.analizy.pl/fundusze/fundusze-inwestycyjne.

²¹ Więcej zob.: www.knf.gov.pl/Images/1_przegląd_rynku_OFE_2007_tcm75-9242.xls.

W 2004 r. Polska została członkiem UE. Fakt ten otworzył polską giełdę na rywalizowanie o notowania spółek zagranicznych. Od 2003 r. systematycznie rośnie PKB, rosną ceny nieruchomości, na giełdzie przybywa spółek (najwięcej 87 w 2007 r.), rośnie kapitalizacja, wzrastają obroty²². Na giełdę powoli powraca optymizm związany z rosnącym zainteresowaniem bardzo dobrze rozwijającymi się małymi spółkami, w tym z branż deweloperskiej i budowlanej, które mają budować drogi, hotele i stadiony na Euro 2012. Później w bessie zapłacą najwyższą cenę za kilkuletnie wzrosty notowań.

W USA, aby uspokoić rynek po wydarzeniach z początku XXI w. i zapobiec panice po zamachach terrorystycznych oraz aferach finansowych, FED obniżył główną stopę procentową do poziomu 1%. Zachęciło to wielu Amerykanów do spełnienia marzeń o własnym domu²³. Na ofertę wyspecjalizowanych firm odpowiedziały ponad 2 mln klientów. Wśród nich grupa, którą dzisiaj określa się mianem „NINJA” – *no income* (bez dochodów), *no job* (bez pracy), *no asset* (bez majątku). Banki chętnie udzielały kredytów, nie bacząc na grupę wysokiego ryzyka kredytobiorców. Kupowanie domów nakręcało rynek nieruchomości, ceny domów były coraz wyższe. Aby zwiększyć akcję kredytową, banki pozyskiwały pieniądze na ten cel nie z lokat klientów, ale z emisji obligacji zabezpieczonych hipotekami. Obligacje te, uznawane za bezpieczne, inne banki chętnie kupowały do własnych portfeli [*Polska wobec światowego...* 2009; Nawrot 2009, s. 25-41].

Aby zapobiec inflacji, FED zaczął podnosić stopy procentowe, co wpłynęło na wzrost kosztów kredytu. Kredytobiorcy przestali spłacać kredyty i podejmowali decyzje o sprzedaży domu. Zjawisko to nasilało się, podaź przekraczała popyt, co miało proste przeniesienie na spadające ceny nieruchomości. Koło zamykało się coraz szybciej. Niespłacalne kredyty i niskie ceny nieruchomości doprowadziły do zachwiania rynku. Banki i inne instytucje udzielające kredytów pod zastaw nieruchomości traciły płynność. Na rynku zapanowała panika. 9 października 2007 r. Dow Jones Industrial Average bije rekord wszech czasów. Na zamknięciu jest wart 14 164,53 pkt. Rok bessy, do 8 października 2008 r., zabrał indeksowi 35%.

Niepokojące informacje płynące z rynku amerykańskiego natychmiast ostudziły przegrzany polski rynek giełdowy. Rozpoczął się czas paniki. Przeniosła się ona na zachowania osób posiadających jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych, osób, które pod wpływem coraz bardziej szokujących informacji (wiele banków w USA i Europie zbankrutowało lub znalazło się w sytuacji utraty płynności) wycofywały zgromadzone tam oszczędności.

Euforia inwestorów zakończyła się w 70. miesiącu od zakończenia ostatniej bessy z 2001 r. Od lipca 2007 r. do października 2008 r. WIG spadł o 62,6%, co

²² Więcej zob.: www.egospodarka.pl/21340,Wtorny-rynek-nieruchomosci-I-III-2007,1,39,1.html.

²³ Podobne zjawisko, chociaż nie na taką skalę jak w USA, występowało w Polsce. Ceny nieruchomości szły w górę, a banki zachęcały do zaciągania kredytów. Różnica polegała na tym, że w Polsce osoby ubiegające się o kredyt musiały mieć zdolność kredytową. RPP długo utrzymywała stopy procentowe na niezmiennym poziomie.

oznaczało jego powrót do poziomu sprzed czterech lat. Tempo przeceny akcji było niemal identyczne (w pierwszej fazie) jak w okresie bessy wywołanej bańką internetową. DJ spadł o 40%, ale stało się to zdecydowanie szybciej niż w bessie z 2000 r.²⁴ Na rynkach świata rozpoczął się okres gwałtownej ucieczki inwestorów w giełd.

Przychody ogółem branży maklerskiej wzrosły w 2008 r. w stosunku do najgorszego 2002 r. o ponad 430% (z 928 mln zł do 4 mld zł) (rys. 4). W strukturze przychodów dominowały przychody z działalności maklerskiej, co spowodowane było licznymi czynnikami wymienionymi powyżej. Przychody z działalności maklerskiej znacznie przewyższały koszty, co przekładało się na świetny wynik finansowy 1,2 mld zł w 2007 r. Branża maklerska zaczęła powracać do większego zaangażowania we własne inwestycje, które również przynosiły dobre efekty: w 2007 r. zysk na poziomie 440 mln zł. Nadal lokowano wolne środki pieniężne, czego efektem przez kolejne lata był zysk na poziomie 250 mln zł. Rok 2007 był dla branży maklerskiej najlepszy od momentu powstania pierwszych domów i biur maklerskich. Wynik finansowy brutto osiągnął poziom 1889 mln zł.

Chociaż przychody ogółem branży maklerskiej w 2008 r. były większe o 300 mln zł w stosunku do 2007 r., to koszty wzrosły o blisko 1 mld zł, co w konsekwencji ukształtowało wynik finansowy brutto na znacznie niższym (spadek o 700 mln zł), ale dodatnim poziomie²⁵. Na wynik finansowy brutto złożył się spadek z wyniku z działalności maklerskiej z 1,2 mld zł do 430 mln zł oraz z działalności lokacyjnej z 1,6 mld zł do 943 mln zł. Jedynie na działalności inwestycyjnej branża uzyskała lekki przyrost. W 2007 r. z tego tytułu wynik ukształtował się na poziomie 441 mln zł, a rok później – 524 mln zł. Rok 2009 był pod względem wyniku finansowego brutto jeszcze gorszy. Na wszystkich typach działalności zanotowano niższe wyniki finansowe. Branża maklerska zakończyła rok 2009 z wynikiem brutto około 1 mld zł.

7. Zakończenie

W 2011 r. branża maklerska, jak cały rynek kapitałowy, będzie świętować 20 lat działalności. Lata te były przeplatane pozytywnymi i negatywnymi uwarunkowaniami rozwoju, które wpływały na wyniki finansowe branży maklerskiej. To inwestorzy swoimi decyzjami, wywołanymi wsłuchiowaniem się w sytuację na rynkach świata, poddawali rynek kapitałowy stanom euforii lub załamania. Ich emocje przekładały się na sytuację branży maklerskiej. W żadnym z omawianych okresów, średnio, podmioty świadczące usługi maklerskie nie zanotowały straty. Najniższy wynik finansowy brutto branża odnotowała w czasie bessy internetowej, tylko 30 mln zł.

²⁴ Największy spadek DJ zanotował w trakcie Wielkiego Kryzysu. Po długotrwałej hossie pomiędzy sierpniem 1929 r. a lipcem 1932 r. Dow Jones zmalał (bez uwzględniania inflacji) o 89%, doprowadzając do bankructwa wielu inwestorów. Bessa trwała 34 miesiące.

²⁵ W 2008 r. 15 domów maklerskich i 1 biuro maklerskie poniosło stratę brutto [*Polski rynek...* 2010, s. 91].

Najlepsza koniunktura wystąpiła w 2007 r.: wynik brutto na poziomie 1,9 mld zł. Przez wiele lat niepokojące było to, że dodatni wynik finansowy brutto osiągała branża z działalności lokacyjnej, a nie wiodącej maklerskiej, na której niejednokrotnie ponosiła straty. Należy także podkreślić, że ostatnia bessa została zneutralizowana w znacznym stopniu przez działania zarządu GPW. Konsekwentnie realizowana strategia wprowadzania do notowań nowych instrumentów finansowych, otwierania nowych rynków, zabiegania o emitentów to także szansa dla branży maklerskiej. Są też zagrożenia. Można wskazać przynajmniej jedno. Branża maklerska musi zmierzyć się z konkurencją, z tymi zagranicznymi firmami inwestycyjnymi, które już uczestniczą albo niedługo będą aktywnie uczestniczyć w obrotach giełdowych²⁶.

Literatura

- 14 lat polskiego rynku funduszy inwestycyjnych*, Izba Zarządzających Aktywami i Funduszami, www.izfa.pl/files_user/wydarzenie/07.12.2006/Wprowadzenie.pdf.
- Banaszczak-Soroka U., *Instytucje i uczestnicy rynku kapitałowego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.
- Kwiecień Ł., *Przez hossy i bessy*, część I, www.nbportal.pl/pl/np./artykuly/finanse/hossy_bessy1?nrpg=1, b.d.
- Nawrot W., *Globalny kryzys finansowy XXI wieku. Przyczyny, przebieg, skutki, prognozy*, CeDeWu, Warszawa 2009.
- Ostalecka A., *Kryzysy bankowe i metody ich przewycięzania*, Difin, Warszawa 2009.
- Polska wobec światowego kryzysu gospodarczego*, NBP, Warszawa, wrzesień 2009, www.nbp.pl/home.aspx?f=/publikacje/polska_wobec_swiatowego_kryzysu_gospodarczego_2009/polska_wobec_swiatowego_kryzysu_gospodarczego.html.
- Polski rynek finansowy w obliczu kryzysu finansowego w latach 2008–2009*, KNF, maj 2010.
- Rachunek zysków i strat domów i biur maklerskich*, GUS, www.stat.gov.pl/gus/5840_1157_PLK_HTML.htm.
- Taylor J.B., *Zrozumieć kryzys finansowy*, PWN, Warszawa 2010.
- Ustawa z dnia 1 marca 1991 roku o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych, DzU 1991 Nr 35, poz. 155.
- Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 roku Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, DzU 1997 Nr 118, poz. 754.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku Prawo o publicznym obrocie instrumentami finansowymi, DzU 2005 Nr 183, poz. 1538.
- Wybrane informacje dotyczące podmiotów rynku kapitałowego*, opracowania KNF, www.knf.gov.pl/opracowania/rynek_kapitalowy/dane/dane_o_rynku/dane_roczne.html.
- Wyniki finansowe biur i domów maklerskich*, GUS, Warszawa 1997–2009, www.stat.gov.pl/gus/5840_1157_PLK_HTML.htm.
- Zakres działalności firm inwestycyjnych*, www.knf.gov.pl/Images/zakres_dzialalnosci_firm_inwestycyjnych_10_05_2011_tcm75-8058.pdf.

²⁶ W lutym zdalnymi członkami GPW były 23 zagraniczne firmy inwestycyjne, których udział w obrotach na rynku akcji przekroczył 10%, www.gpw.pl.

Źródła internetowe

www.analizy.pl/fundusze/fundusze-inwestycyjne.
www.egospodarka.pl/21340,Wtorny-rynek-nieruchomosci-I-III-2007,1,39,1.html.
www.gpw.pl/analizy_i_statystyki_pelna_wersja.
www.gpw.pl/lista_czlonkow_gieldy.
www.knf.gov.pl/Images/1_przegląd_ryнку_OFE_2007_tcm75-9242.xls.
www.knf.gov.pl/Images/zakres_działalności_firm_inwestycyjnych.

PHASES OF BULL MARKET AND SLUMP ON THE WARSAW STOCK EXCHANGE AND THE SITUATION OF BROKERAGE BRANCH

Summary: The phases of bull market and slump have been typical of the Polish Stock Exchange for the last 20 years. Those situations had significant influence on the financial standing of brokerage branch. It had its lowest financial result in 2002 (crash of the Internet bubble), when it had the gross income of 30 million zlotys. In the next years its financial results were better. In 2007 when bull market was at its top, branch reached the gross income of 2 billion zlotys. Even the strong crisis which began in 2007 and continued in 2008 (Stock Exchange lost 62,7%) did not cause the loss. On the contrary gross income in the worst year 2009 was favourable and high, considering the given situation. It was over 1 billion zlotys. The most disturbing is the fact that brokerage branch sustained great loss on the brokerage activity a lot of times and gross income was a result of financial activity (locating free funds of clients in bank deposits).