

Anna Kasprzak-Czelej

Rola domów maklerskich w realizacji funkcji mobilizacyjnej giełdowego rynku akcji

Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H, Oeconomia 46/1, 337-345

2012

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

ANNA KASPRZAK-CZELEJ

*Rola domów maklerskich w realizacji funkcji
mobilizacyjnej giełdowego rynku akcji*

The role of brokerage houses in the mobilization function of stock market

Wprowadzenie

Giełdowy rynek akcji realizuje wszystkie funkcje przypisywane giełdzie papierów wartościowych¹. Uwzględniając powiązania między nimi, za najważniejsze można uznać funkcje kapitałowe związane z przepływem środków finansowych od podmiotów nadwyżkowych do deficytowych. Obejmują one finansowanie inwestycji, alokację, mobilizację i wycenę kapitałów. Funkcje te związane są z podstawowymi charakterystykami rynku giełdowego – podażą kapitału (funkcja mobilizacyjna), popytem na kapitał (funkcja finansowa oraz alokacyjna) i ceną (wycena kapitału).

Aby giełdowy rynek akcji mógł je wypełniać, musi cechować się m.in. efektywnością organizacyjną i wpływającą na nią integralnością². Pierwsza z tych cech odnosi się do sposobu i sprawności działania instytucji finansowych w zakresie obsługi emitentów i inwestorów. Druga oznacza natomiast istnienie ustalonych i określonych w przepisach relacji i zasad współpracy pomiędzy nimi.

Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie istoty mobilizującej funkcji giełdowego rynku akcji oraz roli domów maklerskich w jej skutecznej realizacji.

¹ Szerzej na temat funkcji giełdy zob. P. Kulpaka, *Giełdy w gospodarce*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007, s. 51–63. W dalszej części artykułu pojęcie „giełdowy rynek akcji” i „giełda” będą stosowane zamiennie.

² J. Socha, *Rynek papierów wartościowych w Polsce*, Olympus, Warszawa 2003, s. 20–21.

Artykuł składa się z trzech części. W pierwszej przedstawiono działania związane z mobilizowaniem oszczędności oraz instytucjonalne uwarunkowania sprawnej realizacji tej funkcji. Część druga zawiera podstawowe charakterystyki krajowego rynku usług brokerskich oraz analizę współzależności tych zmiennych ze skłonnością do oszczędzania w gospodarce. W części trzeciej przedstawiono rozwój rynku *asset management*.

1. Funkcja mobilizacyjna Gieldowego Rynku Akcji

Funkcja mobilizowania oszczędności polega na dokonywaniu transformacji kwot funduszy przekazywanych między podmiotami sfery realnej³. Obejmuje ona trzy ściśle powiązane grupy działań. Pierwsza związana jest z tworzeniem instrumentów finansowych o relatywnie niskich nominalach, co sprzyja lokowaniu nadwyżek finansowych o różnej wielkości. Instrumenty te dostarczają gospodarstwom domowym możliwości posiadania zdwersyfikowanych portfeli inwestycyjnych oraz przyczyniają się do zwiększenia płynności aktywów⁴. Druga grupa dotyczy gromadzenia środków finansowych od wielu oszczędzających, co z kolei pozwala na udostępnianie większych kwot kapitału podmiotom poszukującym finansowania swoich inwestycji. Uważa się, iż poprzez samo wspieranie dywersyfikacji ryzyka, płynności i finansowania większych projektów, co wiąże się z realizacją funkcji mobilizacyjnej, system finansowy poprawia alokację aktywów w gospodarce⁵. Stwierdzenie to wydaje się adekwatne również do giełdy jako elementu systemu finansowego. Trzecią z wyróżnionych grup stanowią działania polegające na kształtowaniu zachowań inwestorów, informowaniu o możliwościach inwestycyjnych, świadczeniu usług zarządzania oszczędnościami oraz sprzedaży instrumentów finansowych.

Gieldowy rynek akcji w ramach realizacji funkcji mobilizacyjnej może wpływać na zwiększenie skłonności do oszczędzania gospodarstw domowych, co w skali całej gospodarki może skutkować wzrostem poziomu oszczędności, a zatem i źródeł finansowania inwestycji realnych. Wzrost ten może wynikać przede wszystkim z możliwości lepszego dopasowania sposobów lokowania oszczędności do indywidualnych preferencji oszczędzających. Rozwinięty rynek umożliwia bezpośrednio lub pośrednio (z wykorzystaniem funduszy inwestycyjnych) inwestowanie w papiery wartościowe o zróżnicowanym poziomie ryzyka i co za tym idzie – różnej oczekiwanej stopie zwrotu. Poza tym w odniesieniu do płynnych segmentów rynku umożliwia idealne dopasowanie horyzontu (czasu trwania) inwestycji do potrzeb inwestora.

³ P. Karaś, *Ewolucja postrzegania roli systemu finansowego w badaniach wzrostu gospodarczego* [w:] *Problemy rozwoju rynku finansowego w aspekcie wzrostu gospodarczego*, red. P. Karpuś, J. Węclawski, Wydawnictwo UMCS, Lublin 2007, s. 33.

⁴ R. Levine, *Financial development and economic growth: views and agenda*, „Journal of Economic Literature” 1997, vol. XXXV, s. 699.

⁵ E. R. Sirri, P. Tufano, *The economics of pooling* [in:] *The global financial system: a functional perspective*, eds. D. B. Chane et al., Harvard Business School Press, Boston MA 1995, s. 81–128 (cyt. za: R. Levine, *op. cit.*, s. 699).

Wydaje się, iż mobilizacyjna funkcja giełdowego rynku akcji zależy od sprawności funkcjonowania instytucji finansowych, które albo biernie pośredniczą w obrocie giełdowym (biura i domy maklerskie⁶), albo wykonują tzw. aktywne pośrednictwo, tj. kreują własne instrumenty finansowe niebędące pieniądzem, a pozyskane środki lokują w szczególności na giełdowym rynku akcji (fundusze inwestycyjne, emerytalne, towarzystwa ubezpieczeniowe, firmy typu *asset management*)⁷. Instytucje te mogą również wpływać na warunki inwestowania na giełdzie, np. płynność rynku giełdowego poprzez pełnienie funkcji animatorów rynku lub emitenta⁸ i poprawę ładu korporacyjnego poprzez aktywne sprawowanie funkcji nadzorczych w posiadanych spółkach. Poza tym, mając możliwość udzielania pożyczek papierów wartościowych do celów krótkiej sprzedaży, mogą również w ten sposób przyczyniać się do lepszej wyceny walorów na giełdzie. Ich istnienie z punktu widzenia nabywców usług finansowych powinno ograniczać koszty informacyjne (skutki asymetrii informacji). Wymienione czynniki, mając przełożenie na relację stopy zwrotu i ryzyka, mogą z kolei wpłynąć pozytywnie na decyzje pozostałych uczestników rynku finansowego odnośnie do lokaty środków na giełdowym rynku akcji. Teoretycznie pewna rola w tym zakresie przypada również pośrednikom finansowym *sensu largo*, tj. podmiotom świadczącym głównie usługi w zakresie pośrednictwa w zawieraniu umów finansowych, informowania, doradztwa, a którzy nie występują jako strony wyżej wymienionych umów⁹. Tak rozumiani pośrednicy finansowi mogą mieć znaczenie w aspekcie upowszechniania wiedzy co do produktów związanych z giełdowym rynkiem akcji oraz potencjalnie służyć jako kanał dystrybucji jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych, produktów strukturyzowanych czy produktów ubezpieczeniowych.

2. Domy maklerskie

Funkcjonowanie domów maklerskich umożliwia inwestorom samodzielne lokowanie środków na giełdzie, przez co bezpośrednio warunkuje realizację funkcji

⁶ Dom maklerski jest niebędącym bankiem podmiotem prowadzącym przedsiębiorstwo maklerskie w rozumieniu ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, a biuro maklerskie jest wydzieloną organizacyjnie w ramach banku jednostką prowadzącą działalność maklerską. Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 12 kwietnia 2006 r. w sprawie szczegółowych zasad organizacyjnego wydzielenia działalności maklerskiej banku, Dz. U. z 24 kwietnia 2006 r., nr 68, poz. 483. W dalszej części artykułu, upraszczając, stosuje się pojęcie domu maklerskiego w odniesieniu do tych dwóch rodzajów firm inwestycyjnych.

⁷ Ten podział instytucji finansowych zaczerpnięto z: W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, s. 20–22.

⁸ Animatorzy emitenta działają na podstawie umowy zawartej z danym emitentem, a animatorzy rynku na podstawie umowy z GPW, której warunki określa Zarząd Giełdy. Na rynku akcji warunki te dotyczą w szczególności maksymalnej dopuszczalnej wielkości *spreadu*, minimalnej wartości zleceń, czasu kwotowania, maksymalnego limitu dziennego zaangażowania. Zob. Rozdział VI: *Regulaminu Giełdy*.

⁹ J. Truszkowski, *Pośrednicy finansowi*, [w:] *Pośrednictwo finansowe w Polsce*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, CeDeWu, Warszawa 2009, s. 289.

mobilizacyjnej. Działalność maklerska obejmuje bowiem w szczególności czynności polegające na przyjmowaniu i przekazywaniu zleceń nabycia lub zbycia instrumentów finansowych oraz ich wykonywaniu na rachunek dającego zlecenie (działalność brokerska), zarządzaniu portfelami instrumentów finansowych, doradztwie inwestycyjnym oraz oferowaniu instrumentów finansowych¹⁰. Firmy inwestycyjne w ramach działalności maklerskiej prowadzą również rachunki papierów wartościowych oraz rachunki pieniężne służące do ich obsługi, udzielają pożyczek pieniężnych na zakup instrumentów finansowych, sporządzają analizy inwestycyjne i finansowe oraz inne rekomendacje o charakterze ogólnym dotyczące transakcji w zakresie instrumentów finansowych¹¹. Działalność maklerska nie sprowadza się zatem tylko do biernego pośrednictwa, ale obejmuje również istotne funkcje informacyjno-edukacyjne, czy wręcz opiniotwórcze. Firmy inwestycyjne mogą przy tym powierzyć czynności pośrednictwa w zakresie prowadzonej przez siebie działalności tzw. agentowi firmy inwestycyjnej¹², co może mieć konsekwencje w aspekcie dostępności świadczonych usług oraz mobilizacji kapitału przez giełdę.

Przedsiębiorstwa maklerskie jako instytucje zaufania publicznego podlegają licencjonowaniu i nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego, podobnie jak zatrudniani maklerzy i doradcy inwestycyjni. Dodatkowo przed ryzykiem niewypłacalności domu maklerskiego chroni inwestora system rekompensat. Elementy te należą do zespołu czynników gwarantujących bezpieczeństwo obrotu i środków finansowych inwestora, niezbędnych do sprawnej realizacji funkcji mobilizacyjnej przez giełdowy rynek akcji.

Na krajowym rynku usług maklerskich¹³ dominują podmioty powiązane kapitałowo z bankami, a niebankowe domy maklerskie mają niszowy charakter¹⁴. Liczba krajowych domów maklerskich jest relatywnie stała z tendencją do zwiększania się w okresach hossy (rys. 1). Nie można zatem stwierdzić, iż wraz z rozwojem giełdy nasila się konkurencja między krajowymi firmami inwestycyjnymi. Również zależnie od koniunktury giełdowej kształtuje się liczba otwartych rachunków inwestycyjnych, co wynika po części także z faktu dokonywania publicznej sprzedaży akcji przez Skarb Państwa w okresach dobrej koniunktury giełdowej. Przykładowo istotna z punktu widzenia wpływu na przyrost liczby rachunków inwestycyjnych była oferta sprzedaży akcji PKO BP w 2004 r., która wiązała się ze zwiększeniem liczby

¹⁰ Ustawa z dn. 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, (tekst jednolity) Dz. U. z 2010 r. nr 211, poz. 1384 z późn. zm., art. 69, pkt. 2.

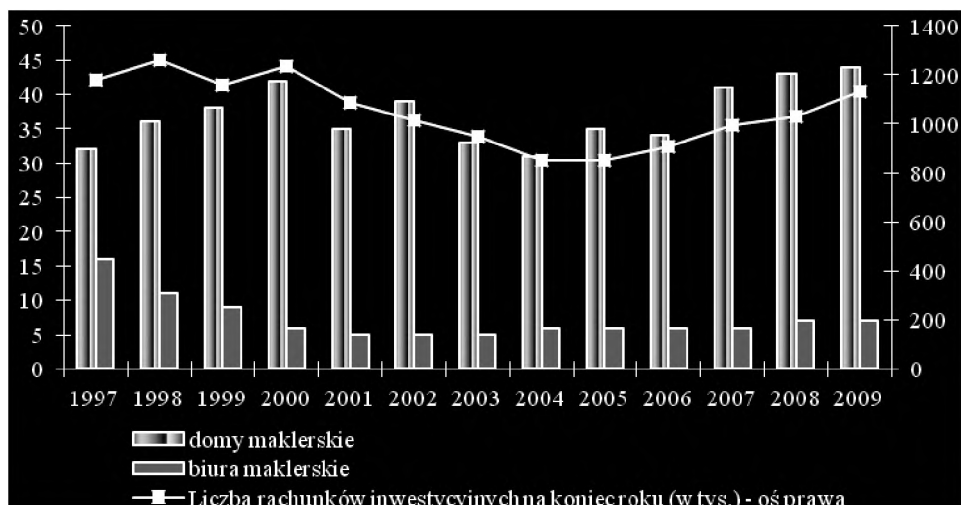
¹¹ *Ibid.*, art. 69, pkt. 4.

¹² *Ibid.*, art. 79–81.

¹³ W Polsce działalność maklerską mogą również wykonywać zagraniczne osoby prawne z siedzibą na terytorium państwa należącego do OECD lub WTO oraz zagraniczne firmy inwestycyjne, tj. firmy inwestycyjne z siedzibą/centralą/miejscem zamieszkania na terytorium państwa członkowskiego UE, prowadzące działalność maklerską na terytorium tego państwa na podstawie zezwolenia właściwego organu nadzoru, oraz zagraniczne instytucje kredytowe, bez konieczności uzyskania zezwolenia KNF, poprzez utworzenie oddziału w Polsce lub z wykorzystaniem kanałów porozumiewania się na odległość.

¹⁴ J. Truszkowski, W. S. Kowalski, *Domy i biura maklerskie*, [w:] *Pośrednictwo...*, s. 318–319.

rachunków o 81 tys. oraz PGNiG w 2005 r. – wzrost liczby rachunków o 20 tys., a w 2010 r. wyjątkowe pod tym względem były sprzedaże akcji Tauron, GPW i PZU, wiążące się ze zwiększeniem liczby rachunków o odpowiednio: 82 tys., 98,5 tys. oraz 140 tys.¹⁵



Rys. 1. Liczba przedsiębiorstw maklerskich oraz prowadzonych rachunków inwestycyjnych w Polsce w latach 1997–2009

Źródło: Opracowanie własne na podstawie GUS, *Wyniki finansowe domów i biur maklerskich*, z lat 1997–2009 i *Roczników giełdowych GPW w Warszawie z lat 2000–2010*.

Liczba rachunków inwestycyjnych jest dodatnio (0,740) skorelowana ze stopą oszczędności prywatnych brutto¹⁶, co może oznaczać, iż zwiększeniu skłonności do oszczędzania towarzyszy wzrost skłonności do lokowania środków na giełdowym rynku akcji, obrazowany przez wzrost tej liczby rachunków.

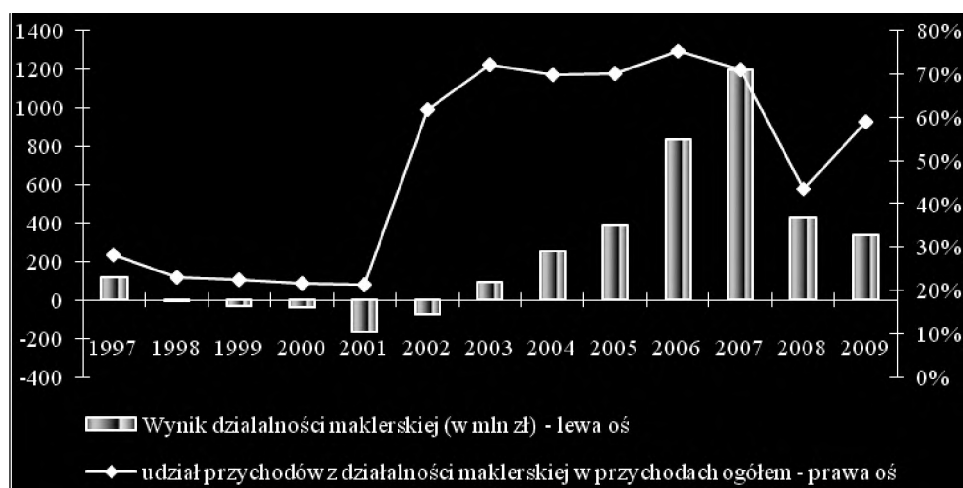
Przychody firm inwestycyjnych z właściwej działalności maklerskiej (z opłat za prowadzenie rachunków inwestycyjnych, prowizji od realizacji zleceń, doradztwa przy transakcjach kapitałowych czy sprzedaży materiałów analitycznych) oraz wyniki finansowe domów maklerskich również zależą od koniunktury na giełdowym rynku akcji – maleją w okresie spadku obrotów w okresie dekonjunktury¹⁷ (rys. 2). Jest to efekt zarówno zmiany liczby aktywnych klientów, jak i wielkości oszczędności

¹⁵ Liczba rachunków inwestycyjnych w 2010 roku, na stronie <http://www.pulspieniadza.pl/fundusze-inwestycyjne/47-funds/828-liczba-rachunkow-inwestycyjnych-w-2010-roku> (14.01.2011).

¹⁶ Wszystkie korelacje w artykule obliczono z wykorzystaniem współczynnika korelacji liniowej Pearsona i zbadano pod kątem statystycznej istotności. Podawane współczynniki są statystycznie istotne na poziomie $\alpha=0,05$.

¹⁷ Korelacja pomiędzy przychodami z działalności maklerskiej i poziomem kapitalizacji oraz obrotami na giełdowym rynku akcji wynosi odpowiednio 0,936 i 0,979.

kierowanych w szczególności na giełdowy rynek akcji. Warto przy tym zauważyć, iż korelacja pomiędzy stopą oszczędności prywatnych brutto a przychodami z tytułu prowizji od operacji papierami wartościowymi na rachunek zlecającego jest ujemna (-0,573). Z jednej strony mogłoby to stanowić jedynie potwierdzenie występowania efektu bogactwa¹⁸, ale z drugiej może oznaczać, iż wzrost skłonności do oszczędzania wiąże się ze zmniejszeniem wielkości środków lokowanych na giełdowym rynku akcji i przez to wielkości realizowanych transakcji i/lub spadkiem wielkości pobieranych prowizji. Zależność ta może również przebiegać w odwrotnym kierunku, tj. spadek poziomu prowizji (kosztów transakcyjnych) prowadzi do wzrostu skłonności do oszczędzania.



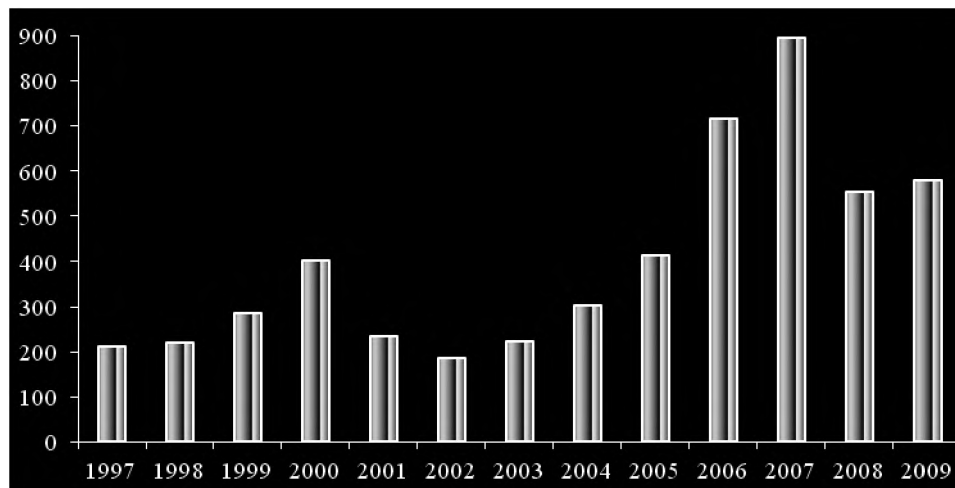
Rys. 2. Wynik działalności maklerskiej oraz udział przychodów z tej działalności w całości przychodów firm inwestycyjnych w Polsce w latach 1997–2009

Źródło: Opracowanie własne na podstawie GUS, *Wyniki finansowe domów i biur maklerskich*, z lat 1997–2009.

Dla analizy funkcji mobilizacyjnej istotne są przychody domów maklerskich z tytułu prowizji od operacji papierami wartościowymi na rachunek zlecającego oraz wchodzące w skład kosztów działalności maklerskiej opłaty na rzecz regulowanych rynków papierów wartościowych, giełd towarowych, KDPW i giełdowych izb rozrachunkowych. Mają one bowiem związek z efektywnością operacyjną giełdowego rynku akcji. Obie te wielkości są uzależnione od koniunktury giełdowej. Różnica między nimi (rys. 3) powiększa się w okresie dobrej koniunktury i wzrostu obrotów na giełdowym rynku akcji. Może to świadczyć o relatywnie niezmiennym poziomie opłat (kosztów transakcyjnych) za usługi związane z operacjami papierami wartościowymi pobieranych przez domy maklerskie, co dodatkowo potwierdzałyby relatywnie

¹⁸ Wiąże się on ze zwiększeniem poziomu konsumpcji w związku ze wzrostem poziomu majątku bez dodatkowego wzrostu poziomu dochodu.

niezmienny poziom konkurencji między domami maklerskimi¹⁹ i mogłoby wpływać negatywnie na realizację funkcji mobilizacyjnej giełdy.



Rys. 3. Różnica między przychodami domów maklerskich z tytułu prowizji od operacji papierami wartościowymi na rachunek zlecającego oraz opłatami giełdowymi i na rzecz KDPW w latach 1997–2009

Źródło: Opracowanie własne na podstawie GUS, *Wyniki finansowe domów i biur maklerskich*, z lat 1997–2009.

3. Instytucje *asset management*

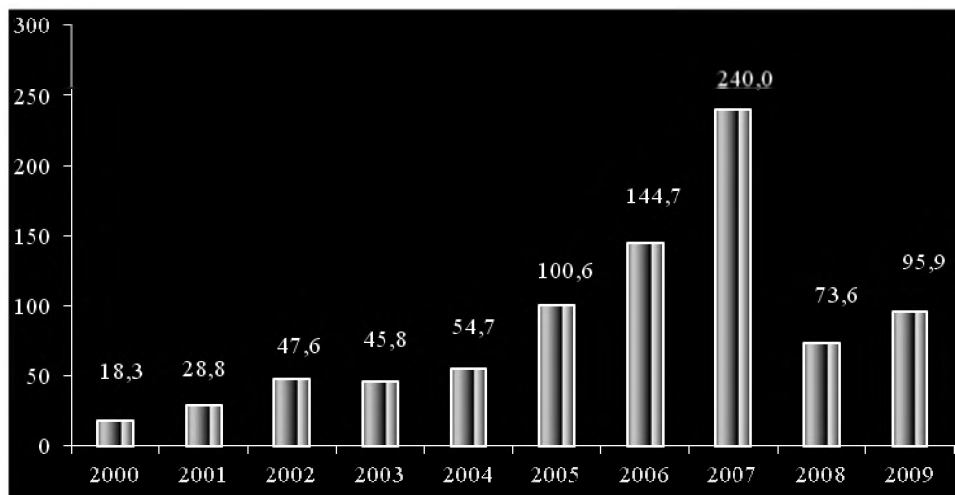
W świetle polskiego ustawodawstwa tzw. firmy *asset management* czy *investment management* są również domami maklerskimi, tyle tylko że specjalizują się w wykonywaniu jednej czynności maklerskiej – zarządzaniu portfelami, w skład których wchodzi jeden lub większa liczba instrumentów finansowych. W opracowaniach KNF traktowane są one jako niebrokerskie domy maklerskie, tj. podmioty nieprowadzące rachunków instrumentów finansowych²⁰. Od 1 lipca 2004 r. usługi te mogą również świadczyć towarzystwa funduszy inwestycyjnych, ale jedynie jako działalność rozszerzoną²¹. Zarządzanie to polega na odpłatnym podejmowaniu i realizacji decyzji inwestycyjnych na rachunek klientów, w ramach pozostawionych przez nich do dyspozycji środków pieniężnych i instrumentów finansowych, które mają na celu pomnożenie wartości posiadanych przez nich aktywów²².

¹⁹ Alternatywnie może być to efekt spadku poziomu pobieranych prowizji przy relatywnie wysokiej elastyczności cenowej popytu usług związanych z operacjami papierami wartościowymi na rachunek zlecającego.

²⁰ Zob. np. *Raport dotyczący sytuacji finansowej domów maklerskich w 2009 roku oraz I półroczu 2010 roku*, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa 2010.

²¹ K. Gabryelczyk, *Firmy asset management* [w:] *Pośrednictwo...*, s. 188.

²² *Ibid.*, s. 181.



Uwaga: Dane z lat 2008–2009 dotyczą wartości aktywów klientów w zarządzaniu w domach maklerskich (brokerskich i niebrokerskich).

Rys. 4. Wartość aktywów zarządzanych przez firmy *asset management* w Polsce w latach 2000–2009 (w mld zł)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie K. Gabryelczyk, *Firmy asset management* [w:] *Pośrednictwo finansowe w Polsce*, red. W. Przybylska-Kapuścińska, CeDeWu, Warszawa 2009, s. 199, *Działalność domów maklerskich i banków prowadzących działalność maklerską w 2008 r. i I półroczu 2009 r.*, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa 2009, s. 3.

W Polsce tego typu instytucje w większej liczbie zaczęły powstawać od 2000 r. poprzez wydzielanie tych usług z uniwersalnych do wyspecjalizowanych domów maklerskich. Istotne zwiększenie ich roli na rynku pośrednictwa finansowego nastąpiło wraz z hossą na polskim i światowym rynku kapitałowym (od drugiej połowy 2004 r. do 2007 r.) i związanym z nią wzrostem aktywów funduszy inwestycyjnych i osób fizycznych (rys. 4). Poczynając od 2004 r., prawie połowa z krajowych domów maklerskich to niebrokerskie firmy inwestycyjne. O ile na pierwszym etapie funkcjonowania tych firm głównymi ich klientami byli inwestorzy indywidualni, to aktualnie jako odbiorcy usług *asset management* dominują właśnie instytucje finansowe, a udział inwestorów indywidualnych w całości aktywów zarządzanych przez te instytucje nie przekracza ok. 3%²³. Na koniec 2007 r. wielkość aktywów przekazanych w zarządzanie przez inwestorów niefinansowych wyniosła ok. 9 mld zł, a pod koniec 2009 r. – 11,1 mld zł. Pierwsza wielkość związana była z ok. 4,7 tys. klientów, a druga ok. 3,9 tys.²⁴ W ostatnich dwóch kwartałach 2009 r.

²³ K. Gabryelczyk, *Firmy asset management* [w:] *Pośrednictwo ...*, s. 197.

²⁴ Por. K. Krasuski, *Zyski wyższe niż w funduszach*, „Rzeczpospolita” 04.02.2010 (na stronie www.rp.pl/artukul/428755.html), idem, *Wyniki są całkiem niezłe*, „Rzeczpospolita” 20.05.2010 (na stronie www.rp.pl/artukul/481963.html), idem, *Akcje znowu zapewniają zyski*, „Rzeczpospolita” 29.10.2010 (na stronie www.rp.pl/artukul/384102.html).

liczba klientów firm *asset management* wzrastała przeciętnie o 5–6% w ujęciu kwartalnym²⁵.

Zwraca się również uwagę, iż czynnikiem wpływającym na zwiększenie liczby klientów indywidualnych tego typu firm są oferty publiczne spółek Skarbu Państwa, zachęcanych możliwością uzyskania mniejszej stopy redukcji niż w przypadku indywidualnych zapisów na akcje²⁶. Jednocześnie ograniczeniem jest minimalna kwota wejścia na poziomie od kilkudziesięciu/kilkuset tysięcy złotych oraz opodatkowanie działalności firm *asset management* podatkiem VAT.

Zakończenie

Działalność brokerska domów maklerskich bezpośrednio determinuje efektywność operacyjną giełdy, i przez to realizację funkcji mobilizacyjnej. Kolejnym kanałem wpływu jest oddziaływanie na warunki inwestowania na giełdzie (płynność, ład korporacyjny), działalność edukacyjno-informacyjna oraz zarządzanie aktywami.

W Polsce zarówno liczba domów maklerskich i ich wyniki finansowe, jak i liczba prowadzonych rachunków inwestycyjnych oraz wielkość zarządzanych aktywów uzależniona jest od koniunktury giełdowej. Wydaje się, iż na przestrzeni lat konkurencja między domami maklerskimi jest relatywnie niezmienna, co ma konsekwencje w poziomie pobieranych opłat. Obliczone współczynniki korelacji sugerują, iż wzrostowi skłonności do oszczędzania w gospodarce towarzyszy zwiększenie aktywności brokerskiej mierzonej liczbą prowadzonych rachunków inwestycyjnych oraz spadek przychodów z tytułu pobieranych prowizji. Uwzględniając powyższe obserwacje, można zaryzykować stwierdzenie, iż poprzez kanał usług brokerskich domy maklerskie w Polsce, mimo iż „technicznie” umożliwiają realizację funkcji mobilizacyjnej przez giełdowy rynek akcji, to jej nie stymulują. Potencjalny pozytywny wpływ na wielkość mobilizowanych oszczędności może natomiast wiązać się z pozostałymi wymienionymi obszarami, przy czym ich analiza wykracza poza ramy niniejszego opracowania.

The role of brokerage houses in the mobilization function of stock market

The mobilization function of stock market is associated with creation of financial instruments with a relatively low-denomination, accumulation of funds from many savers and shaping of investors behaviour. Its realization depends on the efficiency of financial institutions, in particular, the brokerage houses.

Brokerage activity determines the operational efficiency of stock market and thereby its mobilization function. Another channel of influence is the impact on investment conditions in stock market (e.g. liquidity, corporate governance), educational and information activities and asset management services.

²⁵ *Idem, Zyski...*

²⁶ *Ibidem.*