

Internacjonalizacja rynków kapitałowych krajów Europy Środkowo-Wschodniej jako czynnik rozwoju gospodarki

Wstęp

Współczesny system finansowy charakteryzuje się dynamicznym rozwojem. Obraz tego systemu kształtują ciągle zmiany wynikające z procesów zachodzących w gospodarce światowej, w tym postępującej globalizacji, w istotny sposób determinującej ten rozwój. Konsekwencją pogłębiających się procesów globalizacyjnych jest nasilenie tendencji integracyjnych w gospodarkach danych państw, z kolei ich następstwem jest międzynarodowa integracja finansowa, która, implikując integrację na rynkach kapitałowych, odgrywa istotną rolę w rozwoju gospodarczym poszczególnych krajów. Wskazane zjawiska szczególnie mocno uwidaczniają się w krajach Unii Europejskiej, w których procesy integracyjne na rynkach kapitałowych są wynikiem globalnych tendencji na światowych rynkach finansowych, jak i efektem wprowadzonych legislacji wspólnotowych, wymuszających zmiany systemowe i organizacyjne. Integracja rynków finansowych w krajach Unii Europejskiej, wspierana przez instytucje wspólnotowe oraz państwa członkowskie, sprzyja konsolidacji europejskiego rynku kapitałowego, na którym już obecnie wykształciło się kilka silnych ośrodków giełdowych. Znaczącą rolę w tych procesach odegrały dwie giełdy amerykańskie, w zasadniczy sposób przeobrażając strukturę rynków obrotu papierami wartościowymi w Europie. W tak skomplikowanych warunkach, przy oddziaływaniu wspomnianych procesów, następuje intensywny rozwój giełd krajów Europy Środkowo-Wschodniej, które jako mniejsze i słabsze rynki dążą do ograniczenia dystansu dzielącego je od giełd krajów EU-15, przeciwdziałając tym samym groźącej im marginalizacji.

Celem prezentowanego opracowania jest wykazanie, iż międzynarodowa integracja rynków kapitałowych krajów Europy Środkowo-Wschodniej, będąca następstwem pogłębiającej się globalizacji, przyczynia się do szybszego rozwoju gospodarki europejskiej. Praca ma przybliżyć problematykę rozwoju dwóch

największych centrów obrotu papierami wartościowymi w regionie Europy Środkowo-Wschodniej, działających w warunkach postępującej integracji transgranicznej europejskich rynków kapitałowych i dokonującej się na nich konsolidacji infrastruktury giełdowej.

Wpływ rozwoju i integracji rynków kapitałowych na wzrost gospodarczy

Za jeden z najważniejszych etapów postępującego procesu globalizacji uznaje się obecnie integrację finansową, obejmującą swym zakresem także obszar rynków kapitałowych. Odnosząc się do zależności między tempem wzrostu gospodarczego a międzynarodową integracją finansową i kapitałową, stwierdzić należy, że na gruncie teoretycznych rozważań brak jednoznacznych i kategoriycznych opinii na temat ich wpływu na siebie.

Już Adam Smith zwracał uwagę, że dobrze działające banki i mechanizmy kontroli właścicielskiej są kluczowe dla rozwoju gospodarczego. Z kolei według Johna Hicksa podstawę rewolucji przemysłowej w Anglii stanowił rozwój rynku kapitałowego, który przyczynił się do zmniejszenia ryzyka płynności aktywów finansowych. W dzisiejszych czasach część autorów twierdzi, że system finansowy może być przyczyną wzrostu gospodarczego, lecz nie ma dowodów na zależność dwukierunkową. Wskazują oni, iż międzynarodowa integracja finansowa przyczynia się do redukcji ryzyka związanego z alokacją kapitału, podnosi specjalizację produkcji, a także wspomaga wzrost gospodarczy. Także teoria neoklasyczna zakłada, że międzynarodowa integracja finansowa, umożliwiając łatwiejszy transfer kapitału do krajów, w których jest on niezbędny do realizacji projektów inwestycyjnych, przyczynia się do wzrostu gospodarczego¹.

Zdaniem niektórych autorów rozwój systemu finansowego pobudza wzrost gospodarczy, umożliwiając alokację środków do gałęzi, które mają duży potencjał wzrostu. Z kolei Raghuram Govind Rajan i Luigi Zingales podkreślają, że dobrze funkcjonujący system finansowy zwiększa dostępność usług finansowych i przyczynia się do wzrostu dobrobytu, natomiast źle funkcjonujący prowadzi do nierówności dochodów poprzez uniemożliwienie optymalnej alokacji kapitału. Wielu autorów akcentuje znaczenie nie struktury i wielkości systemu finansowego, lecz jego jakości, która może mieć bardzo duży wpływ na przepływy kapitałowe, a tym samym na wzrost gospodarczy. W odniesieniu do występującego zróżnicowania w rozwoju krajów Felix Rioja i Neven Valev twierdzą, iż w krajach boga-

¹ W. Dębski, I. Bujnowicz, *Integracja i rozwój rynków kapitałowych a wzrost gospodarczy. Przykład Polski*, [w:] *Globalizacja rynków finansowych — implikacje dla Polski*, red. W. Małecki, Warszawa 2007, s. 43.

tych system finansowy wpływa na wzrost gospodarczy, zwiększając wydajność, a w krajach uboższych przyspieszając akumulację kapitału².

Część autorów z kolei stoi na stanowisku, że międzynarodowa integracja finansowa i rozwój systemu finansowego nie wywierają pozytywnego wpływu na tempo wzrostu gospodarczego. Zdaniem Roberta Emersona Lucasa finanse są przeceniającym czynnikiem mającym wpływ na wzrost gospodarczy. Z kolei Joan Robinson twierdziła, że to „przedsiębiorstwa prowadzą, finanse podążają za”³.

W pracach wielu autorów istotny wpływ na stopień realizacji funkcji przez system finansowy przypisuje się odpowiednim regulacjom prawnym. Ross Levine twierdzi, że poprawa jakości regulacji prawnych wpływa na rozwój pośrednictwa finansowego, powodując tym samym przyspieszenie wzrostu gospodarczego. Według niej także przejrzystość obrotu gospodarczego wpływa pozytywnie na rozwój systemu finansowego. Inni autorzy wskazują, że regulacje dające jasne wytyczne, ale nieoddające zbyt dużej władzy nadzorcom, zwiększają wielkość sektora bankowego i rynku giełdowego⁴.

Proces postępującej globalizacji finansowej stwarza również możliwość integracji na rynkach kapitałowych, dzięki czemu narodowe rynki kapitałowe otwierają się na swobodny przepływ kapitałów między krajami. W literaturze brak jednolitej definicji pojęcia integracji rynków kapitałowych, jednakże przyjmuje się, że oznacza ona stan, w którym identyczne instrumenty finansowe mają tę samą cenę, bez względu na miejsce ich obrotu. Obowiązuje wówczas tak zwane prawo jednej ceny, zgodnie z którym w sytuacji, gdy na różnych rynkach kapitałowych jednakowe instrumenty finansowe będą mieć jednakową cenę, uznać można, iż występuje pełna integracja tychże rynków kapitałowych. Z kolei analizując to zagadnienie od strony uczestników rynku, pełne zintegrowanie danych rynków kapitałowych nastąpi wtedy, gdy występujące na tych rynkach podmioty, pochodzące z różnych krajów, nie będą dyskryminowane w dostępie do kapitału oraz w jego inwestowaniu⁵.

Otwieranie się krajowych rynków akcji na zagranicę pozwala rodzimym przedsiębiorstwom pozyskiwać z zagranicznych rynków kapitał po niższym koszcie, dzięki czemu możliwa staje się realizacja przez nie przedsięwzięć wymuszających zwiększone nakłady na inwestycje oraz wzrost zatrudnienia. Integracja lokalnych rynków giełdowych pozwala także wykorzystywać pozytywne efekty ekonomii skali oraz umożliwia wdrażanie zasad ładu korporacyjnego obowiązujących na

² R. Levine, *International financial liberalization and economic growth*, „Review of International Economics” 2001, nr 9, s. 691–693.

³ *Gielda a rozwój*, raport Fundacji FOR 2008, s. 9, http://www.for.org.pl/upload/File/raporty/Raport_SEG_FINAL.pdf.

⁴ R. Levine, *op. cit.*, s. 691–693.

⁵ T. Kowalak, *Integracja rynków kapitałowych w Unii Europejskiej*, Warszawa 2006, s. 34–36.

zagranicznych rynkach. W konsekwencji wszystkie te zależności dynamizują gospodarkę i przyczyniają się do zwiększenia tempa wzrostu gospodarczego.

Ross Levine uważa, że znoszenie restrykcji i umożliwianie spółkom pozyskiwania kapitału na obcych rynkach przyczynia się do zwiększania płynności rynku giełdowego. W swych pracach wskazała również, że dobrze rozwinięty rynek papierów wartościowych podnosi poziom oszczędności w gospodarce, dzięki czemu następuje efektywna alokacja w produktywnie inwestycje przyczyniające się do wzrostu gospodarczego. Podobnego zdania są Geert Bekaert, Campbell R. Harvey oraz Christian Lundblad — stwarzanie zagranicznym inwestorom możliwości swobodnego notowania na krajowym rynku giełdowym przyczynia się do zwiększenia tempa wzrostu gospodarczego kraju przyjmującego. Inni autorzy za konieczny warunek rozwoju rynku giełdowego uznają rozwój sektora bankowego. Dodatkowo jednoczesny rozwój tych segmentów rynku finansowego powinien zapewnić osiągnięcie korzyści z efektu synergii. Według Ronalda I. McKinnona priorytetem krajów przechodzących transformację gospodarczo-ustrojową powinien być rozwój rynku kapitałowego. Zdaniem tego autora kapitał na finansowanie zadań państwa, tych podstawowych oraz wynikających z przeobrażeń ustrojowych, dostarczany jest w sposób płynny za sprawą giełdy⁶.

Zaprezentowane poglądy poszczególnych autorów pozwalają stwierdzić ogólnie, że rynek papierów wartościowych i jego mechanizmy odgrywają istotną rolę w rozwoju gospodarczym. Pozytywny wpływ na gospodarkę wywierany jest wieloma kanałami, spośród których wymienić można mobilizację oszczędności i sprawną ich alokację, dywersyfikację ryzyka inwestycyjnego oraz efektywną wycenę płynnych aktywów finansowych⁷. Konkludując teoretyczne rozważania, przyjąć można, że globalizacja światowej gospodarki wpływa na międzynarodową integrację finansową, a ta na rozwój rynku kapitałowego. Mobilizacja kapitału oraz efektywna jego alokacja na rynkach giełdowych stwarza ostatecznie dużą szansę na osiągnięcie długookresowego i zrównoważonego wzrostu gospodarczego.

Integracja transgraniczna rynków kapitałowych w Unii Europejskiej

Od lat 90. XX wieku na skutek liberalizacji i deregulacji rynków finansowych, gwałtownego rozwoju technologii oraz intensyfikacji wymiany międzynarodowej obserwuje się dynamiczny rozwój procesów integracyjnych na rynkach kapitałowych krajów Unii Europejskiej. Efektem liberalizacji rynków kapitałowych jest zniesienie limitowania zakupów papierów wartościowych przez nierezydentów oraz zakupów zagranicznych papierów przez rezydentów. Z kolei deregulacja ryn-

⁶ W. Dębski, I. Bujnowicz, *op. cit.*, s. 47–51.

⁷ W. Nawrot, *Rynek kapitałowy i jego rozwój*, Warszawa 2008, s. 84.

ków kapitałowych przejawia się w znoszeniu ograniczeń działalności pośredników finansowych. Dodatkowo integracja rynków kapitałowych Unii Europejskiej stymulowana jest rozwojem nowoczesnych technologii, co umożliwiło obniżenie kosztów transakcyjnych, szczególnie w przypadku transakcji transgranicznych⁸.

Wzrost współzależności między rynkami kapitałowymi w Unii Europejskiej stymuluje procesy integracyjne i zwiększa potrzebę szerszego dostępu do kapitału, co skłania podmioty uczestniczące w obrocie do zawierania transakcji o charakterze transgranicznym. Inwestorzy zainteresowani są poszukiwaniem nowych rynków, emitenci papierów wartościowych dążą do pozyskiwania kapitału na zagranicznych rynkach po najniższym koszcie, pośrednicy zaś finansowi, wykorzystując efekty skali, chcą zwiększać zakres działania w celu osiągnięcia dodatkowych przychodów. Stąd też integracja rynków kapitałowych powinna doprowadzić do osiągnięcia swobód w zakresie: świadczenia usług finansowych — dla podmiotów pośredniczących, inwestowania — dla inwestorów, pozyskiwania kapitału — dla emitentów. Trzema najważniejszymi zasadami integracji na rynkach finansowych Unii Europejskiej, w tym na rynku kapitałowym, są⁹:

1. Zasada sprawowania kontroli nad instytucjami finansowymi przez kraje macierzyste;

2. Zasada jednolitej licencji, dzięki której instytucja finansowa zarejestrowana w jednym kraju członkowskim może działać w innym państwie Unii Europejskiej;

3. Zasada wzajemnego uznania.

Celem integracji rynków kapitałowych ma być utworzenie stabilnego i silnego rynku, umożliwiającego finansowanie i lokowanie wolnych środków na obszarze całej Unii Europejskiej. Z drugiej strony podejmowane działania mają służyć zapewnieniu europejskiemu rynkowi odpowiedniego poziomu konkurencyjności w sytuacji coraz większej internacjonalizacji i dynamicznego rozwoju pozostałych rynków finansowych¹⁰.

Odnosząc się do korzyści z integracji rynków kapitałowych w Unii Europejskiej, należy wskazać na poprawę efektywności inwestowania poprzez zapewnienie większej płynności rynku, lepszą dywersyfikację portfela inwestycyjnego oraz optymalną selekcję projektów inwestycyjnych. Dodatkowo integracja wpływa na spadek kosztów funkcjonowania rynków kapitałowych, także tych dotyczących transgranicznego świadczenia usług finansowych. Zwiększenie konkurencji między pośrednikami finansowymi na zintegrowanym rynku kapitałowym przyczynia się do spadku cen usług finansowych oraz poprawy ich jakości. Do makroekonomicznych korzyści z integracji rynków kapitałowych zaliczyć można

⁸ T. Kowalak, *op. cit.*, s. 51 nn.

⁹ K. Ciejpa-Znamirowski, *Przestanki rozwoju polskiego rynku kapitałowego*, Białystok 2007, s. 45.

¹⁰ E. Ostrowska, *Rynek kapitałowy. Funkcjonowanie i metody oceny*, Warszawa 2007, s. 89.

zwiększenie zdolności do mobilizacji kapitału w gospodarce oraz jego efektywnej alokacji, wzrost oszczędności, a w konsekwencji wzrost dochodu narodowego¹¹.

Postępująca integracja rynków kapitałowych w Unii Europejskiej może pociągać za sobą także określone koszty w postaci konieczności dostosowania się uczestników obrotu do wymogów funkcjonowania na zintegrowanym rynku. Jako negatywne następstwo tego procesu wskazać należy również utratę wpływów na narodowym rynku kapitałowym w związku ze zwiększoną konkurencją zagranicznych podmiotów finansowych. Problemem okazać może się ponadto nadmierna koncentracja przepływów kapitałowych w jednych krajach i brak dostępu do nich w innych¹².

Rozwój transgranicznego rynku kapitałowego w Unii Europejskiej dokonuje się dwutorowo. Z jednej strony proces ten uzależniony jest od globalnych tendencji na rynkach kapitałowych, których przejawem są na przykład fuzje między pośrednikami finansowymi, rozwijanie wspólnych standardów obrotu papierami wartościowymi, wdrażanie nowoczesnych platform obrotu oraz wprowadzanie zdalnego dostępu do giełd papierów wartościowych. Z drugiej zaś strony na procesy integracyjne wewnątrz Unii Europejskiej oddziałują konkretne rozwiązania systemowe i organizacyjne wynikające z legislacji wspólnotowych¹³.

Szczególnie istotnym aktem prawnym w tym zakresie jest opublikowany przez Komisję Europejską w 1999 roku *Plan działań w zakresie usług finansowych (Financial Services Action Plan — FSAP)*. Zawarty w nim katalog ponad 40 działań odnosi się między innymi do kwestii rozliczeń transakcji papierami wartościowymi, stosowania standardów rachunkowości przez spółki giełdowe czy postępowania w zakresie nadużyć w obrocie papierami wartościowymi. W trakcie realizacji programu FSAP w latach 1999–2005 przyjęte zostały ważne dyrektywy, mające umożliwić pozyskiwanie kapitału w całej Unii Europejskiej oraz zwiększyć bezpieczeństwo przeprowadzanych transakcji¹⁴:

— dyrektywa 2003/71/WE w sprawie prospektu emisyjnego (*Prospectus Directive*) — wprowadzająca definicję oferty publicznej i ułatwiająca emisję papierów wartościowych na wielu rynkach unijnych, dzięki wyrażeniu zasady zatwierdzania prospektu emisyjnego ogłoszonego wcześniej w innym państwie członkowskim,

— dyrektywa 2004/39/WE w sprawie rynków instrumentów finansowych (*Markets in Financial Instruments Directive — MiFID*) — wzmocniająca zasady

¹¹ T. Kowalak, *op. cit.*, s. 44–46.

¹² *Ibidem*, s. 50–51.

¹³ T. Kowalak, *Integracja transgraniczna rynku kapitałowego w Unii Europejskiej*, „Bank i Kredyt” 2007, nr 3, s. 11.

¹⁴ T. Kowalak, *Ekspansja amerykańskich giełd na rynku kapitałowym w Europie*, [w:] *Współczesne problemy rynku pieniężnego i kapitałowego. Teoria i praktyka*, red. K. Gabryelczyk, E. Gruszczyńska-Brozbar, Poznań 2009, s. 181–183.

ochrony inwestorów, przejrzystości oraz integralności funkcjonowania rynków regulowanych, a także utrwalająca zasadę jednolitego paszportu (*single passport*) w odniesieniu do firm inwestycyjnych,

— dyrektywa 2004/109/WE o przejrzystości emitentów (*Transparency Directive*) — określająca wspólne standardy publikowania na rynkach unijnych informacji o emitencie oraz oferowanych przez niego papierach wartościowych.

Integracja rynków papierów wartościowych w ramach Unii Europejskiej jest obecnie bardzo zaawansowana, jednakże proces unifikacji rozwiązań systemowych nie we wszystkich krajach członkowskich jest jeszcze zakończony. Nadal występują liczne przeszkody hamujące proces integracji i jednocześnie ograniczające swobodę zawierania transakcji na rynkach Unii Europejskiej, przejawiające się w postaci¹⁵:

— zróżnicowanych i skomplikowanych zasad opodatkowania dochodów kapitałowych uzyskiwanych za granicą,

— wysokich kosztów rozliczeń i rozrachunku dla transgranicznych transakcji papierami wartościowymi,

— zbyt skomplikowanego i długotrwałego systemu stanowienia prawa,

— ograniczenia wyboru dostawcy usług rozliczenia i rozrachunku transakcji.

Analizując rozwój i integrację rynków kapitałowych w krajach Unii Europejskiej, zaobserwować można równocześnie postępujące na tych rynkach procesy integracji gospodarczej oraz integracji finansowej. Stwierdzić można wręcz, że konwergencja gospodarek europejskich, prowadząca do utworzenia Unii Gospodarczej i Walutowej, przyczynia się równocześnie do integracji europejskich rynków kapitałowych¹⁶.

Giełdy Europy Środkowo-Wschodniej na tle rynków kapitałowych krajów Unii Europejskiej

Wprowadzenie wspólnej waluty — euro — oraz wdrożenie postanowień *Financial Services Action Plan* skutecznie przyczyniły się do znoszenia ograniczeń w rozwoju transakcji transgranicznych w obrębie Unii Europejskiej. Dodatkowo postępujący proces globalizacji na światowych rynkach finansowych, rozwój nowoczesnych technologii oraz wzrost konkurencji ze strony alternatywnych systemów obrotu papierami wartościowymi stworzyły nowe warunki, w których od 1999 roku dochodzi do nasilania się tendencji konsolidacyjnych na giełdach europejskich.

Najbardziej spektakularną fuzją giełd europejskich było połączenie w 2000 roku rynków kapitałowych Paryża, Amsterdamu i Brukseli, w efekcie czego po-

¹⁵ T. Kowalak, *Integracja rynków...*, s. 280 nn.

¹⁶ W. Dębski, I. Bujnowicz, *op. cit.*, s. 49.

wołano do życia giełdę Euronext — pierwszy na świecie w pełni zintegrowany publiczny, ponadnarodowy rynek kapitałowy. W 2002 roku w skład grupy weszły dwa kolejne rynki papierów wartościowych — londyńska giełda derywatów LIFFE — London International Financial Futures and Options Exchange oraz portugalska giełda BVLP — Bolsa de Valores de Lisboa e Porto. W ramach tego przedsięwzięcia utworzono jednolitą listę notowanych instrumentów oraz zintegrowano systemy rozliczeniowe, regulaminy, zasady dokonywania obrotu oraz metody zawierania transakcji. Powstanie międzynarodowego wspólnego rynku giełdowego umożliwiło osiągnięcie bezpośrednich korzyści w postaci ograniczenia kosztów transakcyjnych, znacznego wzrostu wolumenu handlu, wzrostu płynności całego rynku oraz likwidacji przeszkód utrudniających transgraniczny handel¹⁷. W roku 2006 doszło do przejęcia giełdy Euronext przez amerykańską giełdę New York Stock Exchange (NYSE), w efekcie czego powstała spółka o nazwie NYSE Euronext. Połączenie obu rynków kapitałowych, zwiększając wpływy amerykańskie na rynku europejskim, umożliwiło powstanie pierwszej transatlantycznej giełdy zdolnej prowadzić obrót papierami wartościowymi przez 22 godziny na dobę. Obecnie NYSE Euronext jest liderem wśród europejskich giełd, który pod względem kapitalizacji (całkowitej wartości wszystkich walorów notowanych na giełdzie) oraz wartości obrotów zdołał przełamać wieloletnią dominację giełdy London Stock Exchange (zob. tab. 1).

Do ponadnarodowej konsolidacji europejskich rynków kapitałowych doszło także po połączeniu giełd skandynawskich w Helsinkach, Sztokholmie i Kopenhadze oraz giełd państw nadbałtyckich — w Wilnie, Tallinie i Rydze. W wyniku tego sojuszu powstała giełda OMX Nordic Exchange, do której w 2006 roku dołączyła giełda islandzka. Giełdy współtworzące ten sojusz pod względem kapitalizacji i wartości obrotów nie należą do liderów rynków papierów wartościowych w Unii Europejskiej, jednakże dzięki wykorzystaniu jednej platformy obrotu fuzja ta umożliwiła inwestorom bezpośredni dostęp do całego rynku państw skandynawskich i nadbałtyckich. W 2008 roku doszło do kolejnej spektakularnej transakcji z udziałem drugiej z amerykańskich giełd — NASDAQ — która przejęła sojusz giełd skandynawskich OMX. W wyniku tego powstała jedna giełda NASDAQ OMX Group, na której notowane są spółki z obu kontynentów. Efektem fuzji ma być przyciągnięcie na amerykański rynek kapitałowy zagranicznych spółek o dużym potencjale wzrostu, a ponadto stworzenie światowej organizacji wykorzystującej nowoczesne rozwiązania technologiczne w obrocie instrumentami finansowymi¹⁸.

Na pozostałych rynkach kapitałowych w Unii Europejskiej także dochodzi do procesów konsolidacji infrastruktury. Jako przykład wskazać można udaną

¹⁷ P. Kulpaka, *Giełdy w gospodarce*, Warszawa 2007, s. 102–103.

¹⁸ T. Kowalak, *Ekspansja...*, s. 188.

fuzję czterech giełd hiszpańskich, w Madrycie, Barcelonie, Bilbao oraz Walencji, w efekcie czego powstała jedna organizacja Bolsas y Mercados Españoles (BME). Wobec nieudanej próby utworzenia w 2000 roku pierwszej paneuropejskiej giełdy iX łączącej London Stock Exchange i Deutsche Börse oraz niedojścia do skutku kilku innych planowanych fuzji z udziałem tych giełd, oczekiwać należy w najbliższych latach kolejnych propozycji przejąć mniejszych giełd przez te dwa największe narodowe rynki kapitałowe Europy. Umożliwiłyby to odsunięcie widma grożącej marginalizacji europejskich rynków giełdowych wobec nasilającej się ekspansji giełd amerykańskich w Europie.

Obecnie uznać należy, że giełdy papierów wartościowych zachodnich krajów Europy uległy stabilnej konsolidacji, wobec czego pogłębianie procesów integracyjnych następować będzie na mniejszych, słabiej rozwiniętych rynkach kapitałowych, szczególnie w regionie Europy Środkowo-Wschodniej. Bez tworzenia regionalnych sojuszy mniejszym rynkom grozić może wykluczenie i odpływ emitentów oraz kapitału.

Aby zobrazować współczesny stopień rozwoju rynków kapitałowych krajów Europy Środkowo-Wschodniej, trzeba się odnieść bezpośrednio do specyfiki systemów gospodarczych tych krajów, funkcjonujących przez lata w obrębie socjalizmu. Zdominowanie systemu gospodarczego przez własność państwową, wypaczenie struktury gospodarki poprzez wysoki udział przemysłu w tworzeniu PKB i słabo rozwinięty sektor usług oraz brak instytucji niezbędnych do sprawnego funkcjonowania gospodarki rynkowej, w szczególności zaś systemu finansowego, stanowiły przeszkody w rozwoju rynków kapitałowych w tych państwach. Dodatkowo niektóre kraje obciążał balast hiperinflacji i wysokiego zadłużenia zagranicznego.

Wskazane przejawy ułomności systemów gospodarczych krajów Europy Środkowo-Wschodniej wymagały podjęcia radykalnych programów reform, obejmujących stabilizację makroekonomiczną, liberalizację oraz przebudowę instytucjonalną. Polityka stabilizacyjna skupiała się na dławieniu inflacji, dzięki zmniejszaniu deficytu budżetowego, kontroli kursu walutowego lub podaży pieniądza. Liberalizacja miała na celu rozszerzenie zakresu wolności gospodarczej, czego przejawem były uwolnienie cen, otwarcie rynku na konkurencję z zagranicy, wprowadzenie jednolitego kursu walutowego i wewnętrznej wymiennalności waluty, a także likwidacja ograniczeń w handlu. Trzeci filar reform, obejmujący przebudowę instytucjonalną, skupiał się na demonopolizacji, prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych, wprowadzeniu nowoczesnego systemu podatkowego, stworzeniu samorządu lokalnego oraz zbudowaniu systemu finansowego z niezależnym bankiem centralnym, nowoczesnym sektorem bankowym i rynkiem kapitałowym.

W efekcie reform kraje, które podjęły radykalne działania naprawcze, odniosły sukces. Na tle pozostałych krajów Europy Środkowo-Wschodniej Polska

Tabela 1. Kapitalizacja spółek krajowych i wartość obrotów na giełdach europejskich (mln euro)

Lp.	Giełda	Kapitalizacja spółek krajowych (mln euro) na dzień					Wartość obrotów (arkusz zleceń) (mln euro) za okres zakończony				
		30 czerwca 2010	31 grudnia 2009	31 grudnia 2008	31 grudnia 2007	30 czerwca 2010	31 grudnia 2009	31 grudnia 2008	31 grudnia 2007		
1.	London Stock Exchange	1 896 405	1 886 281	1 312 748	2 501 570	729 909	1 264 099	2 588 547	2 783 213		
2.	NYSE Euronext	1 868 838	1 995 787	1 505 176	2 882 575	841 030	1 381 868	2 605 437	3 274 040		
3.	Deutsche Börse	892 519	892 354	789 479	1 439 955	699 551	1 083 811	2 190 356	2 363 783		
4.	BME Spanish Exchanges	831 482	999 875	680 632	1 231 086	523 544	897 174	1 243 167	1 656 356		
5.	SIX Swiss Exchange	802 667	738 707	616 234	869 377	315 695	529 888	957 271	1 001 943		
6.	NASDAQ OMX Nordic	628 708	567 587	402 582	844 301	302 823	498 104	816 749	979 737		
7.	Borsa Italiana	419 947	456 507	374 556	733 515	420 476	673 128	1 029 120	1 514 073		
8.	Oslo Børs	142 452	155 825	101 982	241 683	106 868	163 573	275 916	276 653		
9.	GPW w Warszawie	111 725	104 535	64 833	143 995	24 824	38 692	45 630	56 129		
10.	CEESEG — Vienna	72 146	78 471	53 216	160 171	20 684	36 362	71 514	88 276		
11.	Luxembourg Stock Exchange	62 789	72 897	45 648	113 597	80	206	1 288	167		
12.	Athens Stock Exchange	52 106	78 276	64 509	181 233	20 767	46 149	64 740	88 346		
13.	Irish Stock Exchange	42 937	41 107	34 555	95 349	3 784	7 028	12 720	16 567		
14.	CEESEG — Prague	31 571	31 265	29 615	47 987	8 420	17 472	33 764	24 651		
15.	CEESEG — Budapest	19 414	20 888	13 326	31 528	12 036	18 449	20 916	34 391		
16.	Bucharest Stock Exchange	8 504	8 402	6 474	21 524	372	564	966	1 683		
17.	CEESEG — Ljubljana	7 541	8 462	8 468	19 740	188	720	971	1 952		
18.	Bulgarian Stock Exchange	5 331	6 031	6 371	14 821	95	340	939	3 984		
19.	Cyprus Stock Exchange	4 728	7 157	5 733	20 160	311	1 228	1 374	3 729		
20.	Bratislava Stock Exchange	3 189	3 256	3 654	4 555	6	3	4	11		
21.	Malta Stock Exchange	2 787	2 844	2 567	3 854	19	25	49	65		

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Federation of European Securities Exchanges (FESE), <http://www.fese.be>.

Tabela 2. Pierwsze oferty publiczne (IPO) na giełdach europejskich w latach 2007–2010

Lp.	Giełda (rynek regulowany)	I półrocze 2010		2009		2008		2007	
		Liczba debiutów	Wartość ofert (mln euro)	Liczba debiutów	Wartość ofert (mln euro)	Liczba debiutów	Wartość ofert (mln euro)	Liczba debiutów	Wartość ofert (mln euro)
1.	London Stock Exchange*	28	4 701	9	620	38	7 137	99	27 641
2.	NASDAQ OMX Nordic	9	730	6	66	10	152	35	2 301
3.	GPW w Warszawie	8	3 164	12	1 584	30	2 455	80	1 980
4.	Deutsche Börse	6	1 744	1	48	2	324	28	6 734
5.	Oslo Børs	5	429	0	0	4	2	18	1 264
6.	NYSE Euronext	4	302	6	1 907	16	2 466	40	7 563
7.	SIX Swiss Exchange	2	115	4	0	6	169	10	1 975
8.	BME Spanish Exchanges	1	1 317	1	0	1	292	12	10 084
9.	Athens Stock Exchange	0	0	1	10	0	0	3	479
10.	Borsa Italiana	—	—	1	105	6	129	29	3 943
11.	Irish Stock Exchange	0	0	0	0	1	0	1	1 495
12.	Luxembourg Stock Exchange	0	0	0	0	4	18	1	0
13.	CESEEG — Vienna	0	0	0	0	0	0	6	1 427

* Dane dotyczące LSE za pierwszą połowę 2010 r. uwzględniają dane Borsa Italiana.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych PricewaterhouseCoopers IPO Watch Europe, <http://www.pwc.com/pl/ipo-watch-europe/index.jhtml>.

okazała się liderem regionu — przeciętne tempo wzrostu gospodarczego w latach 1992–2007 kształtowało się na poziomie 4,5%. W 2001 roku skorygowany dochód na mieszkańca w Polsce był o ponad jedną szóstą wyższy od średniej dla krajów regionu. Obecnie system finansowy w krajach Europy Środkowo-Wschodniej jest nadal słabiej rozwinięty niż w państwach EU-15, ale rola rynku kapitałowego systematycznie rośnie¹⁹.

Współcześnie ogólnoeuropejskie procesy integracji rynków kapitałowych oddziałują także na giełdy krajów Europy Środkowo-Wschodniej, które w obawie przed groźącą marginalizacją starają się łączyć w sojusze regionalne. Giełdy państw nadbałtyckich — litewska, łotewska i estońska — wchodzi obecnie w skład sojuszu NASDAQ OMX Group. Z kolei we wrześniu 2009 roku nastąpiła konsolidacja systemów giełd austriackiej, węgierskiej, czeskiej i słoweńskiej, w wyniku czego powstał rynek o nazwie CEE Stock Exchange Group (CEESEG), pretendujący do miana lidera w obrocie papierami wartościowymi w tej części Europy. Mniejsze giełdy regionu, między innymi rumuńska, bułgarska i słowacka, działają póki co w osamotnieniu, jako giełdy narodowe. Jednakże z uwagi na znikomą wartość kapitalizacji i obrotów nie stanowią one znaczących centrów obrotu giełdowego (zob. tab. 1). Na tle tak zarysowanej struktury rynków kapitałowych krajów Europy Środkowo-Wschodniej polską Giełdę Papierów Wartościowych należy umiejscowić jako byt samoistny, będący głównym konkurentem CEE Stock Exchange Group.

GPW w Warszawie oraz CEE Stock Exchange Group jako liderzy regionu

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie uznawana jest obecnie za lidera w regionie ze względu na kapitalizację, wartość obrotu, umiejętność przyciągania nowych spółek i inwestorów, rozwój nowych usług oraz działania w kierunku umiędzynarodowienia rynku. W porównaniu jednak do rynków kapitałowych krajów EU-15 kapitalizacja GPW w Warszawie odpowiada poziomowi występującemu na nich na początku lat 90. Obrazuje to przepaść dzielącą rynki kapitałowe tak zwanej starej i nowej UE.

Analizując dane z tabeli 1, odnoszące się do wielkości kapitalizacji i wartości obrotów, stwierdzić należy, że GPW na tle wszystkich europejskich rynków kapitałowych zajmuje dziewiąte miejsce w Europie i pierwsze w regionie Europy Środkowo-Wschodniej. Kapitalizacja spółek krajowych na GPW na koniec czerwca 2010 roku wyniosła blisko 112 mld euro. W porównaniu więc do oddzielnie analizowanych spółek sojuszu CEESEG wyniosła ona o ponad połowę więcej niż giełdy wiedeńskiej, 3,5 razy więcej niż giełdy praskiej, 5,5 razy więcej

¹⁹ *Giełda...*, s. 14.

niż giełdy węgierskiej oraz blisko 15 razy więcej niż giełdy słoweńskiej. Przedstawione dane wskazują, że GPW jest giełdą średniej wielkości, największą zaś spośród giełd krajów, które weszły do Unii Europejskiej w 2004 roku.

W odniesieniu do danych z tabeli 2, obrazujących europejski rynek ofert publicznych (*Initial Public Offering* — IPO), pod względem ilości i wartości debiutów GPW jest niekwestionowanym liderem, ustępującym jedynie giełdzie londyńskiej. Tak wysoka pozycja GPW względem większych i bardziej rozwiniętych giełd europejskich wynika w dużej mierze z zapóźnień prywatyzacyjnych występujących w Polsce.

W lipcu 2010 roku zawarta została umowa o strategicznej, długofalowej współpracy między GPW i NYSE Euronext, która umożliwiła ma wzmocnienie pozycji GPW jako regionalnego centrum dla rynków Europy Środkowo-Wschodniej, stworzenie wzajemnie korzystnych inicjatyw biznesowych oraz migrację platformy transakcyjnej GPW na Uniwersalną Platformę Obrotu NYSE Technologies (UTP — *Universal Trading Platform*)²⁰. Wobec tego oczekiwać można, że transatlantycka giełda, stając się partnerem strategicznym GPW w Warszawie, podejmie w najbliższej przyszłości dalsze działania zmierzające do konsolidacji obu parkietów, poprzez objęcie większościowego pakietu akcji od Skarbu Państwa.

Oceniając ewolucję i rozwój polskiego rynku papierów wartościowych, należy stwierdzić, że polski rynek kapitałowy rozwija się dobrze dzięki sukcesowi transformacji i rozwojowi gospodarstwu kraju. Obecnie polska giełda opiera się na silnych fundamentach, zapewniających przejrzystość i sprawne działanie, a stałe wysiłki na rzecz doskonalenia funkcjonowania całego rynku zapewnić mają jej dalszy dynamiczny rozwój²¹. Przyczynić ma się do tego przeprowadzona w listopadzie 2010 roku w ramach oferty publicznej częściowa prywatyzacja GPW w Warszawie. W jej wyniku Skarb Państwa sprzedał 63% akcji spółki, zachowując jednocześnie nad nią kontrolę strategiczną, z 35% udziałem w kapitale i 51,4% udziałem w ogólnej liczbie głosów. Przyjęta obecnie koncepcja prywatyzacji GPW jest efektem niepowodzenia wcześniejszych scenariuszy sprzedaży Giełdy inwestorowi strategicznemu. Jeszcze w 2009 roku pod uwagę jako kandydaci do takiej roli brane były London Stock Exchange, Deutsche Börse, NASDAQ OMX Group oraz NYSE Euronext. Do ostatniego etapu rozmów doszła giełda niemiecka, jednakże wymagania stawiane temu inwestorowi przez Skarb Państwa okazały się zbyt wygórowane, co doprowadziło do fiaska negocjacji²². Realizowana obecnie strategia prywatyzacyjna GPW w Warszawie postępuje, a przeprowadzoną w jej ramach ofertę publiczną akcji uznać należy za jeden z jej etapów, zwięk-

²⁰ NYSE Euronext i Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie ogłaszają partnerstwo strategiczne, http://www.gpw.pl/wydarzenia/?ph_tresc_glowna_start=show&ph_tresc_glowna_cmn_id=43153.

²¹ *Giełda...*, s. 28.

²² *Długa historia sprzedaży polskiej giełdy*, <http://www.parkiet.com/artykul/985013.html>.

szający przejrzystość Giełdy, zainteresowanie inwestorów oraz szanse w regionie na kupno mniejszej giełdy bądź połączenie się z większą.

Z kolei utworzony z połączenia systemów giełd z Wiednia, Budapesztu, Pragi i Lublany rynek CEE Stock Exchange Group skupił w momencie powstania dwie trzecie obrotu rynku akcji w regionie Europy Środkowo-Wschodniej, na którym miesięczny obrót czterech giełd wyniósł ponad 11 mld euro. Rynek CEESEG, z wynoszącą 139 mld euro kapitalizacją, objął połowę kapitalizacji rynkowej akcji wszystkich spółek notowanych na giełdach w Europie Środkowo-Wschodniej. W tym samym czasie kapitalizacja GPW w Warszawie wyniosła 88 mld euro. Głównym celem przedsięwzięcia ma być zwiększenie międzynarodowego zainteresowania każdą z giełd sojuszu. Przyczynić ma się do tego wprowadzenie ujednoliconego systemu tradingowego na wszystkich giełdach, a w dalszej perspektywie harmonizacja procedur rozliczeniowych i clearingowych dla całej grupy. W ramach podjętej współpracy przewidziano także wspólne działania marketingowe oraz stworzenie jednolitej platformy handlowej opartej o system transakcyjny Xetra. Giełdy te rozpoczęły również publikację dwóch wspólnych indeksów, opartych na akcjach najbardziej płynnych spółek²³:

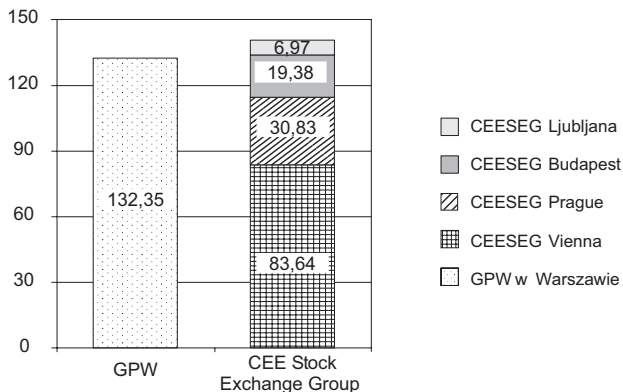
— Traded Index CEESEG (CEETX) — obejmującego akcje 25 największych spółek notowanych na czterech giełdach, obliczanego w euro i dolarach amerykańskich,

— CEESEG Composite Index — łączącego główne indeksy poszczególnych giełd wchodzących w skład sojuszu, to znaczy austriacki indeks ATX, węgierski BUX, czeski PX i słoweński SBITOP.

Porównując obu liderów regionu, według danych z końca listopada 2010 roku, sumaryczna wartość kapitalizacji czterech giełd wchodzących w skład rynku CEE Stock Exchange Group nieznacznie przewyższyła kapitalizację GPW w Warszawie (ryc. 1). Z kolei wartość obrotów na rynku CEESEG od stycznia do listopada 2010 roku była o blisko 40% wyższa niż na polskiej giełdzie (ryc. 2). Natomiast GPW w Warszawie przewyższyła dwukrotnie rynek CEESEG pod względem liczby notowanych spółek. Na koniec listopada na warszawskim parkiecie, na rynku głównym i alternatywnym, notowanych było łącznie 570 spółek (ryc. 3).

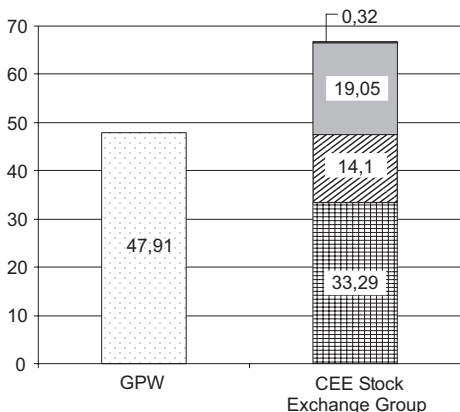
Podsumowując, należy stwierdzić, że kapitalizacja, płynność, obroty i stopy zwrotu z akcji na GPW w Warszawie są mniejsze niż na giełdach krajów EU-15, jednakże większe niż na pozostałych rynkach krajów Europy Środkowo-Wschodniej. Podstawowe charakterystyki GPW są zbliżone do giełdy CEESEG, która jest obecnie najsilniejszym konkurentem w tworzeniu centrum finansowego regionu. Szansą na dalszy rozwój polskiego rynku kapitałowego i utrzymanie roli lidera tej części Europy może okazać się wprowadzenie w Polsce waluty euro,

²³ Środkowoeuropejski sojusz giełd nie zagrozi naszemu parkietowi, <http://www.parkiet.com/artukul/850617.html>.



Ryc. 1. Kapitalizacja giełd na koniec listopada 2010 roku (mld euro)

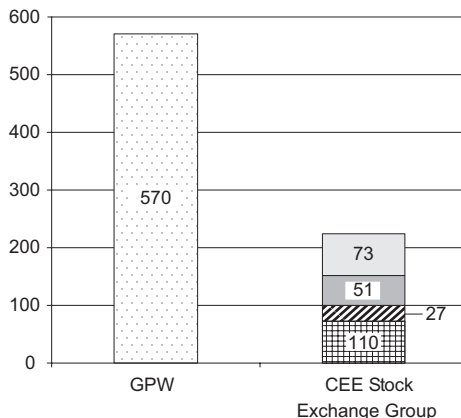
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych FESE.



CEESEG Ljubljana
 CEESEG Budapest
 CEESEG Prague
 CEESEG Vienna
 GPW w Warszawie

Ryc. 2. Obroty akcjami od stycznia do listopada 2010 roku (mld euro)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych FESE.



CEESEG Ljubljana
 CEESEG Budapest
 CEESEG Prague
 CEESEG Vienna
 GPW w Warszawie

Ryc. 3. Liczba notowanych spółek na rynku głównym i alternatywnym na koniec listopada 2010 roku

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych FESE.

umożliwiającej między innymi zniwelowanie ryzyka walutowego, zmniejszenie kosztów pośrednictwa finansowego i rozszerzenie oferty usług finansowych. Zagrożeniem dla giełdy w Warszawie może okazać się z kolei pogłębiająca się konsolidacja największych giełd europejskich, mogących skutecznie odciągać kapitał z naszego rynku. W wyniku przeprowadzonej prywatyzacji w ofercie publicznej

zachowano niezależność GPW, co może rodzić pokusę przejęcia naszego rynku przez któryś z międzynarodowych sojuszy giełd, w tym szczególnie ze strony transatlantyckiego giganta NYSE Euronext. Paradoksalnie może to być zarówno zagrożeniem dla naszego parkietu, ze względu na ryzyko dominacji silniejszej strony, jak i szansą na dalszy rozwój w warunkach pogłębiającej się globalizacji rynków finansowych. Dlatego tak ważne są wszystkie przedsięwzięcia, również polityka państwa, umożliwiające znoszenie ograniczeń w rozwoju polskiego rynku kapitałowego w warunkach integracji z Unią Europejską.

Zakończenie

Postępująca obecnie konsolidacja europejskiego rynku kapitałowego, zainicjowana przez działania giełd amerykańskich (NYSE i NASDAQ), wraz z nasilaniem się konkurencji między poszczególnymi giełdami prowadzi do zmniejszania się liczby giełd narodowych. W efekcie tego przewidywać można rozwój kilku głównych ośrodków obrotu papierami wartościowymi, które w dalszej perspektywie czasowej utworzyć mogą giełdę o zasięgu paneuropejskim.

Transgraniczna integracja rynków kapitałowych w Unii Europejskiej nieustannie się rozwija, obejmując swoim zasięgiem nowe obszary funkcjonowania. Mimo to w pełni zintegrowany, wspólny rynek kapitałowy w Unii Europejskiej jeszcze nie istnieje. Należy zwrócić uwagę na identyfikację barier integracyjnych oraz możliwie szerokie wykorzystanie szans na zintensyfikowanie procesów integracyjnych, pojawiających się w otoczeniu rynków kapitałowych. Najistotniejsze jest, aby uczestnicy rynków kapitałowych w Unii Europejskiej mogli swobodnie pozyskiwać kapitał, inwestować oraz świadczyć usługi finansowe.

Zmiany w systemie stanowienia prawa w Unii Europejskiej pozwoliły istotnie usprawnić przyjmowanie wspólnotowych regulacji w zakresie rynku papierów wartościowych. Udało się poprawić przejrzystość systemu oraz zwiększyć rolę konsultacji, które pozwalają uwzględnić opinie uczestników rynków kapitałowych na temat przyjmowanych rozwiązań. Także państwa członkowskie i organy wspólnotowe zwiększyły swoją aktywność w sferze regulacyjnej.

Konkludując, internacjonalizację giełd krajów Europy Środkowo-Wschodniej uznać należy za pozytywne zjawisko, które przyczynia się do rozwoju płynniejszych i bardziej przejrzystych rynków kapitałowych. W rezultacie mniejsze ryzyko inwestycyjne oraz poprawa efektywności alokacji kapitału stwarzają inwestorom możliwość realizacji długoterminowych inwestycji, pomagających w osiągnięciu trwałego i zrównoważonego wzrostu gospodarczego w regionie, w tym szczególnie w Polsce.

Bibliografia

- Ciejpa-Znamirowski K., *Przesłanki rozwoju polskiego rynku kapitałowego*, Białystok 2007.
- Dębski W., Bujnowicz I., *Integracja i rozwój rynków kapitałowych a wzrost gospodarczy. Przykład Polski*, [w:] *Globalizacja rynków finansowych — implikacje dla Polski*, red. W. Małecki, Warszawa 2007.
- Długa historia sprzedaży polskiej giełdy*, <http://www.parkiet.com/artukul/985013.html>.
- Federation of European Securities Exchanges (FESE), <http://www.fese.be>.
- Giełda a rozwój*, raport Fundacji FOR 2008, http://www.for.org.pl/upload/File/raporty/Raport_SEG_FINAL.pdf.
- IPO Watch Europe 2007–2010, PricewaterhouseCoopers, <http://www.pwc.com>.
- Kowalak T., *Ekspansja amerykańskich giełd na rynku kapitałowym w Europie*, [w:] *Współczesne problemy rynku pieniężnego i kapitałowego. Teoria i praktyka*, red. K. Gabryelczyk, E. Gruszczńska-Broźbar, Poznań 2009.
- Kowalak T., *Integracja rynków kapitałowych w Unii Europejskiej*, Warszawa 2006.
- Kowalak T., *Integracja transgraniczna rynku kapitałowego w Unii Europejskiej*, „Bank i Kredyt” 2007, nr 3.
- Kulpaka P., *Giełdy w gospodarce*, Warszawa 2007.
- Levine R., *International financial liberalization and economic growth*, „Review of International Economics” 2001, nr 9.
- Nawrot W., *Rynek kapitałowy i jego rozwój*, Warszawa 2008.
- NYSE Euronext i Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie ogłaszają partnerstwo strategiczne*, http://www.gpw.pl/wydarzenia/?ph_tresc_glowna_start=show&ph_tresc_glowna_cmn_id=43153.
- Ostrowska E., *Rynek kapitałowy. Funkcjonowanie i metody oceny*, Warszawa 2007.
- Środkowoeuropejski sojusz giełd nie zagrozi naszemu parkietowi*, <http://www.parkiet.com/artukul/850617.html>.

The internationalization of capital markets in the Central and Eastern Europe as a factor of economic development

Summary

The main purpose of this paper is to show that the international integration of capital markets in the countries of Central and Eastern Europe, which is taking place through the progressing globalization, contributes to faster economic development in Europe. A functioning economic globalization is a crucial factor of the contemporary financial system development. The economic integration of individual countries affects the development of financial integration, which entails capital markets integration. Theoretical deliberations are intended to demonstrate the impact of both of these phenomena on economic growth.

The paper, showing the current status of consolidation of European stock exchanges, aims to introduce the issue of development of the two largest securities trading centers in Central and Eastern Europe in the face of the rapid changes on global financial markets and the ongoing cross-border integration of European equity markets. For this purpose a comparison of the basic indicators of the Warsaw Stock Exchange with a major competitor in the region — CEE Stock Exchange Group was shown and the opportunities and threats for further development of these markets were identified.