

ALINA RYDZEWSKA

alina.rydzewska@polsl.pl

*Wpływ procesów demutualizacji na efektywność finansową giełd  
papierów wartościowych*

---

The Influence of Processes of Demutualization on the Financial Efficiency of Stock Exchanges

**Słowa kluczowe:** giełda papierów wartościowych; demutualizacja; efektywność

**Keywords:** stock exchange; demutualization; efficiency

**Kod JEL:** G20; G23; G30

## Wstęp

Ostatnie ćwierćwiecze to okres dynamicznych zmian w funkcjonowaniu giełd papierów wartościowych. Przechodzą one z tradycyjnego obrotu na parkiecie typu *open cry* na obrót elektroniczny. Ponadto dokonują zmian form własnościowych w ramach procesów demutualizacji.

Demutualizacja wiąże się z odejściem od tradycyjnej członkowskiej struktury giełd papierów wartościowych. Jest procesem skomplikowanym, wielostopniowym, w ramach którego mogą powstawać różne formy prawne giełd. Jako przesłanki demutualizacji uważa się ograniczenie kontroli członków giełdy w celu podwyższenia efektywności działalności giełd oraz sprzedaż udziałów na zewnątrz w celu pozyskania kapitału niezbędnego do ekspansji i inwestycji w technologię. Ekonomiści uważają, iż rozdrobnienie własności w ramach akcjonariatu przez emisję akcji jest wymogiem zmiany systemu zarządzania giełdą (*corporate governance*). W przypadku zmiany struktury organizacyjnej ze spółdzielni na spółkę akcyjną, gdzie akcjon-

riuszami pozostają ci sami właściciele, nie ulega przeobrażeniu system motywacji i kontroli [Cybo-Ottone, Di Noia, Murgia, 2000, s. 223–273]. Dopiero rozproszenie własności wśród nie-członków giełdy uruchamia strukturę bodźców determinujących zarządzanie giełdą nastawioną na wzrost efektywności dla inwestorów i emitentów.

Jako cel niniejszego artykułu przyjęto zbadanie, czy po decyzjach związanych z przekształceniami własnościowymi (demutualizacją) giełdy osiągają wyższe wyniki finansowe. Przesłanki procesów demutualizacji wskazują, iż giełdy – po rezygnacji z tradycyjnej struktury członkowskiej – powinny charakteryzować się wyższą efektywnością finansową.

### **1. Procesy demutualizacji giełd papierów wartościowych**

Demutualizacja to proces odejścia od tradycyjnej członkowskiej struktury (mutualnej) giełd papierów wartościowych [Kachniewski, 2007, s. 3]. Jej podstawą jest rozdzielenie prawa własności i członkostwa giełdy. W procesie tym właścicielami stają się podmioty zewnętrzne, niebędące członkami giełdy.

Tradycyjna organizacja giełdy to struktura spółdzielcza tworzona przez członków giełdy. Ta forma giełdy wynikała z faktu, iż rynek giełdowy, na którym miał przebiegać sprawny handel papierami wartościowymi, musiał odbywać się w ściśle określonym miejscu, o stałych godzinach, zgodnie z ustalonymi regułami zgłaszania i realizacji zamówień oraz z gwarancją rozliczenia zrealizowanych transakcji (dostarczenia gotówki i papierów wartościowych). Stąd też, aby warunki te zostały spełnione i aby zapobiec przepelnieniu na parkiecie, należało wyselekcjonować pośredników, którzy reprezentowali interesy wszystkich zainteresowanych handlem. Racjonowanie dostępu do giełdy odbywało się przez sprzedaż „miejsc”, a więc opłaty członkowskie – wysoką początkową i niższe roczne [Steil, 2002, s. 2]. Osoby niebędące członkami, chcące korzystać z zewnątrz z możliwości, jakie daje koncentracja kapitału w jednym miejscu, płacili członkom giełd za reprezentowanie ich interesów. W ten sposób członkowie giełdy stali się pośrednikami (brokerami) dla transakcji dokonywanych przez inwestorów.

Procesy demutualizacji rozpoczęły się w latach 90. XX w. Siłą napędową tego zjawiska była automatyzacja struktur handlowych. Co więcej, automatyzacja handlu była przyczyną zacierania się granic tradycyjnej konkurencji w branży inwestorów i brokerów oraz brokerów i giełd. Obrót elektroniczny, zmieniając zasady handlu papierami wartościowymi, wzmocnił pozycję inwestorów i stworzył możliwość eliminacji pośredników w handlu papierami wartościowymi. Konsekwencją zastosowania nowych rozwiązań technologicznych w obrocie giełdowym był proces dezintermediacji. Proces ten wiązał się z eliminacją w ramach łańcucha działalności jednego z ogniw. W przypadku giełd papierów wartościowych dotyczył rezygnacji z pośrednictwa maklerów (brokerów giełdowych).

Możliwość dostępu do rynku giełdowego przez internet spowodowała, iż w perspektywie „elektronicznych rynków” tradycyjne pojęcie członkostwa stało się eko-

nomicznie nieuzasadnione. Ze względu na to, że koszt krańcowy dodania nowego członka do sieci internetowej i rynku giełdowego jest znikomy (dąży do zera)<sup>1</sup>, niemożliwe jest dla giełd nałożenie stałych kosztów dostępu do rynku giełdowego lub opłaty członkowskiej. Przeciwnie, tylko na bazie opłat związanych z transakcjami (tj. kosztów zmiennych) dostęp do różnych giełd jest zróżnicowany. Sytuacja taka powoduje, że giełdy dokonują zmian w strukturze własności, a więc dokonują procesu demutualizacji.

Wymienia się dwie podstawowe przesłanki demutualizacji. Podstawową przyczyną jest ograniczenie kontroli członków giełdy (szczególnie lokalnych, narodowych) jako strategicznych właścicieli. Gdy właścicielami są członkowie giełd papierów wartościowych, zmiany w celu poprawy jakości rynku mogą zostać zablokowane, jeśli są sprzeczne z szerszym interesem niektórych członków [Chessini, 2007, s. 146–160]. Głównymi punktami rozbieżności między akcjonariuszami a członkami giełdowymi są: modernizacja technologii, bardziej efektywne zarządzanie finansami przez zapewnienie środków na projekty i inicjatywy, elastyczne i sprawne zarządzanie, w tym decyzje dotyczące m.in. strategicznych sojuszy, a także dokonywanie przejęć. Uznaje się, że prywatna struktura prawna zapewnia możliwość szybszego reagowania na nowe wyzwania otoczenia [Ramos, 2003, s. 13].

Kolejną przyczyną demutualizacji jest pozyskanie – przez sprzedaż udziałów na zewnątrz – kapitału niezbędnego do ekspansji i inwestycji w technologię. Badania pokazują, że podwyższenie kapitału w odniesieniu do demutualizacji jest celem drugorzędnym lub może nie stanowić go w ogóle [Steil, 2002, s. 6]. Część giełd, które dokonały demutualizacji, nie miała pilnej potrzeby pozyskania nowego kapitału<sup>2</sup>. Ponadto, w przypadku niedostatku kapitału, jego zwiększenie może nastąpić z dopłat składek członkowskich bez konieczności włączania zewnętrznych właścicieli. Jednakże część ekonomistów uważa, że w sytuacji, gdy prawo własności jest przeznaczone dla interesariuszy publicznych (akcjonariuszy rynku kapitałowego), lub przynajmniej otwarte dla tej grupy, łatwiej jest pozyskać kapitał niezbędny do inwestycji w projekty na rzecz poprawy jakości rynku, takie jak np. aktualizacja systemu obrotu lub świadczenie nowych funkcji dla uczestników giełdy [Chessini, 2007, s. 146–160]<sup>3</sup>.

Giełdy podejmują zatem decyzje związane z przekształceniami własnościowymi. Przesłanki demutualizacji w zamierzeniach składają się na cel końcowy – wzrost efektywności funkcjonowania. Efektywność utożsamia się z działaniem i jego skutkami [Gorczyńska, 2010, s. 85–92; Szwajca, 2013, s. 23–32]<sup>4</sup>. Jako dzia-

<sup>1</sup> Koszt dostępu do sieci inwestorów może się wiązać jedynie z opłatą pobieraną za otwarcie np. rachunku maklerskiego, które w ofercie domów maklerskich lub banków zaczynają zanikać.

<sup>2</sup> Giełda w Amsterdamie po procesie demutualizacji w 1997 r. dokonała zwrotu nadmiaru kapitału jej członkom.

<sup>3</sup> Przykładem jest m.in. Euronext, który pozyskał 400 mln z emisji własnych akcji, co było niezbędne do zakupu LIFFE.

<sup>4</sup> Poza miarami finansowymi występują również miary niefinansowe (np. wydajności pracy, materiałochłonności, energochłonności), które nie stanowią przedmiotu rozważań niniejszej pracy.

łania efektywne uważa się te przynoszące spodziewane efekty, dające dobre wyniki. Efektywność nierozzerwalnie wiąże się z rachunkiem ekonomicznym [Caputa, 2013, s. 55–67]. Miary efektywności finansowej wyrażone są w jednostkach finansowych, jak np. różne kategorie zysków (zysk brutto, operacyjny), wskaźniki zyskowności (rentowności sprzedaży, aktywów itd.) [Jonek-Kowalska, Wawiernia, 2009, s. 56].

## 2. Formy prawne giełd papierów wartościowych po procesach demutualizacji

Demutualizacja giełd papierów wartościowych jest skomplikowanym procesem. Generalnie składa się on z czterech etapów [Jacquillat, 2006, s. 155]. Jako wyjściowy etap uważana jest organizacja giełdy w formie spółdzielni. Drugi etap to proces przekształceń giełd w organizacje nastawione na zysk, których właścicielami i organami nadzorującymi są członkowie giełdy. Następnym etapem jest zmiana struktury organizacyjno-prawnej na spółkę akcyjną, w ramach której właścicielami giełdy (poza jej członkami) stają się podmioty zewnętrzne. Czwartym etapem jest emisja własnych akcji. Na tym etapie właścicielami stają się indywidualni inwestorzy giełdowi i inwestorzy instytucjonalni. Akcjonariat staje się rozproszony.

Ze względu na różny udział i rodzaj właścicieli zewnętrznych giełdy mogą różnić się między sobą. Światowa Federacja Giełd zaproponowała klasyfikację giełd składającą się z pięciu kategorii, określając ją jako klasyfikację ze względu na formę prawną. Pierwszą kategorię stanowią publicznie notowane giełdy, działające w formie spółek akcyjnych. Dokonują one emisji własnych akcji na giełdzie (własnej lub innej) i ich akcje znajdują się we wtórnym obrocie. Drugą kategorię tworzą giełdy – spółki akcyjne po procesach demutualizacji, których akcje nie są jeszcze notowane. W ramach tych giełd możliwy jest transfer własności. Trzecią kategorię stanowią giełdy prywatne, zarejestrowane jako spółki akcyjne z wniesionym kapitałem akcyjnym. Ich właścicielami są pośrednicy (brokerzy) – członkowie giełdy, a prawa własności i członkostwa są ściśle powiązane. Czwartą kategorię stanowią giełdy zarejestrowane jako stowarzyszenia lub spółdzielnie. Członkostwo w tych giełdach nie jest związane z własnością kapitałową. Dostęp do tego rodzaju giełd jest ograniczony. Ostatnią kategorią jest grupa giełd o nazwie „pozostałe”. Przykładem są giełdy, których właścicielem lub współwłaścicielem jest państwo [Devai, Naacke, 2012, s. 38].

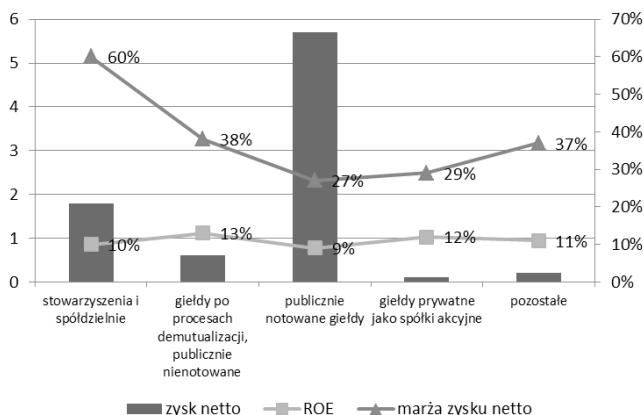
W ramach członków Światowej Federacji Giełd, ze względu na kryterium formy prawnej, największą grupę stanowią publicznie notowane giełdy (23 giełdy, tj. 41%). Grupa ta jest zdominowana przez największe światowe giełdy, takie jak: NYSE Euronext, NASDAQ OMX Group, CME Group i Deutsche Boerse. Kolejny udział (19%) mają giełdy o statusie prawnym „pozostałe”. Reprezentują je m.in. Abu Dhabi Securities Exchange, Moscow Exchange. Kolejną pod względem liczebności grupę (14%) stanowią giełdy po procesach demutualizacji, których akcje nie są publicznie notowane (9 giełd). Giełdy zdemutualizowane są reprezentowane przez China

Financial Futures Exchange, Korea Exchange, National Stock Exchange of India. Giełdy jako spółki akcyjne będące własnością członków giełdy tworzy 8 giełd. W ich ramach dominują SIX Swiss Exchange i Taiwan Futures Exchange. Najmniejszą pod względem liczebności grupę tworzą stowarzyszenia/spółdzielnie (7 członków). Jest ona reprezentowana głównie przez giełdy chińskie, m.in. Dalian Commodity Exchange, Shanghai Stock Exchange, Shanghai Future Exchange [Devai, Naacke, 2012, s. 38].

Reasumując, dominującą część (2/3) papierów wartościowych stanowią giełdy, które dokonały procesów demutualizacji.

### 3. Efektywność finansowa giełd papierów wartościowych z punktu widzenia procesów demutualizacji

W niniejszej części artykułu przeanalizowano, w oparciu o dane publikowane przez World Federation of Exchanges (WFE)<sup>5</sup> oraz na podstawie danych z raportów FESE dotyczących Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW), następujące miary efektywności finansowej: zysk netto, ROE, marżę zysku netto i strukturę przychodów z działalności giełd papierów wartościowych.



Rys. 1. Zysk netto (mld USD), ROE i marża zysku netto giełd papierów wartościowych ze względu na formę prawną

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Devai, Naacke, 2012, s. 18, 25, 23].

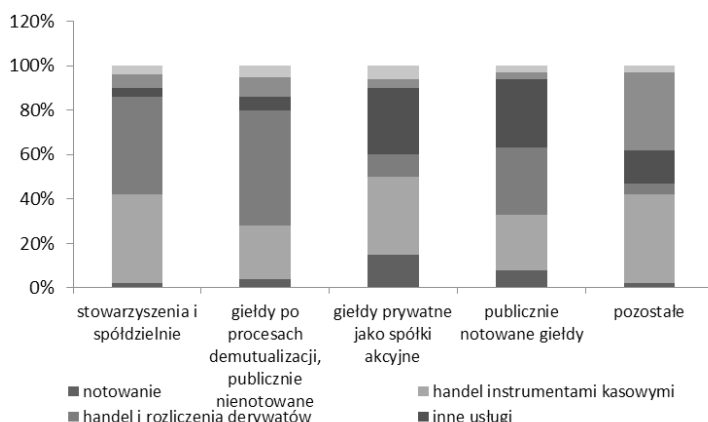
Zgodnie z przedstawionymi wielkościami na rys. 1 najwyższy zysk netto generują giełdy notowane publicznie w wysokości około 6 mld USD. Następną grupę giełd pod względem wygenerowanego zysku netto stanowiły stowarzyszenia i spółdzielnie

<sup>5</sup> Dane dotyczą 57 giełd – członków WFE z 2012 r.

(niecałe 2 mld USD). Pozostałe giełdy wypracowały zyski poniżej 1 mld USD. Tak wysoki zysk netto wygenerowany przez publicznie notowane giełdy wiąże się z faktem, iż stanowią one największy odsetek funkcjonujących giełd i posiadają największe kapitały (na poziomie około 70 mld USD). Ponadto w ramach tych giełd funkcjonują największe światowe giełdy. Struktura całkowitych przychodów i kosztów wskazuje również na wagę tych giełd – generują one około 80% przychodów i kosztów wszystkich giełd (porównywalnie – ich ilościowy udział to 40% wszystkich badanych giełd).

Poza zyskiem netto warto przyrzeć się innym danym finansowym. Analizując wskaźnik ROE dla poszczególnych giełd, nie widać znacznych różnic w jego poziomie. Kształtuje się na zbliżonym poziomie około 10% dla każdego rodzaju giełdy, przy czym najwyższy (13%) uzyskały giełdy po demutualizacji, ale jeszcze nienotowane publicznie. Giełdy publicznie notowane uzyskały natomiast jeden z niższych ROE (9%), mimo że ich zysk netto był najwyższy. Taki poziom wskaźnika wiąże się z tym, iż giełdy te dysponują najwyższym poziomem kapitału własnego (około 65 mld USD). Interesujący może być jednak fakt, że nie ma istotnych różnic w ROE między giełdami *non-profit* i *for profit* (nastawionymi na zysk), wręcz giełdy *non-profit* uzyskały wyższy ROE (11%) niż te nastawione na zysk (9%).

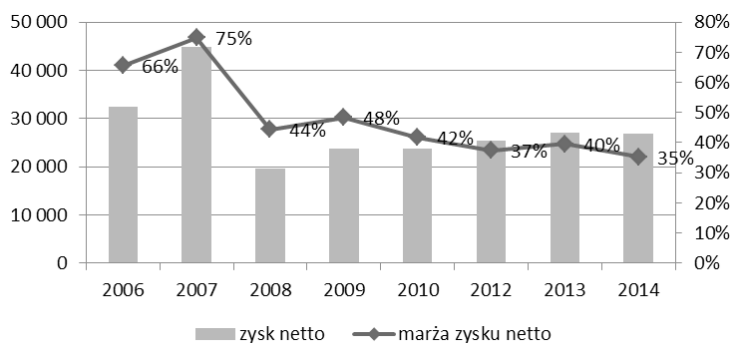
Zgodnie z przedstawionymi na rys. 1 danymi statystycznymi najwyższą zyskownością sprzedaży (marżą zysku netto) charakteryzują się giełdy o formie prawnej stowarzyszeń i spółdzielni. Najniższą marżę zysku wykazały publicznie notowane giełdy oraz prywatne – funkcjonujące jako spółki akcyjne. Interesujący jest również fakt, iż największe giełdy, które wygenerowały najwyższy zysk netto (tj. NYSE Euronext i NASDAQ OMX), posiadają najniższe wskaźniki rentowności sprzedaży: odpowiednio 9,7% i 11,3%. Przedstawione dane finansowe nie pozwalają wyciągnąć wniosków, że giełdy po przeprowadzonych procesach demutualizacji i emisji własnych akcji funkcjonują efektywniej niż giełdy niepoddane tym procesom.



Rys. 2. Przychody z działalności giełd papierów wartościowych w poszczególnych formach prawnych

Źródło: [Devai, Naacke, 2012, s. 29].

Poza danymi finansowymi warto również przeanalizować strukturę przychodów z poszczególnych rodzajów działalności giełd. Obejmuje ona notowania, handel produktami kasowymi, handel i rozliczenia derywatów, inne usługi (niż rozliczenia derywatów), zyski finansowe oraz pozostałe. Spośród przeanalizowanych członków WFE (rys. 2) większość giełd czerpie przychody z działalności handlowej. Są to głównie opłaty związane z wartością zawartych transakcji, liczbą transakcji i ilością instrumentów będących w obrocie. Największy udział przychodów generowanych przez obrót instrumentami kasowymi i derywatami wykazały stowarzyszenia i spółdzielnie (86%). Z kolei giełdy prywatne i publicznie notowane osiągały znaczne dochody ze świadczenia innych usług (około 30%), obejmujących rozrachunki i rozliczenia produktów innych niż derywaty. Ponadto giełdy prywatne charakteryzowały się wyższym niż pozostałe rynki udziałem przychodów z notowań, tj. z rocznych opłat lub opłaty początkowej [Gorczyńska-Dybek, 2012, s. 34]. Niewątpliwie wpływ na to miały giełdy w Irlandii i Luksemburgu, które bardzo aktywnie prowadzą działalność w zakresie notowań obligacji, funduszy i innych produktów. Nie można natomiast dostrzec zależności między strukturą przychodów z działalności a zyskownością giełd. Niemożliwa jest zatem identyfikacja obszarów najbardziej dochodowych dla giełd.

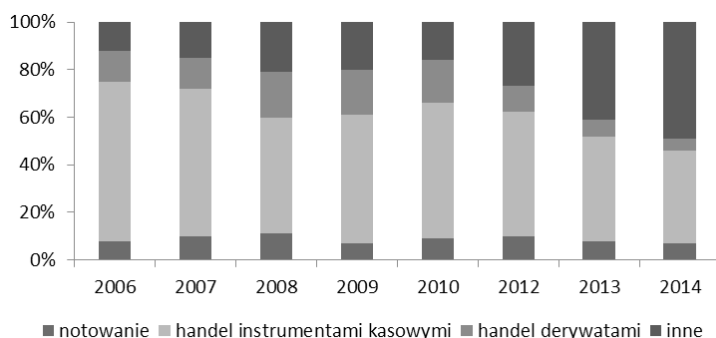


Rys. 3. Zysk netto (tys. euro) i marża zysku netto Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2006–2014

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [European Exchange Report za lata 2006–2014].

Przykładem giełdy, która uczestniczyła w procesie demutualizacji, jest Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie. Została ona reaktywowana w 1991 r. jako spółka akcyjna, której właścicielem był Skarb Państwa. W 2010 r. dokonała przekształceń własnościowych. Przez publiczną emisję akcji na własnej giełdzie dokonała rozproszenia akcjonariatu, z tym że Skarb Państwa zachował kontrolę nad giełdą (posiada 35% akcji z 51,70% głosów na Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy). Z giełdy *non-profit* o statusie prawnym „pozostałe” (państwowej) stała się giełdą po procesach demutualizacji publicznie notowaną, nastawioną na zysk. Jako główny cel emisji własnych akcji GPW wymieniała pozyskanie środków na dalszy rozwój.

Analizując dane finansowe stanowiące miary efektywności finansowej GPW za lata 2006–2014 (brak danych za 2011 r.), zaprezentowane na rys. 3, należy stwierdzić, że najwyższy zysk netto i marża zysku netto były w 2007 r. Wyniki te wiążą się ze szczytem hossy na rynkach finansowych. Rozpatrując dane przed i po 2010 r. (w którym dokonano demutualizacji), nie można natomiast zauważyć znaczących różnic. Zysk netto kształtował się na poziomie około 25 000 tys. euro, a marża zysku netto – 40%.



Rys. 4. Przychody z działalności Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2006–2014

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [European Exchange Report za lata 2006–2014].

Zgodnie z przedstawionymi na rys. 4 danymi dotyczącymi struktury przychodów widać, iż zmieniała się ona po 2010 r. Do czasu emisji własnych akcji dominowały w strukturze przychody z obrotu instrumentami kasowymi. Później znaczenia zaczęły nabierać inne przychody, głównie z obrotu towarowego (w 2014 r. 19% przychodów). Wiąże się to z faktem, że GPW realizuje swoje założenia rozwojowe dotyczące nowych produktów i nowych segmentów. W 2012 r. przejęła 98% akcji Towarowej Giełdy Energii (TGE), a w 2013 r. zakupiła udziały Aquis Exchange organizującej obrót europejskimi akcjami w formie platformy MTF. Jednakże zmiana struktury przychodów nie wiąże się z poprawą efektywności finansowej. Może to wynikać ze stosunkowo niedługiego okresu od przekształceń własnościowych. GPW wciąż inwestuje bez znaczącej poprawy wyników finansowych.

## Podsumowanie

Rozważania teoretyczne wskazują, że giełdy papierów wartościowych dokonują przekształceń własnościowych (demutualizacji), by zwiększyć efektywność funkcjonowania, która w efekcie przekłada się na efektywność finansową. Przeanalizowane dane statystyczne potwierdzają, że dominująca część (2/3) giełd papierów wartościowych została poddana procesom demutualizacji, przy czym aż 41% to giełdy



publicznie notowane – będące na najwyższym etapie procesu demutualizacji. Nie można natomiast stwierdzić, iż giełdy po przeprowadzonych procesach demutualizacji i emisji własnych akcji funkcjonują efektywniej niż giełdy niepoddane tym procesom. Zarówno analiza wyników finansowych (zysku netto, ROE, marży zysku netto) i struktury przychodów, dotycząca poszczególnych form prawnych giełd zrzeszonych w ramach WFE, jak i analiza efektywności Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie przed i po procesie przekształceń własnościowych nie potwierdziły rozważań teoretycznych, że giełdy po decyzjach związanych z demutualizacją charakteryzują się wyższą efektywnością finansową. Problem ten wymaga dalszych badań, obejmujących analizę przypadków innych giełd dokonujących procesów demutualizacji i dotyczących dłuższego okresu, zwłaszcza po przekształceniach własnościowych.

## Bibliografia

- Caputa W., *Pomiar efektywności w kontekście kreowania kapitału klienta – wybrane problemy*, „Zeszyty Naukowe Politechniki Śląskiej. Organizacja i Zarządzanie” 2013, nr 66.
- Chessini G., *From Demutualization to Globalisation: New Challenges for Stock Exchanges*, “International Review of Business Research Papers” 2007, Vol. 3, No. 5.
- Cybo-Ottone A., Di Noia C., Murgia M., *Recent Development in the Structure of Securities Markets*, Brookings-Wharton Papers on Financial Services 2000.
- Devai R., Naacke G., *World Federation of Exchanges Cost & Survey*, 2012.
- European Exchange Report za lata 2006–2014.
- Gorczyńska A., *Problem pomiaru efektywności przedsiębiorstwa*, „Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Ekonomiczno-Społecznej w Ostrołęce” 2010.
- Gorczyńska-Dybek A., *Organizacja giełdy papierów wartościowych jako przedsiębiorstwa*, „Przegląd Organizacji” 2012, nr 8.
- Jacquillat B., *Corporate Governance of Stock Exchange*, “Revue d'économie financière” 2006, Vol. 82 (1), DOI: <http://dx.doi.org/10.3406/ecofi.2006.4448>.
- Jonek-Kowalska I., Wawiernia A., *Zarządzanie wartością i ryzykiem instrumentów rynku finansowego*, CeDeWu, Warszawa 2009.
- Kachniewski M., *Rynki finansowe w Unii Europejskiej – dalsza integracja czy dezintegracja*, [w:] *Integracja rynków finansowych w Unii Europejskiej od A do Z*, „Bank i Kredyt” 2007 (listopad – grudzień).
- Ramos S.B., *Competition Between Stock Exchanges: A Survey*, HEC-University of Lausanne, FAME and CEMAF/ISCTE, Research Paper, February 2003.
- Steil B., *Changes in the Ownership and Governance of Exchanges: Causes and Consequences*, Brookings-Wharton Papers on Financial Services 2002, DOI: <http://dx.doi.org/10.1353/pfs.2002.0021>.
- Szwajca D., *Efektywność działań marketingowych w cyklu życia produktu – podstawy metodyki pomiaru*, „Zeszyty Naukowe Politechniki Śląskiej. Organizacja i Zarządzanie” 2013, nr 66.

### **The Influence of Processes of Demutualization on the Financial Efficiency of Stock Exchanges**

As part of the process of demutualization, stock exchanges make the ownership transformation. They transform from the traditional structure of membership to the form of (among others) joint stock companies publicly issuing their own shares. As a result, it should increase their financial efficiency. In this article, the goal is to investigate whether stock exchanges after decisions connected with ownership transformation (demutualization) have higher financial results. Therefore, there was the analysis of financial data (net income, ROE, profit margin, structure of operational income) of a particular legal form of stock exchanges. There is also a case study of the Stock Exchange in Warsaw before and after the process of privatization.

### **Wpływ procesów demutualizacji na efektywność finansową giełd papierów wartościowych**

W ramach procesów demutualizacji giełdy papierów wartościowych dokonują przekształceń własnościowych. Odchodzą od tradycyjnej struktury członkowskiej, przyjmując formę m.in. spółek akcyjnych notujących publicznie własne akcje. W rezultacie powinno przełożyć się to na wzrost efektywności finansowej. W artykule jako cel przyjęto zbadanie, czy po decyzjach związanych z przekształceniami własnościowymi (demutualizacją) giełdy osiągają wyższe wyniki finansowe. W związku z tym przeanalizowano dane finansowe (zysk netto, ROE, marżę zysku, strukturę przychodów z działalności) poszczególnych form prawnych giełd papierów wartościowych. Dokonano też analizy przypadku Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie przed i po procesach przekształceń własnościowych.