

TERESA KONDRAKIEWICZ

*Giędy papierów wartościowych
w warunkach globalizacji rynków finansowych*

The stock exchanges in the conditions of globalization of the financial markets

Abstrakt: Artykuł omawia wybrane aspekty funkcjonowania giełd papierów wartościowych w warunkach globalizacji rynków finansowych. Postęp technologiczny w dziedzinie informatyki i telekomunikacji umożliwił skrócenie czasu i obniżenie kosztów przesyłania informacji, co przyspieszyło rozwój rynków giełdowych. Znoszenie ograniczeń w przepływie kapitału na rynkach międzynarodowych nasiliło walkę konkurencyjną giełd, na których pojawiły się nowe tendencje rozwojowe. Jedną z nich są procesy zacieśniania współpracy oraz łączenia giełd. Fuzja giełd w Paryżu, Amsterdamie i Brukseli w 2000 roku doprowadziła do utworzenia giełdy Euronext, która stała się drugą co do wielkości giełdą w Europie. W 2006 roku rozpoczęto proces jej łączenia z NYSE. Powstały tą drogą rynek stał się największym pod względem kapitalizacji i liczby notowanych spółek rynkiem akcji na świecie i jest powszechnie określany jako pierwsza prawdziwie globalna giełda.

WPROWADZENIE

Introduction

W ostatnich dekadach gospodarka międzynarodowa podlega głębokim przemianom strukturalnym. Do podstawowych tendencji należy szybki postęp procesu globalizacji, którego efekty w różnym stopniu odczuwają wszyscy jego uczestnicy – państwa i ich ugrupowania, korporacje transnarodowe i instytucje finansowe, producenci i konsumenci. Skutki procesów globalizacji ujawniają się nie tylko na rynkach rzeczowych ale również finansowych. Postępująca deregulacja rynków finansowych, z wykorzystaniem osiągnięć współczesnej techniki, powoduje znaczne przyspieszenie procesu integracji i scalania

„siły” rynków finansowych, co prowadzi do powstania globalnego rynku – jednego wielkiego mechanizmu finansowego, charakteryzującego się znaczną różnorodnością oferowanych instrumentów, całodobowym cyklem zawierania transakcji, znaczną szybkością i ogromną skalą przepływów finansowych.

Procesy globalizacji rynków finansowych rozszerzają możliwości inwestycyjne i zwiększają zdolności rozwojowe wszystkich podmiotów gospodarczych ale też wymuszają na nich działania polegające na dostosowywaniu się do nowych uwarunkowań i sprostania coraz silniejszej presji konkurencyjnej. W związku z tym nasiliły się fuzje i przejęcia na rynku przedsiębiorstw. W ostatnich latach procesy łączenia dotyczą również giełd papierów wartościowych, które wykorzystują fuzje i alianse strategiczne jako narzędzie walki konkurencyjnej o dominację na globalnym rynku finansowym.

Celem artykułu była identyfikacja przebiegu i uwarunkowań procesów globalizacji rynków finansowych, z uwzględnieniem ich ważniejszych przyczyn i skutków, zarówno o pozytywnym, jak i negatywnym charakterze. Szczególna uwaga została zwrócona na procesy konsolidacji rynków kapitałowych, których przejawem są fuzje operatorów giełdowych, w tym również międzykontynentalne. Z uwagi na ograniczoną objętość opracowania skupiono się na wybranych kwestiach, podając jako przykłady przeprowadzonych fuzji powstanie w 2000 roku giełdy Euronext oraz transakcję jej połączenia z New York Stock Exchange.

GLOBALIZACJA RYNKÓW FINANSOWYCH I JEJ UWARUNKOWANIA

The globalisation of financial markets and its reasons

Globalizacja to termin często spotykany, a jednocześnie wieloznaczny i trudny do zdefiniowania. Jest on powszechnie stosowany w wielu dziedzinach nauki, w tym ekonomii, socjologii czy politologii. W literaturze ekonomicznej pojęcie to używane jest zarówno dla określenia pewnych procesów i zjawisk gospodarczych, politycznych i społecznych, jak również efektów tych procesów. Prowadzą one do coraz większej współzależności gospodarek i społeczeństw, kurczenia się czasu i przestrzeni, powstawania „globalnej wioski”. Zdaniem J. E. Stiglitz proces globalizacji to „ściślejsza integracja państw oraz ludzi na świecie, spowodowana ogromną redukcją kosztów transportu i telekomunikacji oraz zniesieniem sztucznych barier w przepływach dóbr, usług, kapitału i wiedzy i (w mniejszym stopniu) ludzi z kraju do kraju”¹.

Zamiennie z pojęciem globalizacja stosowane są czasami takie terminy jak, internacjonalizacja (umiędzynarodowienie) i multinacjonalizacja (wielonarodowość), chociaż odnoszą się one do innych zjawisk i procesów². Nie wnikając szczegółowo w kwestie

¹ J. E. Stiglitz, *Globalizacja*, PWN, Warszawa 2004, s. 26.

² *Procesy internacjonalizacji we współczesnej gospodarce światowej*, pod red. T. Sporka, Wyd. Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice 2004, s. 12.

dylematów terminologicznych należy zgodzić się z poglądem, że globalizacja to najbardziej zaawansowana forma umiędzynarodowienia działalności gospodarczej, prowadząca do zanikania granic państwowo-narodowych i kulturowych. Chociaż procesy globalizacji dotyczą niemal wszystkich sfer życia, to w największym stopniu widoczne są w gospodarce. Obecnie nie mamy już do czynienia ze zbiorem narodowych ekonomii, które tworzą gospodarkę światową, lecz są one częściami złożonej, ściśle zintegrowanej globalnej gospodarki, która staje się ogólnoswiatowym systemem ekonomicznym o dużej współzależności i znaczących reperkusjach działań podejmowanych nawet w odległych krajach³.

Podobnie jak sam termin globalizacja jest różnie rozumiany, również co do początków tego zjawiska istnieją odmienne podejścia. Można spotkać się z poglądami poszukującymi jej źródeł już w czasach wielkich odkryć geograficznych lub nawet znacznie wcześniej⁴. Większość autorów podkreśla jednak, że globalizacja jest procesem stosunkowo nowym, zapoczątkowanym dopiero w drugiej połowie XX wieku⁵.

Chociaż poglądy co do definicji i „rodowodu” globalizacji są często rozbieżne, wśród autorów zajmujących się tą problematyką istnieje duża zgodność co do tego, że jest to proces złożony i skomplikowany, przebiegający w wielu wymiarach i na wielu płaszczyznach, a przez to analizowany z różnych punktów widzenia. Jednym z jej obszarów jest globalizacja rynków finansowych, która polega na funkcjonalnym powiązaniu i silnym zespoleniu narodowych rynków walutowych, pieniężnych i kredytowych w jeden, globalny rynek finansowy. Najważniejszym czynnikiem sprzyjającym narastaniu powiązań tych rynków jest liberalizacja międzynarodowych przepływów kapitałowych oznaczająca znoszenie różnorodnych ograniczeń i restrykcji administracyjnych w transakcjach finansowych zawieranych przez podmioty z różnych krajów. Dzięki temu, pomiędzy poszczególnymi rynkami występuje łatwiejszy przepływ kapitałów i coraz więcej podmiotów ma możliwość uczestniczenia w tego typu transakcjach.

Procesy globalizacji rynków finansowych rozpoczęły się po upadku systemu walutowego z Bretton Woods, który nastąpił na początku lat siedemdziesiątych ubiegłego wieku. Wyraźne przyspieszenie globalizacji rynków finansowych miało miejsce w latach osiemdziesiątych i dziewięćdziesiątych XX wieku wraz ze stopniową liberalizacją obrotów kapitałowych. Otwarcie i deregulacja narodowych rynków finansowych, najpierw w krajach rozwiniętych, a w dalszej kolejności także w krajach rozwijających się, oraz procesy liberalizacji wymiany handlowej (w znacznej mierze wymuszane przez GATT a później WTO) prowadziły do integracji poszczególnych gospodarek z gospodarką międzynarodową i przyspieszyły dynamiczny rozwój globalnych rynków finansowych. Oprócz głównych ośrodków gospodarczych z Europy Zachodniej i Ameryki Północnej objął on również kraje azjatyckie, zwłaszcza takie jak: Japonia, Korea Południowa czy

³ Por.: A. Zorska, *Ku globalizacji? Przemiany w korporacjach transnarodowych i w gospodarce światowej*, PWN, Warszawa 1998, s. 20-21.

⁴ Zob. szerzej: J. Kaliński, *Globalizacja w perspektywie historycznej*, [w:] *Globalizacja od A do Z*, NBP 2004, s. 10.

⁵ Por. np.: A. Krzeczunowicz, *Globalizacja, geneza, zasięg, konsekwencje*, Wyd. „Educator”, Częstochowa 2006, s. 19-20.

Chiny. Wraz z załamaniem się gospodarki socjalistycznej i rozpoczęciem transformacji systemowej do procesów tych zostały włączone także kraje Europy Środkowo-Wschodniej. Tym samym zakres globalizacji rynków finansowych systematycznie się rozszerza, chociaż oczywiście jej lokalne i narodowe przejawy mogą bardzo się różnić⁶.

Oprócz liberalizacji międzynarodowych przepływów kapitałowych do podstawowych czynników sprzyjających globalizacji rynków finansowych należy zaliczyć postęp naukowo-techniczny, który przyczynił się do rozwoju nowych technologii informatycznych i telekomunikacyjnych sprawiających, że informacje przesyłane są w sposób ciągły, szybki, stosunkowo tani i coraz bardziej niezawodny. Prowadzi to do swoistych zmian w infrastrukturze, które można określić jako „zmniejszanie się odległości i czasu”. Tym samym nowoczesne technologie informacyjne i komunikacyjne opracowane na początku lat dziewięćdziesiątych wywarły duży wpływ na przyspieszenie procesów globalizacji. Ich rozwój pozwolił na wielokrotne obniżenie kosztów przetwarzania i przesyłania informacji, liczne innowacje stworzyły możliwość integracji dźwięku, głosu, tekstu, obrazu i grafiki w multimedialnych programach i zdalny dostęp do nich. Pomimo istnienia różnic czasowych pomiędzy centrami finansowymi mającymi siedziby na różnych kontynentach możliwe jest nieprzerwane funkcjonowanie globalnych rynków finansowych⁷.

Nowoczesne technologie informatyczne umożliwiły nie tylko szybsze i tańsze przesyłanie informacji ale wpłynęły również na zdolność kreowania i wprowadzania na rynek nowych, a przy tym często tańszych produktów i usług finansowych. Zwiększenie mocy obliczeniowych systemów komputerowych ułatwiło wycenę skomplikowanych instrumentów finansowych, co przyczyniło się do szybkiego rozwoju rynku instrumentów pochodnych. Od połowy lat siedemdziesiątych XX wieku na rynku finansowym zaczęły pojawiać się liczne innowacje finansowe, które znacznie rozszerzyły możliwości inwestowania kapitału w sposób bardziej mobilny i wielostronny, z wykorzystaniem wielu nowych strategii. Nowoczesne instrumenty finansowe są wykorzystywane zwłaszcza przez inwestorów instytucjonalnych, w tym przez fundusze hedgingowe. Ich aktywność na międzynarodowych rynkach finansowych nasiliła się w latach dziewięćdziesiątych XX wieku wraz z wejściem tych instytucji na *emerging markets*, przede wszystkim w Ameryce Południowej i w Azji. Warto zaznaczyć, że to właśnie inwestorzy instytucjonalni są obecnie głównymi „graczami” na rynkach finansowych. Powszechną tendencją jest wzrost ich udziału w strukturze ogółu zawieranych transakcji, który oznacza relatywny spadek znaczenia inwestorów indywidualnych. Z drugiej jednak strony należy pamiętać, że inwestorzy instytucjonalni mogą mieć ograniczone prawnie możliwości inwestowania na rynkach zagranicznych (jak to jest np. w przypadku funduszy emerytalnych w Polsce).

Do innych czynników stymulujących rozwój rynków finansowych należą zachodzące na nich przemiany strukturalne związane z sekurytyzacją, czyli przekształceniem posiadanych przez przedsiębiorstwa, banki i inne instytucje finansowe aktywów w papiery

⁶ J. Rymarczyk, *Stabilizacja i kryzysy na globalnych rynkach finansowych*, [w:] *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, pod red. J. Rymarczyka, PW, Warszawa 2006, s. 216.

⁷ Por.: *Ibidem*, s. 217.

wartościowe zbywane na rynku finansowym⁸. Oznacza to przesunięcie zewnętrznego finansowania przedsiębiorstw z kredytów na papiery wartościowe – głównie akcje i obligacje. W latach dziewięćdziesiątych XX wieku nastąpił trzykrotny wzrost kapitalizacji rynku światowego mierzony wartością akcji i dwukrotny mierzony wartością obligacji. Jeszcze bardziej wzrósł handel tymi papierami – odpowiednio prawie dziesięciokrotnie i siedmiokrotnie⁹. Tak więc zjawisko sekurytyzacji przyczynia się do szybkiego wzrostu liczby spółek i innych instrumentów finansowych notowanych na giełdach papierów wartościowych oraz zwiększania ich kapitalizacji, a tym samym wzrostu znaczenia giełdy w gospodarce.

Zasygnalizowane przyczyny stanowią oczywiście nie wszystkie lecz jedynie ważniejsze uwarunkowania procesów globalizacji rynków finansowych. Należy pamiętać, że są one tylko jednym z wymiarów globalizacji, która jest ściśle związane z pogłębianiem procesu integracji, polityką ekonomiczną państw i działaniami podejmowanymi przez liczne organizacje międzynarodowe na kilku kontynentach, w tym takimi jak WTO, MFW, EFTA, CEFTA, NAFTA, LAFTA i inne¹⁰.

SKUTKI GLOBALIZACJI RYNKÓW FINANSOWYCH

The effects of the financial markets' globalisation

Podobnie jak różnorodne są przyczyny globalizacji (ekonomiczne, techniczne i polityczne), tak i jej skutki są złożone. W literaturze często podkreślane są korzyści procesów integracji i umiędzynarodowienia gospodarek i społeczeństw ale należy pamiętać, że czasami mają one również odmienny charakter – obok pozytywnych można wskazać też liczne efekty negatywne¹¹.

Jedną z ważniejszych korzyści globalizacji jest większa otwartość gospodarek i szybszy wzrost gospodarczy. Swobodny dostęp do międzynarodowych rynków finansowych prowadzi do rozwoju międzynarodowego handlu, zacieśniania powiązań ekonomicznych pomiędzy krajami oraz zwiększania ich możliwości inwestycyjnych. Globalizacja rynków finansowych umożliwia wzrost przepływów kapitałowych oraz zwiększenie różnorodności zarówno podmiotów uczestniczących w transakcjach na tych rynkach, jak i instrumentów, którymi się posługują. Szeroka gama produktów finansowych pozwala lepiej dopasować profil ryzyka i oczekiwanej stopy zysku czy kosztu do preferencji potencjalnych inwestorów i kredytobiorców. Dzięki licznym innowacjom finansowym pojawiają się coraz szersze możliwości zyskowego lokowania nadwyżek finansowych w skali całej gospodarki światowej. Powoduje to wyłonienie się nowej grupy inwestorów.

⁸ W. Nawrot, *Finansowanie firm na rynkach zagranicznych*, CeDeWu, Warszawa 2005, s. 20.

⁹ J. Rymarczyk, *Stabilizacja i kryzysy...*, op. cit., s. 217.

¹⁰ Zob. szerzej: W. Nawrot, *Podłoże globalizacji rynków finansowych*, „Nasz Rynek Kapitałowy”, nr 1/2003, s. 19.

¹¹ Zwraca na to uwagę wielu autorów. Por. m.in.: J. Rymarczyk, *Stabilizacja i kryzysy...*, op. cit., s. 236-237; J. E. Stiglitz, *Globalizacja...*, op. cit., s. 21-32.

O ile w latach osiemdziesiątych były nimi głównie banki komercyjne, o tyle współcześnie rośnie znaczenie również pozostałych inwestorów instytucjonalnych, takich jak fundusze emerytalne, instytucje ubezpieczeniowe czy fundusze inwestycyjne. Podmioty te, dążąc do osiągnięcia dodatkowych zysków, niejednokrotnie bardzo szybko przemierzają kapitały w zależności od tego jak kształtuje się sytuacja na międzynarodowych rynkach finansowych. Obecnie mają przy tym znacznie większe możliwości wyboru różnorodnych strategii i zabezpieczania się przed ryzykiem niż we wcześniejszych fazach rozwoju rynku finansowego. Dzięki globalizacji rynków finansowych możliwa jest tzw. międzynarodowa dywersyfikacja ryzyka. Oznacza ona, że ewentualne straty poniesione w jednym kraju mogą być zrekompensowane dobrymi wynikami inwestycyjnymi z innych krajów. Portfele inwestycyjne dużych inwestorów instytucjonalnych stają się coraz bardziej zdywersyfikowane zarówno w sensie geograficznym, jak i przedmiotowym (a więc obejmują oprócz akcji, obligacji i innych instrumentów tradycyjnych również liczne instrumenty nowoczesne, w tym pochodne). Z jednej strony, pozwala to osiągnąć lepsze wyniki inwestycyjne w dłuższej perspektywie, zaś z drugiej strony, pełni także funkcję zabezpieczającą przed spadkiem wartości aktywów na poszczególnych rynkach narodowych.

Korzyści z integracji i umiędzynarodowienia rynków finansowych są odczuwalne zarówno w skali krajów i ich ugrupowań, jak i pojedynczych podmiotów¹². Zintegrowany rynek finansowy ułatwia przepływ kapitału z sektora finansowego do produkcyjnego. Dzięki międzynarodowej mobilności kapitału kraje odczuwające niedobór kapitałów mogą wykorzystywać zagraniczne źródła w celu sfinansowania inwestycji rozwojowych bądź też zaspokojenia bieżących potrzeb budżetowych. Kraje rozwijające się mają coraz łatwiejszy dostęp do oszczędności zagranicznych. Globalizacja rynków finansowych nie tylko zwiększa możliwości inwestowania ale też umożliwia obniżenie kosztów pożyczek. Ważne jest przy tym również to, że zagraniczne źródła finansowania są w coraz większym stopniu zdominowane przez inwestycje o charakterze udziałowym, które nie powodują znacznego wzrostu zadłużenia zagranicznego, jak miało to miejsce w latach wcześniejszych. Także indywidualnym podmiotom, w tym inwestorom instytucjonalnym i indywidualnym, globalny rynek finansowy stwarza szerokie możliwości inwestycyjne, zaś przedsiębiorstwa mogą pozyskiwać środki na rozwój działalności od znacznie szerszego grona inwestorów niż byłoby to możliwe na rynkach krajowych.

Liberalizacja przepływów kapitałowych umożliwia inwestorom lokowanie środków na tych rynkach, które dają szansę na wyższy zysk. Otwartość gospodarek i swoboda przepływów kapitałowych skłania instytucje finansowe do zawierania transakcji również na nowych, słabo rozwiniętych i nie płynnych rynkach. Sprzyja to wzrostowi płynności rynków i zmniejszeniu kosztów transakcyjnych w skali globalnej. Tym samym globalizacja wywiera istotny wpływ na obniżenie kosztów pozyskania kapitału przez przedsiębiorstwa. Zachodząca deregulacja usuwa sztuczne bariery wejścia na nowe rynki

¹² Por.: A. Samborski, *Integracja rynków finansowych w krajach strefy euro*, „Nasz Rynek Kapitałowy”, nr 3/2003, s. 32.

i umożliwia ich sprawne funkcjonowanie. Dodatkowo, w dużej mierze pod wpływem inwestorów, dokonywane są reformy instytucjonalne zwiększające przejrzystość rynku i jakość przekazywanych informacji. Wzrost transparentności rynku sprzyja zmniejszeniu oczekiwań inwestorów, co do stopy zwrotu rekompensującej ryzyko, które na siebie przyjmują. Dzięki tym wszystkim czynnikom przedsiębiorstwa (zwłaszcza duże) coraz częściej korzystają z alternatywnych form pozyskiwania kapitału w stosunku do kredytu bankowego, szczególnie zaś z emisji udziałowych papierów wartościowych na międzynarodowych rynkach finansowych¹³.

Procesy integracyjne, w tym zwłaszcza zachodzące w ramach Unii Europejskiej, sprzyjają stymulowaniu wzrostu gospodarczego i zwiększają możliwości wykorzystania pozytywnych skutków globalizacji rynków finansowych. Znoszenie różnorodnych barier przepływów rzeczowych i kapitałowych oraz utworzenie jednolitego rynku europejskiego ułatwiły warunki funkcjonowania wszystkich podmiotów gospodarczych. Wprowadzenie euro wyeliminowało ryzyko walutowe, przyczyniło się do likwidacji limitów inwestycyjnych dotyczących pozycji portfela papierów wartościowych nominowanych w walutach obcych i stworzyło nowe możliwości inwestycyjne emitentom i inwestorom. Nowa waluta przyczyniła się do widocznych zmian na najważniejszych rynkach finansowych. Niektóre centra finansowe (np. Londyn) wyspecjalizowały się w dokonywaniu transakcji w euro¹⁴.

Z drugiej jednak strony, nie wolno zapominać, że globalizacja rynków finansowych niesie ze sobą obok czynników pozytywnych również istotne zagrożenia. Jednym z bardziej istotnych jest tak zwany efekt zarażenia czy też epidemii (ang. *infection effect*) polegający na tym, że deregulacja systemów finansowych i liberalizacja przepływów kapitałowych wzmacnia niestabilność i tendencje kryzysowe w różnych krajach i regionach świata. W warunkach globalizacji i wynikającego z niej otwarcia rynków finansowych i wzrostu powiązań między nimi, zjawiska kryzysowe mogą być łatwo przenoszone z kraju do kraju. Stało się to szczególnie widoczne w roku 2007, kiedy to kryzys na amerykańskim rynku nieruchomości rozprzestrzenił się na międzynarodowy rynek finansowy, obejmując w krótkim czasie wszystkie regiony świata. Innym przykładem może być kryzys jaki miał miejsce dziesięć lat wcześniej zapoczątkowany załamaniem się bahta taljandzkiego, który z Azji szybko rozprzestrzenił się na Rosję i Amerykę Łacińską a następnie zagroził całemu światu¹⁵. Tak więc procesy globalizacji rynków finansowych stymulują gwałtowny przebieg kryzysów finansowych, ogarniających nie tylko poszczególne kraje, ale i destabilizujące całe regiony świata. Ten stan rzeczy wywołuje konieczność podjęcia działań kontrolnych i stabilizacyjnych wykraczających poza narodowe ramy, w tym zmierzających do opracowania systemu możliwie wczesnego ostrzegania przed kryzysami i zapobiegania im. Jest to problem tym bardziej istotny,

¹³ Por.: W. Nawrot, *Finansowanie firm...*, op. cit., s. 35-48.

¹⁴ M. Jałowiecki, *Wpływ globalizacji na międzynarodowy rynek obligacji*, [w:] *Procesy globalizacji*, pod red. J. Rymarczyka, B. Skulskiej, W. Michalczyka, Wyd. Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2009, s. 126.

¹⁵ Zob. szerzej: J. E. Stiglitz, *Globalizacja...*, op. cit., s. 91-94.

że sytuacje kryzysowe w sposób szczególny dotyczą przede wszystkim kraje mniej rozwinięte, co prowadzi do pogłębienia się różnic w podziale korzyści i dysproporcji pomiędzy biednymi i bogatymi¹⁶.

Analizując zagrożenia procesów globalizacji rynków finansowych warto wspomnieć też o tym, że wzrost skali i różnorodności zawieranych transakcji sprzyja działaniom niezgodnym z prawem. Niedostateczna kontrola zachowań uczestników rynku a czasami brak przejrzystości ich działalności może prowadzić do prania brudnych pieniędzy na szeroką skalę. Istniejące „raje podatkowe” stwarzają liczne możliwości obniżania obciążeń podatkowych przez co zmniejszają wpływy podatkowe do budżetów poszczególnych państw.

Innym niekorzystnym skutkiem procesów integracji i globalizacji są mniejsze możliwości wpływania organów rządowych na sytuację gospodarczą danego kraju. Dostęp do kapitałów na rynkach globalnych i większa współzależność poszczególnych gospodarek narodowych może zmniejszyć restrykcyjne oddziaływanie podwyżek stóp procentowych czy innych działań służących zmniejszeniu emisji pieniądza w gospodarce podejmowanych przez banki centralne. To z kolei osłabia skuteczność działań banków centralnych, może utrudnić prowadzenie polityki pieniężnej, zwłaszcza w okresach zwiększonego zagrożenia inflacją. Podobna sytuacja ma miejsce w przypadku pozostałych obszarów i narzędzi polityki ekonomicznej państwa. Generalnie rzecz biorąc, w warunkach postępującej globalizacji i związanej z nią liberalizacji oraz deregulacji rynków finansowych polityki narodowe są znacznie mniej niezależne od czynników zewnętrznych takich jak ceny (*terms of trade*), kursy walutowe czy stopy procentowe na rynkach zagranicznych. Poszczególne kraje, szczególnie zaś małe, nie mają żadnego, lub tylko niewielki wpływ, na te parametry.

Podsumowując, procesy globalizacji rynków finansowych ułatwiający dostęp do międzynarodowego rynku kapitałowego oznaczają dla wszystkich jego uczestników, a więc dla krajów, instytucji finansowych i innych podmiotów gospodarczych, nie tylko większe możliwości rozwoju, ale niosą również pewne wyzwania, w tym presję na zwiększanie efektywności działania. Dotyczy to również najważniejszych instytucji rozwiniętych rynków kapitałowych jakimi są giełdy.

GLOBALIZACJA GIEŁD PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH – WYBRANE ASPEKTY

The globalisation of stock exchanges

Globalizacja rynków finansowych nie ominęła giełd papierów wartościowych, na których uwidoczniło się kilka nowych tendencji rozwojowych. Zniesienie ograniczeń w międzynarodowych przepływach kapitału spowodowało podjęcie przez największe

¹⁶ J. Rymarczyk, *Stabilizacja globalnych rynków finansowych*, „Studia i Materiały”, nr 78, Instytut Koniunktury i Cen Handlu Zagranicznego, Warszawa 2003, s. 14.

giełdy walki konkurencyjnej celem powiększenia swojego udziału w globalnym rynku papierów wartościowych. Początkowo polegała ona przede wszystkim na wprowadzaniu innowacji zarówno w zakresie nowych produktów finansowych, jak i udoskonalaniu systemów giełdowych. W rezultacie nastąpiło lepsze dostosowanie sposobu organizacji obrotu i regulacji prawnych do potrzeb i wymagań inwestorów oraz wzrost znaczenia elektronicznych systemów obrotu papierami wartościowymi¹⁷. Ponadto w wielu przypadkach doszło do odejścia od tradycyjnego modelu giełdy opartego na zasadzie członkostwa i zostały zapoczątkowane procesy ich demutualizacji¹⁸.

Inną, niezwykle ważną i coraz bardziej powszechną tendencją rozwojową stała się współpraca giełd oraz procesy ich łączenia, które można uznać za kolejny etap walki konkurencyjnej. Doprowadziły one m.in. do powstania takich podmiotów jak EASDAQ, NASDAQ Europe, Norex czy OMX Group¹⁹.

Jedną z ważniejszych transakcji na rynku fuzji i przejęć operatorów giełdowych było, obok wymienionych wcześniej przykładów, powstanie Euronext – drugiej co do wielkości (po Londynie) giełdy w Europie. Została ona utworzona w 2000 roku z inicjatywy Giełdy Papierów Wartościowych w Paryżu, która zaproponowała połączenie giełd z Paryża, Amsterdamu i Brukseli. W efekcie powstała największa tego typu struktura w tym regionie Europy, działająca we wszystkich krajach w oparciu o identyczne zasady. Decyzja o fuzji została podjęta 20 marca 2000 roku, kiedy to zawarto porozumienie o wymianie akcji pomiędzy parkietami w Amsterdamie, Brukseli i Paryżu. Była to odpowiedź na zakończoną niepowodzeniem próbę połączenia podjętą przez giełdy z Londynu i Frankfurtu, które już w 1999 roku planowały pełną fuzję. Oficjalnie rynek Euronext powstał z dniem 22 września 2000 roku. Jego twórcy zdecydowali, że nowa giełda będzie działała na prawie holenderskim, które daje większe możliwości zarządom a mniejsze akcjonariuszom. Właściciele akcji giełd narodowych przekazali je, otrzymując w zamian akcje nowo powstałej spółki Euronext N.V.²⁰

Następne lata przyniosły rozwój nowej giełdy polegający na włączeniu w jej skład kolejnych rynków a także poszerzeniu listy notowanych instrumentów. W styczniu 2002 roku Euronext N.V. przejął londyńską giełdę instrumentów pochodnych LIFFE, zaś w lutym 2002 roku do sojuszu dołączyła giełda portugalska (Bolsa de Valores de Lisboa e Porto), która zwiększyła kapitalizację Euronext o ponad 47,5 milionów USD. Należy w tym miejscu zaznaczyć, że już w chwili powstania nowa giełda zajęła drugie

¹⁷ Por.: W. Asparadec, *Proces konsolidacji rynków kapitałowych a GPW*, [w:] *Rynki finansowe wobec procesów globalizacji*, pod red. L. Pawłowicza i R. Wierzby, CeDeWu, Warszawa 2003, s. 12 oraz W. Nawrot, *Globalizacja giełd papierów wartościowych*, „Nasz Rynek Kapitałowy”, nr 3/2003, s. 26.

¹⁸ Zob. szerzej: T. Kowalak, *Rozwój i funkcjonowanie giełd papierów wartościowych – wybrane aspekty*, [w:] *Rynki finansowe wobec...*, *op. cit.*, s. 180-182.

¹⁹ Zob. szerzej: W. Nawrot, *Globalizacja giełd papierów wartościowych*, „Nasz Rynek Kapitałowy”, nr 3/2003, s. 26-27 oraz M. Bobrowicz, *OMX Group*, [w:] *Giełdy kapitałowe w Europie*, pod red. U. Ziarko-Siwiek, CeDeWu, Warszawa 2008, s. 181-188.

²⁰ J. Truszkowski, *Euronext*, [w:] *Giełdy kapitałowe w Europie...*, *op. cit.*, s. 47 i nast. oraz <http://www.world-exchanges.org/>

miejsce pod względem kapitalizacji wśród giełd europejskich, zaraz po London Stock Exchange (zob. tab. 1).

Tab. 1. Kapitalizacja 10 największych światowych rynków akcji w 2000 roku
The 10 biggest stock markets in the world by market capitalization in 2000

Lp.	Giełda	Kapitalizacja w mln USD
1.	NYSE	11 534 612,9
2.	Nasdaq	3 597 085,9
3.	Tokyo	3 157 221,8
4.	London	2 612 230,2
5.	Euronext Paris	1 446 634,1
6.	Deutsche Börse	1 270 243,2
7.	Switzerland	792 316,4
8.	Toronto	770 116,3
9.	Italy	768 363,4
10.	Euronext Amsterdam	640 456,3

Źródło: <http://www.world-exchanges.org/statistics>.

Z chwilą powstania Euronext pojawiła się swoista specjalizacja poszczególnych parkietów. W Paryżu odbywał się handel akcjami największych spółek, w Amsterdamie – instrumentami pochodnymi, zaś w Brukseli – akcjami małych ale dobrze się zapowiadających spółek. Kolejne lata przyniosły istotne zmiany w tym zakresie i rozwój Euronext, przejawiający się m.in. powstawaniem na każdej z giełd narodowych nowych rynków, zarówno regulowanych, jak i nieregulowanych. Do najważniejszych z nich pod względem udziału w obrotach całej giełdy należy zaliczyć: Eurolist, Alternext oraz Marche Libre²¹.

Wszystkie rynki Euronext są obecnie w pełni zintegrowane. Działania mające na celu ujednoczenie zasad funkcjonowania wchodzących w jej skład parkietów lokalnych i pełną integrację dotychczasowych systemów podjęto stosunkowo szybko po jej powstaniu. Już na początku lutego 2001 roku Euronext stał się pierwszą giełdą na świecie, która połączyła izby rozliczeniowe trzech krajów w jedną jednostkę, tworząc Clearnet. Instytucja ta (powołana na bazie francuskiego prawa) odpowiada za handel na Euronext i ma gwarantować ostateczne rozliczenie. Wprowadzenie homogenicznego systemu nastąpiło aby zapewnić wspólny nadzór Paryża, Amsterdamu i Brukseli nad nową giełdą, zaś dodatkowym celem było zwiększenie bezpieczeństwa rynku

²¹ Zob. szerzej: J. Truszkowski, *op. cit.*, s. 57-60.

i członków używających usług clearingowych. Euronext posiada także wspólny system rozliczeniowo-depozytowy Euroclear. Dzięki zintegrowaniu systemów komputerowych w każdym z miast możliwy jest zakup i sprzedaż wszystkich walorów, którymi obraca się na Euronext. Za datę zakończenia procesów integracji giełd narodowych należy uznać 4 kwietnia 2005 roku, kiedy to nastąpiło poszerzenie powstałego dwa miesiące wcześniej wspólnego rynku (Eurolist) obejmującego trzy główne rynki giełdy w Paryżu o spółki notowane w Amsterdamie, Brukseli oraz Lizbonie. Warto przy tym podkreślić, iż pomimo istnienia wspólnego rynku, notowane na nim spółki są wciąż obecne na giełdach narodowych. Warunki stawiane spółkom są w znacznym stopniu zharmonizowane, ale muszą one wybrać jeden z krajów jako miejsce IPO i w związku z tym spełnić nieco inne wymagania – jak chociażby w przedmiocie nadzoru, co wynika z odmiennych uregulowań prawnych obowiązujących w poszczególnych państwach, w których działa Euronext. Dążąc do większej harmonizacji zasad w ramach Euronext podpisane zostały specjalne porozumienia o wspólnej koordynacji działań w nadzorze, a przede wszystkim wprowadzono jednolity system handlu papierami wartościowymi – NSC²².

Integracja systemów, tworzenie wspólnych rynków oraz przyłączenie do Euronext londyńskiego rynku instrumentów pochodnych i giełdy w Lizbonie nie zakończyło procesów integracji rynków finansowych w jej ramach. Kolejnym znaczącym krokiem w tym zakresie była najbardziej spektakularna spośród fuzji giełdowych jakie miały miejsce w XXI wieku. Należy za nią uznać transakcję zawartą 1 czerwca 2006 roku pomiędzy Euronext oraz największą światową giełdą akcji, jaką jest NYSE (New York Stock Exchange). Transakcja połączenia była realizowana przez kilkanaście miesięcy i miała charakter przejęcia. NYSE zaoferowała za akcje Euronext 7,78 mld euro (9,96 mld USD) w gotówce i własnych akcjach. W efekcie połączenia obu tych giełd doszło do powstania największego transatlantyckiego operatora giełdowego - NYSE Euronext. Siedzibą połączonej giełdy został Nowy Jork, ale zachowano wyraźny podział na część europejską i amerykańską. Obie z nich zachowały dotychczasowe zasady regulacji i nadzoru, nie zmieniły się też wymogi prawne stawiane spółkom notowanym na obu parkietach. Panuje powszechne przekonanie, że jest to nie tylko największy (zob. tab. 2), ale też najbardziej płynny i efektywny rynek obrotu papierami wartościowymi. Fuzja NYSE i Euronext umożliwiła wydłużenie godzin handlu, zwiększenie skali obrotów oraz obniżenie kosztów związane z integracją systemów informatycznych.

Należy zaznaczyć, że NYSE nie była jedynym podmiotem zainteresowanym fuzją z Euronext. Propozycję zakupu jej akcji złożyła również giełda niemiecka - Deutsche Bourse, która oferowała nawet wyższą kwotę niż NYSE (około 10 mld euro)²³. Ostatecznie jednak akcjonariusze Euronext zdecydowali o zawarciu transakcji z NYSE, zakłada-

²² Zob. szerzej: T. Kowalak, *Euronext – cz. I, Panaeuropejska giełda papierów wartościowych i derywatów*, „Nasz Rynek Kapitałowy”, nr 6/2003, s. 20.

²³ Oferta ta była preferowana przez polityków europejskich oraz Prezesa EBC, co w efekcie wpłynęło na opóźnienie realizacji połączenia. Por.: T. Gross-Strzelecki, *Euronext i NYSE mogą się łączyć*, [w:] „Gazeta Giełdy Parkiet”, 6.12.2006, s. 14.

jąc, że dzięki współpracy z tym partnerem osiągną większe korzyści długookresowe. Do przeprowadzenia transakcji połączenia niezbędna była zgoda ze strony instytucji nadzorujących rynki kapitałowe. Spółka Euronext uzyskała ją w styczniu 2007 roku, zaś NYSE miesiąc później. Oferta skupu akcji Euronextu została rozpoczęta 15 lutego 2007 roku i trwała ponad miesiąc (do 21 marca), zaś ostateczne rozliczenie transakcji nastąpiło 4 kwietnia 2007 roku²⁴.

Tab. 2. Kapitalizacja największych giełd krajowych na koniec 2009 i 2008 roku (w mln USD)
Largest domestic equity market capitalizations at year-end 2009 and 2008
(in bn USD)

L.p.	Giełda	2009	2008	Zmiana w USD	Zmiana w walucie krajowej
1	NYSE Euronext (US)	11 838	9 209	28.5%	28.5%
2	Tokyo Stock Exchange Group	3 306	3 116	6.1%	8.6%
3	NASDAQ OMX (US)	3 239	2 249	44.0%	44.0%
4	NYSE Euronext (Europe)	2 869	2 102	36.5%	32.6%
5	London Stock Exchange	2 796	1 868	49.7%	34.4%
6	Shanghai Stock Exchange	2 705	1 425	89.8%	89.9%
7	Hong Kong Exchanges	2 305	1 329	73.5%	73.6%
8	TMX Group	1 608	1 033	55.6%	34.2%
9	BM&FBOVESPA	1 337	592	125.9%	69.7%
10	Bombay SE	1 306	647	101.9%	93.3%

Źródło: <http://www.world-exchanges.org/statistics>.

Próba połączenia Euronext i Deutsche Bourse nie jest jedynym przykładem prób fuzji operatorów giełdowych zakończonych porażką. Warto przypomnieć, że w 1999 roku po nieudanej fuzji giełd z Frankfurtu i Londynu (w wyniku której miała powstać nowa giełda iX) próbę wrogiego przejęcia LSE przeprowadził szwedzki OM Group. W 2001 roku Nasdaq próbował przejąć Easdaq przekształcając ją w spółkę zależną pod nazwą Nasdaq Europe. Załamanie rynku technologicznego i niskie obroty spowodowały zamknięcie tej giełdy już w 2003 roku.

Nieudane fuzje nie osłabiły procesów konsolidacyjnych rynków giełdowych. Zarówno NYSE, NASDAQ, jak i inne ważne giełdy podjęły działania zmierzające do utworzenia globalnego rynku, obejmującego swoim zasięgiem różne strefy czasowe. Ich celem była dalsza integracja systemów informatycznych i obniżanie kosztów transakcyjnych,

²⁴ J. Truszkowski, *op. cit.*, s. 82.

zwiększanie płynności notowanych spółek, poszerzanie gamy oferowanych instrumentów i zwiększanie bazy ich odbiorców a także umożliwienie inwestorom dokonywania transakcji papierami wartościowymi przez całą dobę. Tendencje połączeniowe obserwować można również na mniejszych rynkach, w tym w Europie Środkowo-Wschodniej. W 2009 roku Wiener Boerse oraz giełdy z Budapesztu, Lublany i Pragi połączyły się i stworzyły jeden wspólny rynek – **CEE Stock Exchange Group (CEESEG)**, pod względem kapitalizacji wyprzedzając w ten sposób GPW w Warszawie, której nie udało się w związku z tym zrealizować planów umocnienia swojej pozycji w walce konkurencyjnej.

WNIOSKI

Conclusions

Globalizacja rynków finansowych jest częścią szerszego procesu, jakim jest globalizacja gospodarek narodowych. Został on zapoczątkowany w drugiej połowie XX wieku pod wpływem różnorodnych czynników. Do integracji rynków finansowych, w ramach poszczególnych krajów, jak i w skali międzynarodowej, w znacznym stopniu przyczynił się rozwój nowoczesnych technologii informatycznych i telekomunikacyjnych, który ułatwił szybkie pozyskiwanie i przetwarzanie informacji. Dzięki osiągnięciom technologicznym łatwiej i szybciej można uzyskać informacje, dochodzi do ujednocnienia systemów transakcyjnych, obniżają się koszty zawierania transakcji.

Wśród innych czynników, które przyczyniły się do globalizacji rynków finansowych, wyróżnić można liberalizację przepływów kapitału w skali regionalnej i międzynarodowej, która wynika z określonej polityki ekonomicznej państw oraz działań podejmowanych przez międzynarodowe organizacje gospodarcze. Deregulacji rynków finansowych towarzyszy wprowadzanie innowacji finansowych i dynamiczny rozwój rynku finansowych instrumentów pochodnych. Wybór waluty transakcyjnej oraz innych elementów walutowych transakcji terminowych jest w dużym stopniu uwolniony od jurysdykcji krajów, w których rynki terminowe funkcjonują dzięki czemu kapitały coraz swobodniej przepływają z krajów posiadających ich nadwyżki do krajów cierpiących na ich niedobór. W efekcie przedsiębiorstwom łatwiej jest pozyskać środki na sfinansowanie potrzeb inwestycyjnych, co pobudza wzrost gospodarczy.

Obok skutków pozytywnych, procesy globalizacji rynków finansowych niosą ze sobą również liczne zagrożenia. Jednym z nich jest tzw. efekt zarażania, który oznacza łatwość rozprzestrzeniania się kryzysów i wzajemnego oddziaływania niekorzystnych zjawisk na zasadzie efektu domina. Ponadto osłabieniu ulega skuteczność instrumentów polityki gospodarczej, w tym polityki pieniężnej.

Procesy globalizacji objęły również giełdy papierów wartościowych. Jedną z tendencji ich rozwoju jest nasilenie procesów zawierania aliansów strategicznych i fuzji. Jest to proces stosunkowo młody, wiążący się z bezpośrednim zagrożeniem tradycyjnych giełd ze strony rynków elektronicznych, które dzięki zastosowaniu najnowszych technolo-

gii i braku rygorystycznych kryteriów dopuszczenia zdobywają coraz więcej nowych klientów.

Konsolidacja rynków kapitałowych prowadzi do integracji systemów giełdowych, racjonalizacji kosztów, zwiększenia płynności notowanych spółek oraz poszerzenia oferty dostępnych instrumentów finansowych. Pierwszym parkietem oferującym całkowicie zintegrowany handel, clearing i regulowanie transakcji stał się Euronext, który powstał w 2000 roku. Jego połączenie z NYSE stanowiło kolejny etap konsolidacji, który przyniósł korzyści wszystkim uczestnikom obu rynków. Uwidoczniły się przy tym również pewne trudności w pełnej integracji wynikające z istnienia odmiennego modelu systemu finansowego w Stanach Zjednoczonych i Europie kontynentalnej, co może stanowić istotną barierę dalszej globalizacji rynków finansowych.

SUMMARY

The globalization process involves consequences that are multifarious, extremely complicated and much diversified. One of its parts is the globalization of financial markets. The development of the financial markets' globalization is determined by scientific and technological progress and economic policies of governments. Although there are many positive results of globalization, it also has got some drawbacks, for example infection effect.

The processes connected with the globalization of financial markets concern also stock exchanges. There are a few new tendencies. One of those is the cooperation among stock exchanges and mergers. These processes led to creation of a new stock exchanges. Euronext N.V. is a pan-European stock exchange based in Paris and with subsidiaries in Belgium, France, Netherlands and next Portugal and LIFFE of the United Kingdom, which was the second biggest stock exchange in Europe. Euronext merged with NYSE Group. As a result, NYSE Euronext was created, which is the first global stock exchange.

dr Teresa Kondrakiewicz, Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej