

*Lesław Pietrewicz**

PERSPEKTYWY ROZWOJU GIEŁDY PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W WARSZAWIE

WSTĘP

Badanie perspektyw rozwoju Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie można prowadzić przy użyciu dwóch podejść: funkcyjnego i konkurencyjnego. Pierwsze podejście przyjmuje za punkt odniesienia interes gospodarczy kraju i koncentruje się na wypełnianiu przez rynek kapitałowy przypisywanych mu funkcji w gospodarce. Druga perspektywa dotyczy budowy pozycji konkurencyjnej giełdy w ramach krajowego systemu finansowego i na arenie międzynarodowej.

Przyjmując perspektywę funkcyjną, czyli punkt widzenia interesów gospodarczych kraju, najważniejszą kwestią jest wspieranie przez system finansowy, w tym giełdę, rozwoju gospodarczego. Tym samym giełdę traktuje się jako instytucję użyteczności publicznej czy element infrastruktury gospodarczej, której rozwój ma być podporządkowany i służyć dobru ogólnemu. Podejście konkurencyjne z kolei obejmuje analizę sytuacji konkurencyjnej na rynku, opcji strategicznych dostępnych rywalom rynkowym, przyjmując jako punkt wyjścia dążenie każdego gracza (operatora rynku) do osiągnięcia jak najlepszej pozycji rynkowej – trwałej i zyskowej przewagi konkurencyjnej.

Wybór jednego lub drugiego pryzmatu analizy perspektyw GPW determinuje dobór i ocenę opcji (kierunków) rozwoju, celów i sposobów ich realizacji – słowem strategii rozwoju. Niniejsza praca koncentruje się na jednym z wymienionych podejść. Za najbardziej odpowiednie w obecnych realiach zostało uznane podejście konkurencyjne i to je wybrano jako perspektywę analityczną w artykule. Co więcej, obszar badawczy pracy zawężony został do perspektywy między-

* Instytut Nauk Ekonomicznych PAN.

narodowej z pominięciem aspektu relacji między giełdą a sektorem bankowym i innymi instytucjami systemu finansowego (jak np. rynkiem funduszy PE/VC) w kraju. O takim wyborze przedmiotu badań zdecydowały następujące przesłanki. Po pierwsze, zmiana statusu warszawskiej giełdy ze spółki z 98,6% udziałem skarbu państwa, będącej *de facto* organem realizacji polityki państwa, w spółkę publiczną notowaną na własnym parkiecie po częściowej prywatyzacji, przeprowadzonej w 2010 r., oznacza całkowitą zmianę hierarchii celów. Obecnie Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie ma działać dla dobra akcjonariuszy (skarb państwa zachował pakiet jedynie 35% akcji), czyli w pierwszej kolejności maksymalizować wartość akcji w długim okresie. Sytuacja taka oznacza całkowitą dominację podejścia konkurencyjnego w myśleniu o rozwoju warszawskiego parkietu, co niejako narzuca przyjęcie tego pryzmatu do analizy. Po drugie, z licznych wypowiedzi kierownictwa GPW i przedstawicieli głównego właściciela (reprezentowanego przez resort skarbu) wyłania się jednolity obraz orientacji na budowę wokół GPW regionalnego centrum finansowego. Tak więc również tutaj rzeczywistość (przyjęta orientacja i perspektywa międzynarodowa) niejako narzuca pryzmat analizy. Z tych też powodów niniejsze opracowanie koncentruje się na badaniu perspektyw rozwoju międzynarodowej pozycji konkurencyjnej warszawskiej giełdy, pozostawiając analizy pozostałych wymienionych obszarów do osobnych badań.

Punktem wyjścia analizy jest definicja i rola centrum finansowego, wyszczególnienie typów i etapów jego rozwoju, a także określenie kryteriów budowy światowej hierarchii owych centrów. Następnie na podstawie statystyk FESE (Federation of European Securities Exchanges) i rankingu The Global Financial Centres Index zostanie pokazane miejsce Warszawy na mapie finansowej Europy i świata. Trzecia część poświęcona będzie naświetleniu sił kształtujących obraz konkurencji między rynkami finansowymi w Europie. Zebranie i połączenie powyższych wątków w analizę sytuacji konkurencyjnej GPW w Europie Środkowej stanowić będzie przedmiot czwartej części pracy. Zakończą ją podsumowanie i wnioski.

CZYM JEST CENTRUM FINANSOWE

Giełdy papierów wartościowych należą do tzw. branż sieciowych. Ich cechą charakterystyczną są tzw. efekty sieci polegające na tym, że dla pojedynczego klienta atrakcyjność danego produktu rośnie wraz z jego popularnością, co jest sytuacją odwrotną w stosunku do standardowej „podręcznikowej” sytuacji, kiedy to im danego produktu jest więcej, tym niżej cenimy pojedynczy egzemplarz. Typowymi branżami sieciowymi są rynki producentów oprogramowania, a także operatorów telefonii komórkowej (gdy ustalają wyższe stawki za połączenia na zewnątrz sieci niż wewnątrz niej). W tego typu branżach każdy dodatkowy klient zwiększa atrakcyjność danego produktu (i w konsekwencji danej sieci) dla innych obecnych i potencjalnych klientów. Dotyczy to także rynków kapitałowych, a dokładniej

mówiąc, branży operatorów giełd, co związane jest w tym przypadku z centralną rolą, jaką pełni tu czynnik płynności, dostarczanie której jest uważane za kluczową funkcję giełd (Pagano i in., 2001). Mówiąc najprościej, im dany rynek kapitałowy jest bardziej płynny, tym – przy innych czynnikach stałych – wzbudza większe zainteresowanie zarówno inwestorów, jak i emitentów, czyli przyciąga dalszą płynność.

Prawidłowość, zgodnie z którą „płynność rodzi płynność” powoduje, że handel papierami wartościowymi ma skłonność do koncentrowania się na jednej giełdzie, co z kolei daje rynkom o ugruntowanej pozycji przewagę pierwszeństwa (ang. *first-mover advantage*) nad młodymi rywalami (Cantillon, Yin, 2007). Ponieważ jednak płynność nie jest jedyną podstawą konkurowania giełd (o czym więcej w dalszej części pracy), giełdy o niższej płynności nie są automatycznie skazane na porażkę konkurencyjną, lecz mogą koegzystować i konkurować z parkietami oferującymi wyższą płynność, jeśli tylko owe dodatkowe wymiary konkurowania giełd są w stanie zrównoważyć przewagę płynnościową rywala o ugruntowanej pozycji (Cantillon, Yin, 2007). Dlatego też jakkolwiek jedynie Nowy Jork, Londyn i Tokio są siedzibami prawdziwie globalnych rynków finansowych, obok nich z sukcesem funkcjonuje i rozwija się szereg mniejszych centrów finansowych. Co więcej, jak pokazały badania, które przeprowadzili J.P. Poon, B. Eldredge i D. Yeung (2004), pomimo ogromnej przewagi wymienionej trójki, w okresie 1980–1999 rozpiętość między ośrodkami finansowymi świata zmalała na skutek konkurencji ze strony centrów regionalnych i rosnących nowych rynków (*emerging markets*).

Pierwszym krokiem do analizy sił decydujących o pozycji i szansach danego ośrodka na mapie centrów finansowych świata musi być sprecyzowanie, co rozumiemy pod pojęciem owego centrum. Ponad ćwierć wieku temu H.G. Johnson (1976) pisał, że centrum finansowe to miasto, w którym koncentruje się działalność finansowa – bankowość, ubezpieczenia i usługi systemowe – obsługująca obszar poza owym miastem. I tak, przyjmując tę definicję, niewątpliwie Warszawa jest obecnie krajowym centrum finansowym, gdyż tu mają swą siedzibę i stąd prowadzą działalność największe i najważniejsze instytucje finansowe kraju, świadczące usługi dla klientów na całym terytorium Polski. Sprawa wyraźnie się komplikuje, gdy przyjmiemy perspektywę międzynarodową. Co więcej, obecnie funkcjami centrum finansowego, do których przykładą się największą wagę nie są tradycyjne funkcje depozytowo-kredytowe i ubezpieczenia, ale handel akcjami i derywatami (Fuchita, 2007). Zmiana ta wynika bezpośrednio z transformacji systemu finansowego polegającej na wzroście znaczenia rynków finansowych kosztem bankowości i ubezpieczeń.

Nowsze definicje, odnoszące się jedynie do wielkości rynku czy wartości dokonywanych na nim operacji, mają tę wadę, że nie dają jasności, w jakim stopniu te rezultaty są wynikiem aktywności krajowej, a w jakim międzynarodowych usług finansowych, to jest pośrednictwa pomiędzy zagranicznymi stronami trzecimi (Leung, Untererberdoerster, 2008). Co więcej, poza definicją pozostaje kwestia zasięgu operacji czy oddziaływania takiego centrum. Dlatego też C. Leung

i O. Unterberdoerster (2008) do opisanie pozycji SAR (ryнку w Hong Kongu) w regionie południowo-wschodniej Azji używają określenia „międzynarodowe centrum finansowe w regionie”, które u tych autorów odpowiada stosowanemu przez Johnsona (1976) terminowi „regionalne centrum finansowe”, z tą różnicą, że odnosi się do centrum giełdowego, a nie bankowo-ubezpieczeniowego. Problemy z definicją centrum finansowego pogłębia stosowanie terminu centrum finansowe typu offshore choćby przez tak ważną instytucję jak Międzynarodowy Fundusz Walutowy, jakkolwiek zasadniczo w odniesieniu do bankowych centrów finansowych. Uniwersalnej definicji centrum finansowego wciąż brak (np. Goldberg, Helsley, Levi, 1988; Leung, Unterberdoerster, 2008), jednak dominujący motyw stanowi obecnie odwołanie do centrum transgranicznych operacji finansowych.

Próby wyjaśnienia sił ekonomicznych stojących za rozwojem międzynarodowych centrów finansowych od początku napotykały poważne problemy. M.A. Goldberg, R.W. Helsley i M.D. Levi (1988) przytaczają słowa Ch.P. Kindlebergera (1974), który w swojej pionierskiej pracy wskazywał na potrzebę badania źródeł rozwoju centrów finansowych za pomocą analizy jakościowej, nie ilościowej, ze względu na interdyscyplinarność tematu, ograniczenia związane ze zgromadzeniem bardzo obszernych i zróżnicowanych baz danych, a przede wszystkim na potrzebę zrozumienia w pierwszej kolejności samego procesu kształtowania się owych centrów, nie pomiaru wyników osiągniętych przez poszczególne ośrodki. Podobna konwencja (podejście jakościowe) została zastosowana w częściach niniejszego opracowania poświęconych kształtowaniu się centrów finansowych i sytuacji konkurencyjnej giełd w Europie Środkowej. Procesy owe mają kluczowe znaczenie dla zrozumienia perspektyw rozwoju warszawskiej giełdy i oceny realności jej ambicji zostania liczącym się międzynarodowym centrum finansowym. Co równie ważne, alternatywne podejście (ilościowe) napotykałoby silną barierę w postaci braku ogólnie przyjętych w literaturze miar sukcesu i braku perspektyw wypracowania takiej standardowej miary, czego przyczyny zostaną pokazane w dalszej części pracy. W konsekwencji dane liczbowe przedstawione w tekście należy traktować wyłącznie jako pomocniczą ilustrację, nie jako dowód czegokolwiek czy choćby próbę obiektywizacji pozycji danego rynku. Pozycję taką określa szereg wymiarów i wszelkie próby przypisywania im wag potrzebnych do stworzenia miary zbiorczej są z konieczności obarczone szeregiem założeń i ocen wartościujących, dotyczących np. znaczenia danej miary dla pozycji konkurencyjnej giełdy obecnie i perspektyw na przyszłość.

Goldberg, Helsley i Levi (1988) zwracają uwagę na trudność polegającą na tym, że kwestia rozwoju rynków finansowych wpada między dwa nurty literatury: ekonomię (geografię ekonomiczną) miast i regionów, zajmującą się kwestiami lokalizacji handlu, przemysłu i budownictwa mieszkaniowego (nie zaś finansów), a dziedzinę finansów, nie wykazującą zbytniego zainteresowania kwestiami lokalizacji (co znajduje wyraz w znanym hasle „kapitał nie ma narodowości”).

Zgodnie z pierwszym z tych nurtów, przyjmującym perspektywę geografii ekonomicznej (koncepcja miast świata), globalna ekspansja gospodarcza sprawia, że

tylko kilka miast jest w stanie pełnić w gospodarce światowej funkcje wyższego rzędu – koordynacji i kontroli przepływów. Warunkiem koniecznym wykształcenia się takiego miasta jest rozwinięcie tam centrum finansowego, wspierającego owe funkcje i rozwój gospodarki globalnej. Zgodnie z tym podejściem w ramach miast światowych można wyróżnić najwyższą ligę miast globalnych, na którą składa się Londyn, Nowy Jork i Tokio („wielka trójka”, „stolice kapitału”), zaś ich status odzwierciedla centralną rolę w tworzeniu globalnego rynku finansowego. Socjolog S. Sassen (1999) zwróciła uwagę, że podczas gdy globalizacja generalnie wiąże się z decentralizacją, nie dotyczy to międzynarodowych rynków finansowych. Jakkolwiek rynki finansowe rozprzestrzeniają się, tworząc nowe centra finansowe i docierają do coraz odleglejszych zakątków świata, jednocześnie postępuje proces centralizacji wzmacniający dominację finansowych stolic świata, w pierwszej kolejności Londynu i Nowego Jorku. Tylko one dysponują bardzo silnie skoncentrowanymi zasobami i umiejętnościami zapewniającymi dominację. Tradycyjnie krajowe centra finansowe duplikowały wszystkie funkcje finansowe na potrzeby własnej gospodarki, a współpraca między takimi centrami była bardzo ograniczona. Dziś największe instytucje finansowe działają globalnie, współpracując z ośrodkami niższego rzędu poprzez otwieranie tam oddziałów lub bezpośredni eksport usług finansowych opracowywanych w centrach globalnych. Centra niższego rzędu pełnią mniej skomplikowane funkcje, jak nadzór czy emisje. W ujęciu tym o pozycji danego centrum świadczy funkcja, nie wielkość.

Drugi nurt literatury skupia się na naturze międzynarodowych centrów finansowych, traktując je jako epicentra globalnych transakcji finansowych. W tym podejściu koncentracja rynków finansowych jest efektem występowania korzyści skali. Funkcją ośrodków finansowych jest pośrednictwo między popytem a ofertą, co najlepiej przeprowadzać w centrach, dzięki ich przewadze w postaci wspomnianych korzyści skali. Koncentracja instytucji finansowych i kapitału w jednym mieście ułatwia zawieranie transakcji między pożyczkodawcami a inwestorami. W centrach tworzą się klastry finansowe, dzięki którym podmioty uczestniczące w transakcjach mogą obniżyć koszty transakcyjne drogą wymiany informacji. Jak pisze J.P. Poon (2003), „korzyści skali w międzynarodowych centrach finansowych są silnie związane z poprawą przepływu informacji, co z kolei owocuje konkurencyjnymi cenami instrumentów i usług finansowych” (s. 137). Obok korzyści skali, rozwojowi międzynarodowych centrów finansowych sprzyja stabilność systemu finansowego i waluty, zbudowana w oparciu o rozwój instrumentów finansowych, efektywną infrastrukturę i rozwinięty kapitał ludzki.

Jak słusznie zauważa Poon (2003), oba te wyjaśnienia rozwoju międzynarodowych centrów finansowych nie wykluczają się wzajemnie. W osobnej analizie Goldberg, Helsley i Levi (1988) wykazali, że te same determinanty czy siły ekonomiczne decydują o rozwoju centrów finansowych na poziomie międzymiastowym, międzyregionalnym i międzynarodowym. Można więc tu mówić jedynie o zwiększaniu skali wpływu, pokonując kolejne etapy rozwoju, nie o zmianie podstaw rozwoju. Do wyników tych należy jednak podchodzić z dystansem choćby

z tego powodu, że nie uwzględniają zróżnicowania typów ponadnarodowych centrów finansowych (o czym w dalszej części pracy) i napotykają wspomniany już problem wyboru zmiennych zależnych, które także mogą lepiej pasować do jednego typu ośrodka finansowego niż do innego, co niekoniecznie musi oznaczać jego wyższość.

Na hierarchiczną organizację centrów finansowych jako pierwszy wskazał H.C. Reed (1981). Wyróżnił on 5 poziomów czy raczej etapów rozwoju, jednak dopiero na etapie czwartym jego hierarchii usługi świadczone przez centrum zaczynają wykraczać poza granice kraju, w którym jest ono zlokalizowane, zaś na etapie piątym, ostatnim, staje się ono w pełni międzynarodowe. Hierarchię tę można więc uznać za bezpośrednio mało przydatną z punktu widzenia niniejszego opracowania.

Bodaj najcenniejszą obserwacją dokonaną przez Reeda (1981) jest natomiast wniosek, że rola międzynarodowych centrów finansowych nie ogranicza się do dostarczania produktów inwestycyjnych i płynności dla posiadaczy kapitału i funduszy dla odbiorców kapitału, lecz są one także centrami informacji i zarządzania, co czyni je kluczowymi elementami światowej gospodarki. Aby dobrze pełniły tę rolę konieczny jest wysokiej jakości system komunikacji i telekomunikacji, ale także jak najlepszy dostęp do usług, zwłaszcza księgowych, prawniczych i marketingowych, dla przedsiębiorstw.

Goldberg, Helsley i Levi (1988) wskazują, że rozwój międzynarodowych centrów finansowych jest napędzany po części przez te same czynniki, które decydują o rozwoju branży międzynarodowych usług finansowych. Czynniki te, obok poziomu rozwoju gospodarczego kraju, można zebrać w 3 grupy: dotyczące handlu międzynarodowego, międzynarodowego pośrednictwa finansowego i organizacji przemysłowej (regulacji). Tradycyjnie popyt na międzynarodowe usługi finansowe bezpośrednio był wiązany z handlem międzynarodowym i jego obsługą. Z kolei na rozwój pośrednictwa finansowego mają wpływ bezpośrednio inwestycje zagraniczne (banki wychodzą z działalnością za granicę w celu obsługi ekspansji swoich krajowych klientów), bilans płatniczy i wielkość zadłużenia państwa. Trzecia grupa czynników obejmuje poziom regulacji (np. maksymalne oprocentowanie, reżim kursu wymiany walut, wymogi dotyczące rezerw, ujawniania informacji o bilansie banków, opodatkowanie, w tym odsetek z depozytów). Goldberg, Helsley i Levi (1988) przeprowadzili badania empiryczne (dane obejmujące 42 kraje) weryfikujące względne znaczenie powyższych czterech grup czynników. Przyjmując za zmienną zależną wielkość sektora finansowego, mierzoną za pomocą dwóch miar: wielkości zagranicznych aktywów w posiadaniu krajowych banków i udziału sektora finansowego w zatrudnieniu w gospodarce, pokazali, że największy wpływ na rozwój międzynarodowych centrów finansowych ma PKB *per capita*, zaś w dalszej kolejności wartość importu (wpływ dodatni) i eksportu (wpływ ujemny) i miara raju podatkowego (wpływ dodatni). Dla odmiany w niedawnej analizie D. Farrell i S. Lund (2007) jako główny czynnik rozwoju nowych potęg finansowych wskazali długotrwałe dodatnie saldo obrotów handlowych z zagranicą prowadzące do nagromadzenia ogromnych rezerw walutowych.

Analizę źródeł rozwoju centrów finansowych na wyższy poziom przenieśli Johnson (1976) i Y. Fuchita (2007) wskazując, że różne cechy mogą umożliwić rozwój różnych typów centrów finansowych. Johnson (1976) wyróżnił tu międzynarodowe centrum finansowe i regionalne centrum finansowe, zaś Fuchita (2007) centrum oparte na potęgze gospodarczej kraju i zagraniczne centrum finansowe typu *offshore*.

Międzynarodowe centrum finansowe to w definicji Johnsona (1976) centrum wypełniające potrzeby finansowe obszaru wychodzącego poza granice kraju, w którym dane miasto jest ulokowane, i obejmujące cały świat lub znaczącą jego część (s. 261). Wskazuje on, że największe centra finansowe świata, czyli Londyn i Nowy Jork, „wyrósł z centrów krajowych dzięki popytowi na usługi finansowe ze strony ich rządów, mieszkańców i przedsiębiorstw, w miarę jak angażowali się w działalność gospodarczą na świecie lub w znaczącej jego części. Innymi słowy, główne międzynarodowe centra finansowe rozwinęły się w oparciu o silną bazę krajową (czyli m.in. dobrze zarządzane, ekspansywne przedsiębiorstwa) jako krajowe centra finansowe w dużych i silnych państwach, z naturalnym wsparciem rynkowym ze strony obywateli, którzy automatycznie zwracali się do swojego centrum finansowego po usługi finansowe potrzebne im w innych państwach, i dzięki przewadze w postaci bliskiej znajomości natury swoich klientów” (Johnson, 1976, s. 261).

Z kolei regionalne centra finansowe, jak Hongkong, Singapur czy Panama, czerpią swoje znaczenie głównie z kombinacji takich czynników, jak: bliskość geograficzna krajów, w których działają ich klienci, bezpieczeństwo i dogodność działalności spółek zależnych, oddziałów i przedstawicielstw banków zagranicznych, których siedziby główne znajdują się w międzynarodowych centrach finansowych. W przypadku centrów regionalnych wiodącej roli nie odgrywa pozyskiwanie klientów w innych krajach regionu dzięki rozmiarowi i sile swojego kraju, ani dzięki kompetencji ich własnych banków w międzynarodowym biznesie finansowym (Johnson, 1976). Innymi słowy, regionalne centra finansowe stanowią w gruncie rzeczy dogodne bazy do lokalizacji oddziałów zagranicznych instytucji finansowych, służące do obsługi części działalności owych globalnych instytucji, nie zaś samodzielne potęgi finansowe. Zasadnicza różnica między centrum międzynarodowym a regionalnym przebiega więc między przyciąganiem zagranicznych instytucji finansowych dzięki „krajowej potęgze finansowej” a przyciąganiem ich dzięki przewagom w zakresie lokalizacji i regulacji, sprzyjającym prowadzeniu stąd biznesu na sąsiedni region (Johnson, 1976).

Jak łatwo zauważyć, Johnson (1976) odnosił się do bankowych centrów finansowych. Fuchita (2007) w swojej pracy dokonał uwspółcześnienia analizy Johnsona do obecnych realiów z dominującą rolą rynków finansowych, przy pozostawieniu rozróżnienia dwóch głównych typów i oceny zasadniczych źródeł ich sukcesu. Jednakże jego wkład nie ograniczał się do tego, gdyż opracował też prosty schemat etapów czy poziomów rozwoju centrum finansowego, obejmujący następujące poziomy:

- 1) krajowi inwestorzy finansują emisje podmiotów krajowych;
- 2) zagraniczni inwestorzy finansują emisje podmiotów krajowych;
- 3) krajowi inwestorzy finansują emisje podmiotów zagranicznych;
- 4) zagraniczni inwestorzy finansują emisje podmiotów zagranicznych.

Warto zauważyć, że powyższe zestawienie w zamyśle jego autora ma mieć charakter jak najbardziej uniwersalny i pokazywać kolejność pojawiania się i wzrostu znaczenia poszczególnych typów transakcji. Jednakże, jak on sam zauważa, nie oznacza to, że na każdym kolejnym etapie rozwoju odpowiadające mu typy transakcji muszą dominować, a jedynie że ich rozwojem giełdy wyróżniają się na tle innych giełd, które nie osiągnęły danego poziomu. I tak, w centrum finansowym opartym na potęgze gospodarczej kraju większość dokonywanych transakcji ma charakter wewnętrzny (krajowi inwestorzy finansują emisje krajowych podmiotów), niezależnie od osiągniętego etapu rozwoju, natomiast w centrum finansowym typu offshore dominują transakcje typu czwartego (czyli zagraniczni inwestorzy finansują emisje podmiotów zagranicznych).

Na podstawie tego krótkiego opisu wyłania się pewna bardzo istotna różnica między rozumieniem centrum finansowego I typu, czyli międzynarodowego centrum finansowego w nomenklaturze Johnsona (1976) i centrum opartego na potęgze gospodarczej kraju w ujęciu Fuchity (2007). Otóż dla tego ostatniego stopień umiędzynarodowienia operacji ma znaczenie zdecydowanie drugorzędne, co wynika prawdopodobnie ze specyfiki Japonii, która była dla Fuchity modelem. Jeśli bowiem popatrzymy na centrum finansowe w Londynie i jego wyraźnie większą rolę w tworzeniu PKB Wielkiej Brytanii (około 10% PKB), a także na skalę dokonywanych transakcji dalece przekraczającą potrzeby krajowej gospodarki (weźmy rynek walutowy, na którym centrum w Londynie generuje ponad 1/3 światowych obrotów), uzyskujemy obraz centrum wyraźnie silniej umiędzynarodowionego i w którym transakcje typu 2, 3, a zwłaszcza 4 mają nieporównywalnie większe znaczenie dla jego pozycji w świecie. Oznacza to, że centrum finansowego opartego na potęgze gospodarczej kraju w ujęciu Fuchity nie można utożsamiać z międzynarodowym centrum finansowym w rozumieniu Johnsona. Jakkolwiek Fuchita wskazuje, że jedną z głównych przyczyn wykształcenia się centrum finansowego w Londynie było wieloletnie doświadczenie tamtejszych instytucji zarządzania aktywami, które było możliwe dzięki akumulacji aktywów finansowych od czasów Imperium Brytyjskiego, wyraźne różnice w znaczeniu operacji między zagranicznymi instytucjami przeprowadzanymi na rynku w Tokio i Londynie nie są dla niego kluczowe¹.

Pomimo tych różnic prace obu autorów są niezwykle istotne, gdyż po pierwsze zwracają uwagę na to, że różne cechy gospodarek umożliwiają ośrodkom rozwój branży finansowej (a także predysponują je do tego), a po drugie wskazują dwa

¹ Na odmienny charakter Tokio wśród największych centrów finansowych świata zwraca uwagę wielu innych badaczy, np. J.P. Poon (2003).

„typy idealne” (w rozumieniu Maxa Webera) centrów finansowych w skali ponadnarodowej.

Dokonując syntezy przedstawionych powyżej rozważań wyróżnić można 3 typy centrów finansowych: krajowe centra finansowe, globalne centra finansowe (ujmując łącznie centra międzynarodowe w ujęciu Johnsona (1976) i centra oparte na potędze gospodarczej kraju w rozumieniu Fuchity (2007)), a także finansowe centra finansowe typu offshore (zwane przez Johnsona regionalnymi).

Obserwacja zmian i trendów na finansowej mapie świata wskazuje na zasadność wyróżnienia jeszcze jednego, czwartego typu centrum finansowego. Jest nim typ hybrydowy, łączący w sobie elementy centrum międzynarodowego i centrum typu offshore. Centra takie wyrastają na dynamicznie rozwijających się rynkach wschodzących, opierając się na rosnącej sile gospodarczej kraju z jednej strony oraz na specyfice i odrębności gospodarczej i kulturowej regionu – z drugiej. Centra takie powstają zwykle w największych gospodarkach regionów, chyba że czynniki polityczne, regulacyjne i/lub społeczno-kulturowe przeważą szalę na rzecz ośrodka znajdującego się w mniejszej, ale bardziej otwartej gospodarce. Można stwierdzić, że w pierwszym przypadku takiemu centrum jest bliżej do centrum międzynarodowego, w drugim – do centrum typu offshore. Ze względu na ich regionalny zakres i charakter w dalszej części pracy to właśnie one będą określane mianem regionalnych centrów finansowych, zaś dla zagranicznych centrów typu offshore (nazywanych jednakże przez Johnsona (1976) centrami regionalnymi) zarezerwowany będzie wyłącznie termin „centra finansowe typu offshore”.

Przykładami tak zdefiniowanych centrów regionalnych są: Sztambuł, Moskwa, w rosnącym stopniu też Dubaj (ten ostatni nie stanowiąc największej gospodarki regionu). Należy wyraźnie podkreślić, że takie centra są nie tylko największymi ośrodkami finansowymi w regionie, ale osiągają „klasę regionalną” – konkurują nie tyle z innymi ośrodkami w regionie, co wchodzi na wyższy poziom hierarchii, a tym samym w rywalizację z reprezentantami innych regionów. Innymi słowy, stanowią faktyczny punkt ciężkości dla operacji finansowych regionu, czyli konkurencję o dominację we własnym regionie już wygrały i dominującą pozycję mają zapewnioną, zaś obecnie konkurują o pozycję na mapie centrów finansowych świata. W takiej konkurencji reprezentują własny region, opierając się na sile jego gospodarek; od tej siły w ogromnym stopniu zależeć będzie ich pozycja. Wypowiedzi prezesa GPW o porównywaniu się z Moskwą i Sztambułem² jednoznacznie wskazują, że to właśnie do zdobycia pozycji tak rozumianego regionalnego centrum finansowego aspiruje Warszawa.

Podsumowując, przeprowadzona analiza, pomimo istniejących problemów terminologicznych, pozwoliła na rozróżnienie czterech typów centrów finansowych:

² Na przykład: „Patrzymy teraz na giełdę w Moskwie i Sztambule. Giełdy w Wiedniu, Pradze czy Budapeszcie to nie są rynki, które absorbują uwagę globalnego kapitału”. („Akcje dały zarobić giełdzie. Zysk GPW 40 proc. w górę”, dostępne na: <http://wyborcza.biz/Gieldy/2029020,114507,11333272.html> – data dostępu: 14.03.2012).

- 1) krajowe centra finansowe;
- 2) centra finansowe typu offshore;
- 3) regionalne centra finansowe;
- 4) globalne/międzynarodowe centra finansowe.

WARSZAWA NA MAPIE CENTRÓW FINANSOWYCH

Pomimo wspomnianych trudności, związanych z określeniem miar sukcesu świadczących o rozwoju centrów finansowych, prowadzone są pewne statystyki i badania pozwalające na tworzenie rankingów owych centrów i obserwowanie zachodzących zmian. W tej części pracy w pierwszej kolejności zaprezentowane zostaną najbardziej podstawowe statystyki obrazujące pozycję Giełdy Papierów Wartościowych w Europie, przygotowane przez Europejską Federację Giełd (FESE). Następnie przedstawione zostanie miejsce Warszawy w rankingu centrów finansowych świata The Global Financial Centres Index. W końcu zaś zostanie zarysowana hierarchia centrów finansowych, opracowana w jednej z bardzo nielicznych prac naukowych z tego obszaru (Poon, 2003) i pokazane zostanie miejsce Warszawy w owej hierarchii.

Najbardziej popularnymi miarami rozwoju giełd papierów wartościowych są kapitalizacja i liczba notowanych spółek. Według zestawienia Europejskiej Federacji Giełd, na koniec 2011 r. na GPW notowanych było 757 spółek (tab. 1), przy czym należy podkreślić, że liczba ta obejmuje zarówno parkiet podstawowy, jak i rynek nieregulowany NewConnect. Według danych GPW, na dzień 31 grudnia 2011 na rynku głównym było notowanych 426 spółek, w tym 387 krajowych i 39 zagranicznych.

Zestawienie liczby notowanych spółek z kapitalizacją (rys. 1) pokazuje, że GPW jest giełdą małych spółek. Warszawski parkiet z kapitalizacją 107 mld euro zajął na koniec 2011 r. 11. miejsce w Europie, ustępując m.in. grupie wiedeńskiej (114 mld euro, miejsce 10.), parkietowi w Stambule (152 mld euro, miejsce 9.), Oslo (170 mld euro, pozycja 8.) i połączonym giełdom moskiewskim (620 mld euro, pozycja 7.).

Bardzo szybki przyrost liczby notowanych spółek (tab. 2), nieprzekładający się na proporcjonalny przyrost kapitalizacji, jest efektem silnego zdominowania rynku debiutów (Initial Public Offering – IPO) przez nieregulowany rynek małych spółek NewConnect.

Na samym rynku głównym GPW od 2004 r., z wyjątkiem dwóch lat, utrzymuje się zbliżona dynamika debiutów 33–38 (rys. 2). Na tle giełd europejskich uzyskiwane tu wyniki wyglądają bardzo dobrze, a należy podkreślić, że to rozwój rynku głównego GPW zadecyduje o jej pozycji na mapie rynków finansowych Europy, rynek NewConnect może tu pełnić funkcję jedynie pomocniczą.

**Tabela 1. Liczba spółek notowanych
na wybranych parkietach europejskich na koniec 2011 r.**

Giełda	Spółki krajowe	Spółki zagraniczne	Łącznie
Athens Exchange	269	3	272
BME (Spanish Exchanges)	3 241	35	3 276
Bratislava Stock Exchange	147	0	147
Bucharest Stock Exchange	77	2	79
Bulgarian Stock Exchange	393	0	393
CEESEG - Budapest	52	2	54
CEESEG - Ljubljana	66	0	66
CEESEG - Prague	15	11	26
CEESEG - Vienna	88	17	105
Cyprus Stock Exchange	106	0	106
Deutsche Börse	670	76	746
Irish Stock Exchange	48	7	55
Istanbul Stock Exchange	263	1	264
Luxembourg Stock Exchange	27	271	298
Malta Stock Exchange	21	0	21
NASDAQ OMX Nordic	743	30	773
NYSE Euronext	969	143	1 112
Oslo Børs	194	44	238
SIX Swiss Exchange	246	34	280
Warsaw Stock Exchange	757	20	777
RAZEM	8 392	696	9 088

Uwaga: zestawienie obejmuje jedynie giełdy będące członkami FESE (nie obejmuje m.in. największej europejskiej giełdy w Londynie, a także giełdy moskiewskiej).

Źródło: FESE.

Podsumowując powyższe zestawienia można stwierdzić, że GPW jest w skali europejskiej nadal małą (pod względem kapitalizacji) giełdą małych spółek. Liczne debiuty, jakie miały miejsce w ostatnich latach, pozwoliły jej awansować

Tabela 2. Liczba debiutów w 2011 r. na wybranych rynkach europejskich

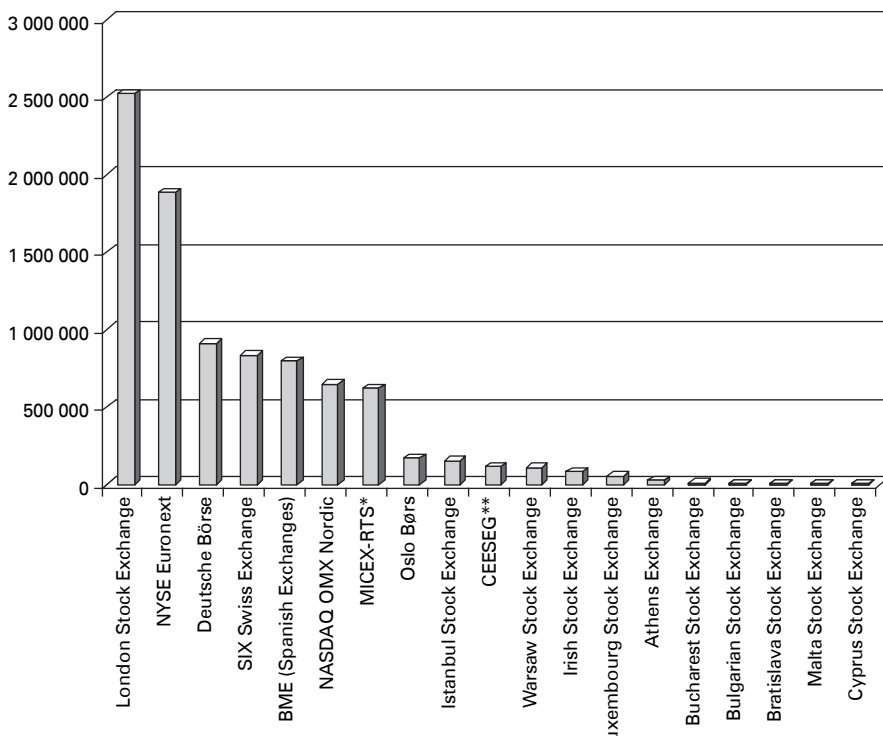
Giełda	Debiuty krajowe	Debiuty zagraniczne	Debiuty łącznie
Athens Exchange	0	0	0
BME (Spanish Exchanges)	4	0	4
Bratislava Stock Exchange	0	0	0
Bucharest Stock Exchange	0	0	0
Bulgarian Stock Exchange	0	0	0
CEESEG – Budapest	0	0	0
CEESEG – Ljubljana	0	0	0
CEESEG – Prague	0	0	0
CEESEG – Vienna	1	0	1
Cyprus Stock Exchange	0	0	0
Deutsche Börse	17	12	29
Irish Stock Exchange	2	0	2
Istanbul Stock Exchange	6	0	6
Luxembourg Stock Exchange	2	19	21
Malta Stock Exchange	0	0	0
NASDAQ OMX Nordic	21	2	23
NYSE Euronext	18	3	21
Oslo Børs	6	1	7
SIX Swiss Exchange	0	0	0
Warsaw Stock Exchange	198	6	204
RAZEM	275	43	318

Uwaga: zestawienie obejmuje jedynie giełdy będące członkami FESE (nie obejmuje m.in. największej europejskiej giełdy w Londynie, a także giełdy moskiewskiej).

Źródło: FESE.

w rankingu kapitalizacji, średniej wielkości giełdy kontynentu pozostają jednak nadal daleko poza jej zasięgiem (por. rys. 1).

Miar kapitalizacji i liczby notowanych spółek nie należy oczywiście traktować jako dających pełen obraz pozycji danego ośrodka finansowego. Problemem jest jednak wspomniany już brak powszechnie przyjętych kryteriów i wielość możli-

Rysunek 1. Kapitalizacja giełd europejskich na koniec 2011 r. (w mln euro)

* MICEX-RTS to połączone w grudniu 2011 r. giełdy moskiewskie; ** CEE SEG – Central Eastern Europe Stock Exchange Group, czyli grupa wiedeńska (Wiedeń, Budapeszt, Praga, Lublana).

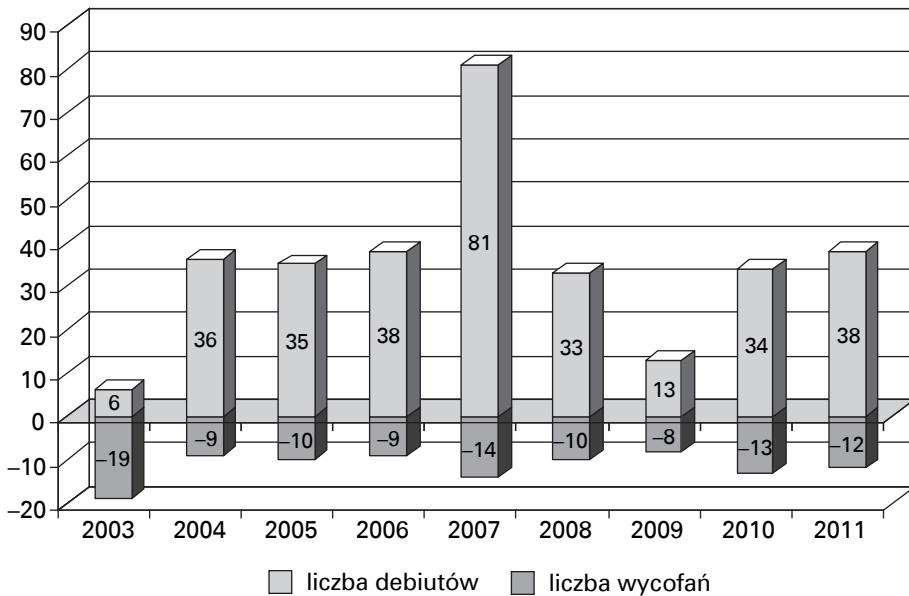
Uwaga: pokazana kapitalizacja grup NYSE Euronext i NASDAQ OMX dotyczy wyłącznie ich części europejskich.

Źródło: FESE, WFE, obliczenia własne.

wych do wykorzystania mierników powodująca, że różne metodologie oceny dać mogą znacząco różniące się rezultaty. Poniżej zarysowano mapy centrów finansowych, opracowane przez Long Finance's Financial Centre Futures na podstawie ankiet (tab. 3), a następnie przez naukowca (Poon, 2003), korzystającego z metodologii analizy klastrów.

Ranking The Global Financial Centres Index to jeden z bardzo nielicznych rankingów centrów finansowych świata. Należy podkreślić, że powstaje on w oparciu nie tylko o twarde dane, ale również o subiektywne odczucia ankietowanych przedstawicieli świata finansów. Oceny dotyczą m.in. następujących grup mierników (od najważniejszych): dostępności wykształconej siły roboczej, otoczenia regulacyjnego, dostępu do międzynarodowych rynków finansowych, jakości infrastruktury finansowej, wielkości rynku, otwartości rządu na problemy biznesu,

Rysunek 2. Liczba debiutów i wycofań na rynku głównym GPW w latach 2003–2011



Źródło: GPW (http://www.gpw.pl/analizy_i_statystyki_pelna_wersja)

opodatkowania, kosztów operacyjnych, ale też jakości życia, kultury i języka, PIT, przy czym w każdej grupie znajduje się wiele mierników, w sumie 62. Zdaniem ekspertów, pozycję Polski obniżają m.in. utrudnienia w prowadzeniu biznesu w naszym kraju, a także niska sprawność działalności urzędów. Dodatkowo mankamentem jest niska głębokość krajowego rynku finansowego, mierzona wskaźnikami kapitalizacji giełdy do PKB, wartości kredytów do PKB czy obrotów giełdowych do PKB. Z kolei atutem Warszawy jest wielkość gospodarki i położenie geopolityczne. Wielkość gospodarki przekłada się m.in. na bezwzględną wartość obrotów na GPW, czyniąc z niej największy rynek w Europie Środkowej.

Na uwagę zasługuje to, że przy wykorzystaniu przyjętych kryteriów zarówno niewielki Wiedeń, jak i Praga znajdują się w rankingu wysoko przed Warszawą (podobnie jak w 2009 r. – odpowiednio 43. i 62. miejsce wobec 67. pozycji Warszawy), zaś niemal sześciokrotnie większa (mierząc kapitalizacją giełdy) Moskwa w 2011 r. znalazła się za Warszawą (podobnie jak w 2009 r.).

Jedną z nielicznych prac naukowych dotyczących pozycji centrów finansowych świata jest hierarchia centrów finansowych opracowana przez J.P. Poon (2003). Na podstawie dostępnych danych autorka zaproponowała 5 kryteriów określających miejsce danego ośrodka na mapie rynków kapitałowych świata: kapitalizacja rynkowa, wartość obrotów akcjami, wolumen obrotu, liczba notowanych spółek (krajowych i zagranicznych) i stopa dywidendy. Analiza dyskryminacyjna pokazała, że zmienne kapitalizacja rynkowa i wartość obrotów akcjami wyjaśniały ponad 95% całkowitego zróżnicowania i na ich podstawie został opracowany ranking.

Tabela 3. Ranking centrów finansowych świata – The Global Financial Centres Index 2010 i 2011 (pierwsza 10-ka i wybrane miasta europejskie)

Miejsce w rankingu	2010	Miejsce w rankingu	2011
1	Londyn	1	Londyn
2	Nowy Jork	2	Nowy Jork
3	Hongkong	3	Hongkong
4	Singapur	4	Singapur
5	Shenzhen	5	Szanghaj
6	Zurych	6	Tokio
7	Tokio	7	Chicago
8	Chicago	8	Zurych
9	Genewa	9	San Francisco
10	Szanghaj	10	Toronto
46	Wiedeń	37	Oslo
65	Praga	42	Wiedeń
67	Moskwa	51	Praga
69	Warszawa	56	Warszawa
72	Stambuł	61	Moskwa
74	Budapeszt	62	Stambuł
		73	Budapeszt

Źródło: <http://zyen.com/PDF/GFCI%2010.pdf>

Bodaj najważniejszą obserwacją dokonaną przez Jessie P. Poon (2003) jest pogłębianie się hierarchii rynków finansowych. Metodologia analizy klastrów pozwoliła tej autorce wyróżnić w 1980 r. jedynie 3 poziomy owych centrów, w roku 1990 już 4 rzędy, zaś w 1998 r. aż 7. Wynik ten jest bardzo ważny z tego względu, że sugeruje pogłębienie przestrzennego podziału pracy na światowym rynku finansowym.

Na szczycie tak opracowanej hierarchii (za 1998 rok) znalazły się Londyn i Nowy Jork, tuż pod nimi Tokio i Frankfurt. Wzmocnieniu uległa szczególnie pozycja Londynu (co odzwierciedla jego dominację w Europie w zakresie międzynarodowych emisji obligacji i handlu walutami) oraz Frankfurtu, który umocnił swoją pozycję w Europie kontynentalnej. W środku rankingu znajdują się ważne centra regionalne – trzeci poziom zestawienia stanowią Paryż, Mediolan,

Amsterdam, Zurych, Luksemburg, Toronto, Sydney, Taipei, zaś czwarty – Hongkong, Singapur i Seul (Poon nazywa je „światowymi centrami regionalnymi”, s. 145). Warto tu zwrócić uwagę na brak w zestawieniu takowego centrum w regionie Europy Środkowej.

Zestawienie za rok 1998 po raz pierwszy uwzględnia Warszawę, co pozwala określić jej pozycję wśród innych rynków finansowych, uważanych potocznie za głównych konkurentów w regionie, a tym samym w pewnym stopniu naukowo zweryfikować owe potoczne wyobrażenia. W przedstawionym zestawieniu Warszawa znajduje się na 6. poziomie hierarchii, do którego z krajów europejskich zaliczały się także Kopenhaga, Helsinki, Oslo, Sztambuł i, co być może najważniejsze, Budapeszt. Warto podkreślić, że ośrodek finansowy, zwykle traktowany jako nasz największy rywal w regionie, czyli Wiedeń, już w 1998 r. został zakwalifikowany na poziom niższy niż Warszawa wraz z takimi ośrodkami jak np. Ateny, Lizbona czy Praga. O poziom nad nami (na 5. poziomie) znalazły się natomiast takie centra europejskie jak Bruksela, Madryt i Sztokholm.

Do zaprezentowanych wyników należy oczywiście podchodzić z dystansem z tego powodu, że analiza klastrów jest tylko jedną z możliwych metodologii, a co ważniejsze, przeprowadzona w pierwszej części pracy analiza rodzi poważne wątpliwości, na ile przyjęte dwie zmienne faktycznie nadają się do analizy klastrów finansowych. Przykładowo G. Bekaert, C. Harley, C. Lundblad i S. Siegel (2010), analizując wskaźniki wycen, odnotowali zmniejszanie czy spłykanie się segmentacji rynków kapitałowych w skali świata³, czyli efekt odwrotny niż w badaniach Poon (2003). Warto więc powtórzyć, że nie ma jednej uniwersalnej miary określającej rozwój czy pozycję danego rynku. Co także ważne, od roku 1998, kiedy kończy się analiza Poon, rynek giełd w Europie uległ całkowitemu przeobrażeniu, będącemu tematem kolejnej części pracy.

SILY I DYNAMIKA KONKURENCYJNA BRANŻY OPERATORÓW GIEŁD W EUROPIE

Najważniejsze procesy kształtujące w ostatnich latach obraz areny konkurencyjnej na rynku operatorów giełd w Europie to (1) koncentracja i (2) rozwój alternatywnych platform obrotu (MTF – Multilateral Trading Facility i dark pools).

Pierwsza wyraźna fala konsolidacji operatorów giełd na rynkach europejskich miała miejsce w okresie 1998–2001. W 1998 r. giełdy w Sztokholmie i Kopenhadze utworzyły alians Norex. W 2000 r. w wyniku połączenia giełd w Paryżu, Brukseli i Amsterdamie powstała pierwsza paneuropejska giełda Euronext, która w kolejnym roku nabyła udziały w londyńskim rynku derywatów LIFFE (London International Financial Futures and Options Exchange). W 2001 r. giełda w Helsinkach (HEX) przejęła parkiety w Tallinie, a następnie (w 2002 r.)

³ O jej skali dla poszczególnych rynków decydowała w największym stopniu otwartość na inwestorów zagranicznych.

w Rydze. W roku 2000 giełda wiedeńska wraz z giełdą we Frankfurcie powołały do życia giełdę Newex dla spółek z Europy Środkowej i Wschodniej.

W 2002 r. do grupy Euronext dołączyła giełda portugalska BVLP, przemianowana następnie na Euronext Lisbon, operator giełdy w Sztokholmie po nieudanej próbie przejścia parkietu londyńskiego w 2003 r. połączył się z giełdą helsińską, tworząc grupę OMHEX (od 2004 funkcjonującą pod nazwą OMX). W 2004 r. Wiener Boerse przejęła kontrolny pakiet akcji w Budapeszcie, a następnie w Pradze (2008 r.) i Lublanie (także 2008 r.). W 2004 r. grupa OMX przejęła giełdę w Wilnie, w 2005 r. w Kopenhadze, a w 2006 r. giełdę w Islandii. W 2006 roku nastąpiło dalsze wzmocnienie grupy dzięki przejęciu 10% udziałów w operatorze giełdy w Oslo, natomiast rok kolejny przyniósł zakup giełdy w Erewaniu (Armenia). Również w 2007 r. grupa Euronext połączyła się z grupą NYSE, tworząc grupę NYSE Euronext, zaś parkiet londyński LSE przejął giełdę w Mediolanie (Borsa Italiana). W 2008 r. grupa OMX połączyła się z amerykańskim rynkiem NASDAQ, tworząc grupę NASDAQ OMX Group.

Warszawska giełda próbowała włączyć się w proces konsolidacji branży jako podmiot przejmujący (chciała przejąć m.in. parkiety w Pradze i Wilnie), jednak nie odniosła na tym polu sukcesów (udało się zakupić jedynie pakiet akcji marginesowej giełdy ukraińskiej – główny parkiet ukraiński przejęła największa giełda rosyjska MTS).

We wrześniu 2011 r. w wyniku połączenia dwóch najważniejszych giełd rosyjskich MTS i MMWB powstała giełda będąca zdecydowanym liderem w Europie Środkowej i Wschodniej. Pod względem obrotów na rynku akcji w 2011 r. parkiet ten wszedł do grona 20 największych giełd świata. Dzienny wolumen obrotu na rynku akcji i obligacji wyniósł 1,05 mld dol.; w transakcjach przyspieszonych – 1,9 mld dol., walutowo-pieniężnych – 7,1 mld dol.; a towarowych – 259 mld dol. (dane za 2011 r.). Łączna kapitalizacja akcji w obrocie wyniosła na koniec roku 2011 około 800 mld dol.

Zwieńczeniem procesu konsolidacji giełd w Europie mogło być połączenie Deutsche Boerse z grupą NYSE Euronext. W lutym 2011 pierwsza z nich złożyła wartą wówczas 9,5 mld dolarów ofertę kupna NYSE Euronext. Gdyby doszło do połączenia, w rękach jednej firmy znalazłyby się dwie największe giełdy strefy euro – we Frankfurcie i w Paryżu, kontrolujące ok. 30% handlu akcjami i 90% derywatami tej strefy. Fuzję tych dwóch gigantów zablokowała jednak Komisja Europejska, która uznała, że transakcja ta zaszkodziłaby konkurencji na rynku.

Na proces koncentracji tradycyjnych giełd w Unii Europejskiej nałożyło się pojawienie się nowych konkurentów. Branżę giełdową w Europie całkowicie przedefiniowała unijna dyrektywa Markets in Financial Instruments Directive (MiFID), która złamała dotychczasowy monopol tradycyjnych giełd. Warto na wstępie zauważyć, że faktycznie już wcześniej giełdy konkurowały z bankami inwestycyjnymi o zyski z tytułu tworzenia i obsługi aktywów czy zasobów inwestycyjnych. Jednakże giełdy i banki inwestycyjne zasadniczo pokrywały inne segmenty rynku i/lub etapy łańcucha wartości. Banki te w poprzedniej dekadzie intensywnie rozwijały się, łącząc się i globalizując. Ich siła finansowa i wpływy

polityczne wzrosły do tego stopnia, że stały się ikonami globalizacji. I to właśnie one najwięcej zyskały na nowych unijnych regulacjach.

Dyrektywa MiFID umożliwiła powstawanie tzw. alternatywnych platform obrotu (Multilateral Trading Facility – MTF). Jedną z pierwszych (powołana jeszcze w 2006 r. i uruchomiona w 2008 r.) i największych paneuropejskich MTF-ów jest powołana do życia przez konsorcjum siedmiu banków inwestycyjnych platforma Turquoise (TQ). Pod koniec września 2007 r. udziałowcami konsorcjum było już 26 firm (w tym kolejnych pięć banków). Natomiast pierwszą (marzec 2007) i największą platformą typu MTF w Europie był Chi-X Europe Ltd., spółka-córka organizacji amerykańskiej (liberalizacja rynku Stanów Zjednoczonych rozpoczęła się już w latach 90. XX wieku i była bardziej zaawansowana niż w Europie). Podobny rodowód ma platforma BATS European Markets, spółka-córka BATS Trading – największej alternatywnej platformy obrotu w USA, powstałej już w 2000 roku.

Wprowadzone dyrektywą MiFID złamanie monopolu giełd można uznać za bezpośrednią konsekwencję głębokich zmian zachodzących wewnątrz branży operatorów giełd. Historycznie rzecz biorąc, giełdy stanowiły instytucje użyteczności publicznej, wspierając rozwój przedsiębiorstw i wzrost gospodarczy. Zmiany formy prawnej i zasadnicze przekształcenia własnościowe (dziś powszechne jest notowanie papierów poszczególnych giełd na ich własnych parkietach) jednak uczyniły z nich zwyczajne przedsiębiorstwa zorientowane na zysk. Tym samym znikło uzasadnienie dla utrzymywania ich ochrony.

MiFID zakłada równoległe istnienie na rynku obrotu papierami wartościowymi trzech kategorii instytucji:

- rynku regulowanego reprezentowanego przez tradycyjne giełdy,
- rynku alternatywnego (MTF-y),
- rynku tzw. Systematic Internalisers, czyli firm inwestycyjnych prowadzących na własny rachunek, lecz na zlecenie klienta zorganizowaną i systematyczną działalność w sferze obrotu papierami wartościowymi poza rynkiem regulowanym i MTF-ami.

Główne zalety MTF-ów dla klientów to niższe koszty (niższe opłaty dla operatorów), szybszy czas realizacji zleceń (mniejsze opóźnienie), dłuższy czas handlu (24 godziny na dobę), a także anonimowość. Sumarycznie rzecz biorąc, ich przewaga konkurencyjna nad tradycyjnymi giełdami polega w głównej mierze na poprawie płynności środków klientów.

Obok opisanej powyżej konsolidacji branży tradycyjnych giełd, będącej najbardziej widocznym przejawem walki o zachowanie pozycji rynkowej, niektórzy operatorzy postanowili sami wejść w obszar MTF-ów. Przykładowo, NASDAQ OMX powołał własną platformę pod nazwą NASDAQ OMX Europe (lub zamiennie Neuro MTF), NYSE Euronext jest właścicielem platformy NYSE Acra Europe, zaś większościowy pakiet akcji platformy Turquoise przejął (w lutym 2010 r.) parkiet londyński LSE (London Stock Exchange), łącząc ją z własną

platformą Baikal (typu dark pool). Trzecią linią obrony były wysokie inwestycje w technologie (elektroniczne systemy operacyjne).

Obecnie dzięki wykorzystaniu najnowocześniejszych rozwiązań software'owych najwyższą prędkość zawierania transakcji w Europie oferuje platforma TQ⁴. Nowoczesne systemy transakcyjne, opracowywane dla tradycyjnych giełd przez specjalistyczne firmy software'owe, stanowią dziś jedną z głównych osi konkurencji i centralny element zawieranych sojuszy (przykładowo GPW zakupiła i obecnie wdraża system transakcyjny od NYSE, co stanowi najważniejszą, o ile nie jedyną, płaszczyznę „partnerstwa”, zaś parkiet wiedeński podobnie zakupił dla swojej grupy CEESEG system transakcyjny od giełdy we Frankfurcie). Centralne znaczenie technologii wynika z ogromnej i wciąż rosnącej popularności algorytmicznych systemów transakcyjnych typu high-frequency (HFT – High Frequency Trading), możliwej dzięki mającej miejsce rewolucji technologicznej w zakresie tempa zawierania transakcji. Według szefa firmy technologicznej Corvil, dostarczającej rozwiązania do tradingu, tempo zawierania transakcji wzrosło w okresie 2007–2011 aż 500 000 razy (Grant, 2011). I tak, według danych firmy doradczej Aite, w 2006 r. na handel algorytmiczny przypadało około 33% wolumenu obrotów akcjami w USA, w roku 2010 odsetek ten wzrósł do około 50%. Szacuje się, że w roku 2011 udział tego typu transakcji na rynku amerykańskim mógł sięgnąć już 70% (Grant, 2011).

Udziały rynkowe MTF-ów szybko rosły. Według agencji Thomson Reuters, handel akcjami europejskich spółek, dokonujący się poza tradycyjnymi giełdami, już w 2010 r. wynosił około 35%. Warto przypomnieć, że MTF-y tę pozycję w Europie zdobyły w 2 lata od powstania. Od zagrożenia ze strony platform pozagiełdowych nie są też wolne parkiety Europy Środkowej. Waschsberger (2008) cytuje Marka Hemsleya, prezesa BATS European Markets, który powiedział: „Z całą pewnością zainteresujemy się spółkami z Europy Środkowej i Wschodniej. Widzimy tam wiele możliwości i jak tylko zbudujemy silną pozycję w Europie Zachodniej, uwagę skierujemy także na Warszawę, Pragę i Budapeszt”. Z kolei szef największego wówczas MTF-u, Chi-X, pod koniec 2009 r. wykluczał szybkie zainteresowanie polskim rynkiem. Zaznaczał, że czeka, aż wśród polskich funduszy pojawi się chęć wybierania tańszych platform (Krasuski, 2011). Zainteresowanie zachodnich MTF-ów polskim rynkiem zaczęło już przechodzić z etapu deklaracji do działań. Z danych agencji Thomson Reuters wynika, że w 2010 r. poza warszawską giełdą odbyło się około 20% handlu akcjami polskich spółek. W ostatnich kilku miesiącach 2011 r. udział platform pozagiełdowych w handlu polskimi spółkami znacząco wzrósł. Według szacunków tej agencji, w sierpniu, kiedy GPW cieszyła się z rekordu wszech czasów, jeżeli chodzi o skalę handlu, odsetek ten przekraczał 24%, we wrześniu sięgał rekordowych 34%,

⁴ Na koniec sierpnia 2011 r. opóźnienie na Turquoise wynosiło przeciętnie 97 mikrosekund dla 99,9% transakcji. Dla porównania, LSE w lutym 2011 r. zainstalowała system (opracowany przez firmę technologiczną, którą kupiła 2 lata wcześniej) pozwalający na zawieranie transakcji z opóźnieniem 125 mikrosekund, nieznacznie bijąc pod tym względem Nasdaq OMX, NYSE i BATS Europe (Grant, 2011).

a w październiku 2011 było to ponad 29% (Krasuski, 2011). Według tych danych, za pierwszych 10 miesięcy 2011 r. największy udział w obrotach polskich spółek (po GPW) miała platforma BOAT Markit (15,37%), rejestrująca transakcje między bankami inwestycyjnymi (nie jest to więc typowa platforma MTF), daleko przed LSE Group (2,56%).

Jednocześnie ze wzrostem udziałów rynkowych segmentu MTF-ów postępuje tu także koncentracja obrotu i konsolidacja. Przykładowo udziały Turquoise tylko w 2011 r. wzrosły z 3% do 6%. Na platformie tej notowane jest obecnie około 2000 papierów z 19 krajów. Największym sukcesem pochwalić się może platforma Chi-X, która samodzielnie zdobyła 20% udziału w europejskim rynku obrotu akcjami. Przeciwnego przykładu dostarcza platforma Neuro MTF, powołana przez NASDAQ OMX, która ze względu na brak perspektyw rozwoju (zdobyła jedynie 2% rynku MTF-ów, co stanowiło niecałe 0,8% rynku europejskiego) i przynoszenia satysfakcjonujących zysków została przez właścicieli zamknięta w maju 2010 r., po półtora roku funkcjonowania. Jednocześnie grupa NASDAQ OMX bezskutecznie usiłowała przejąć platformę Chi-X. Przykład porażki Neuro pokazuje nasilenie konkurencji na europejskim rynku MTF-ów. Z nasileniem konkurencji wiąże się wspomniana już konsolidacja. W lutym 2011 r. BATS Global Markets dokonała przejścia Chi-X (zamknięcie transakcji nastąpiło w grudniu 2011), tworząc największą platformę typu MTF w Europie. Powstała w wyniku połączenia BATS Chi-X Europe deklaruje zdobycie w grudniu 2011 r. 25,4% europejskiego rynku akcji. W odniesieniu do handlu największymi spółkami notowanymi w Londynie (FTSE 100) platforma ta w listopadzie zdobyła 40% handlu (Stafford, 2011).

W rezultacie zachodzących zmian, osiem największych operatorów kontroluje już niemal 95% handlu akcjami w Unii Europejskiej (licząc łącznie ze Szwajcarią). Największym z nich jest (dane na koniec 2011 r.) BATS Chi-X Europe (ok. 25% obrotów), następnie grupa LSE (niemal 20%), NYSE Euronext (ok. 15%), Deutsche Boerse (12%), NASDAQ OMX (niecałe 7%), SIX Swiss Exchange (niemal 6%), Turquoise i Bolsa de Madrid (po ok. 5%).

UWARUNKOWANIA STRATEGICZNE W EUROPIE ŚRODKOWEJ

Odniesienie do kontekstu omówionych powyżej procesów zachodzących w Europie, czyli konsolidacji tradycyjnych giełd i dynamicznego rozwoju MTF-ów stanowi punkt wyjścia do analizy szans i perspektyw GPW. Aktywne włączenie się w proces konsolidacji europejskich rynków kapitałowych już kilka lat temu wskazywano jako jedyną logiczną drogę rozwoju GPW. Gdy Polska wstępowała do Unii Europejskiej (2004 r.), eksperci Boston Consulting Group twierdzili, że to „ostatni dzwonek”, by aktywnie uczestniczyć w przekształcaniach europejskiego rynku i „zapewnić GPW (...) właściwe miejsce na europejskiej arenie”, co rozumiano jako utrzymanie pozycji „wiodącej giełdy” regionu Europy Środkowej (Maciejko, Smolarek, 2004, s. 22).

W tamtym czasie (2004 r.) jako główną przyczynę niezadowolającej dynamiki rozwoju rynku kapitałowego (co uważano za najważniejszy problem) wskazywano opieszałość kolejnych rządów w kwestii prywatyzacji GPW i brak jej koncepcji. Krzysztof Lis, ówczesny członek Rady Giełdy (rady nadzorczej GPW) i prezes Polskiego Instytutu Dyrektorów, w powszechnej wówczas opinii wskazywał, że „najlepszy czas na prywatyzację warszawskiej giełdy zmarnowano” (Jedliński, 2004, s. 25). W roku 2010, kiedy przeprowadzono prywatyzację, równie powszechna była opinia, że niechęć kolejnych rządów do prywatyzowania GPW oszczędziła nam błędów, jakie popełnili Węgrzy i Czesi (np. Solska, 2010). Jak dziś wiemy, pozycję wyraźnego lidera wśród giełd regionu Europy Środkowej udało się zbudować – mimo państwowego statusu GPW (a może po części właśnie dzięki niemu?). Na początku lat 90., gdy uruchamiano GPW (1990 r.), ambicje, by stać się centrum finansowym Europy Środkowej miał Budapeszt, w mniejszym stopniu też Praga. Dziś obie te giełdy GPW bije na głowę; według statystyk FESE, na koniec 2011 r. na parkiecie budapeszteńskim były notowane 52 spółki krajowe (i 2 zagraniczne), zaś na praskim zaledwie 15 (plus 11 zagranicznych), podczas gdy na obu rynkach GPW – 757. Przepaść dzieli te giełdy także pod względem kapitalizacji. Według danych FESE, na koniec 2011 r. kapitalizacja Pragi wyniosła 29,2 mld euro, Budapesztu 14,6 mld euro, zaś Warszawy 107,5 mld euro.

Gdy uruchamiano GPW zakładano, że do prywatyzacji dojdzie po 2–3 latach z udziałem uczestników rynku, jak biura maklerskie, czyli zgodnie z dominującym wówczas modelem mutualizacji. Gdyby do tego doszło, najprawdopodobniej GPW podzieliłaby los giełd w Pradze i Budapeszcie, czyli zostałaby przejęta przez parkiet wiedeński. Parkiety w Pradze i Budapeszcie od początku istnienia wpisywały się w ten standard, czyli były własnością instytucji finansowych (i innych). Żadna z nich nie miała kontroli (akcjonariat był rozproszony) ani wizji rozwoju, dlatego też były skłonne do sprzedaży akcji z zyskiem. Początkowo od rozproszonych krajowych udziałowców akcji skupowały wielkie banki zagraniczne, od tych zaś następnie przejęła je giełda wiedeńska.

W latach 90. za główny cel prywatyzacji uważano, według Krzysztofa Lisa, uniezależnienie GPW od polityków i dynamizację rynku, wzrost roli domów maklerskich i zwiększenie autonomii rynku kapitałowego względem sektora bankowego, a tym samym nadgonienie zaległości i poprawę pozycji na dynamicznie zmieniającym się europejskim rynku kapitałowym. W roku 2010, w przededniu faktycznej (częściowej) prywatyzacji, ówczesny szef Ministerstwa Skarbu Państwa Aleksander Grad i prezes GPW Ludwik Sobolewski wielokrotnie jednym głosem powtarzali, że celem prywatyzacji jest zapobieżenie marginalizacji pozycji GPW w Europie, zaś pozostając w rękach państwowych warszawska giełda byłaby, ich zdaniem, na taką marginalizację skazana.

Dokonanej prywatyzacji GPW przyświecała wizja budowy w Warszawie centrum finansowego na Europę Środkową i Wschodnią. Zanim przejdziemy do analizy szans realizacji regionalnych ambicji GPW, należy z całą mocą podkreślić, że obszar zainteresowania powinien zostać zawężony do Europy Środkowej i to z kilku przyczyn. Po pierwsze, Europa Wschodnia, całkowicie zdominowana przez

giełdę moskiewską o kapitalizacji 610 mld euro na koniec 2011 r. znajduje się całkowicie poza zasięgiem GPW. O braku szans GPW w konkurowaniu z niemal sześciokrotnie większym parkietem stanowi przy tym nie tyle sama obecna różnica wartości kapitalizacji parkietów, ani nawet stosunek obecnych wielkości gospodarek Polski i Rosji, co zestawienie potencjałów gospodarczych, plasujące Polskę w zupełnie innej lidze niż Rosja – z jednej strony ogromne niezagospodarowane zasoby, z drugiej – silne wpływy gospodarcze i polityczne w większości państw byłego ZSRR.

Już same cechy strukturalne gospodarki rosyjskiej w połączeniu z jej skalą dają Moskwie kolosalną przewagę konkurencyjną nad Warszawą. W 2010 r. obroty akcjami na MICEX (70% obrotów w Rosji) wyniosły ok. 64 bln rubli (2,11 bln USD), znacząco przekraczając wysokość PKB – około 40 bln rubli. Jednocześnie na parkiecie RTS obroty wyniosły 1,55 bln USD. Dla porównania w Warszawie obroty akcjami wyniosły w 2010 r. zaledwie 234 mld zł przy PKB na poziomie 1415 mld zł (dane GUS). Oznacza to, że w Rosji obroty giełdowe wyniosły około 220% PKB, w Polsce – jedynie 16,5%. Ponieważ wskaźnik ten jest najczęściej stosowaną miarą finansowego rozwoju kraju (obok miary aktywów sektora bankowego do PKB), można powiedzieć, że pod tym względem rynek rosyjski deklasuje polski, znajdując się na zupełnie innym etapie rozwoju. Patrząc na wartości bezwzględne, uzyskane w Rosji obroty na poziomie ok. 40 razy wyższym niż w Polsce nie pozostawiają wątpliwości co do zasadności mierzenia się z rynkiem rosyjskim (możemy go jedynie, mówiąc kolokwialnie, niegroźnie podgryzać). Natomiast porównanie wartości obrotów w odniesieniu do PKB jasno pokazuje, że znajdujemy się też na zupełnie innym poziomie w hierarchii, zaś giełda moskiewska pełni funkcje wyższego rzędu (nawiązując do nurtu geografii ekonomicznej) w stosunku do giełdy warszawskiej.

Kończąc wątek kolosalnej przewagi giełdy moskiewskiej można też dodać, że giełda ta, a właściwie połączone parkiety moskiewskie MICEX i RTS w momencie ogłoszenia planów fuzji (luty 2011) wyceniane były odpowiednio na 3,45 mld USD i 840 mln USD, czyli łącznie niemal 4,3 mld USD. W tym czasie wartość rynkowa GPW wynosiła około 1,5 mld zł, czyli 500 mln USD (ponad ośmiokrotnie mniej). Porównanie wartości rynkowej, będącej najlepszym bieżącym przybliżeniem perspektyw wycenianych podmiotów (z uwzględnieniem ryzyka), także wskazuje na większą przepaść między Moskwą a Warszawą, niż wynikałoby to z porównania samej kapitalizacji notowanych spółek.

O przepaści między Moskwą a Warszawą świadczy też fakt, że, według informacji agencji Bloomberg, w 2010 r. Rosjanie prowadzili rozmowy z Deutsche Boerse w sprawie aliansu, który w założeniu miałby stanowić przeciwwagę dla ekspansji rynków w Londynie i Hongkongu (za: Pb.pl, 2010). To także dobitnie pokazuje, że gramy w zupełnie innej lidze – znajdujemy się wyraźnie niżej w hierarchii ważności. Warszawa operuje w innej skali; by użyć czysto teoretycznego porównania, GPW mogłaby poszukiwać partnera dla przeciwwagi wobec ewentualnego dalszego rozwoju grupy wiedeńskiej w Europie Środkowej. Deklaracje prasowe prezesa GPW, że punktem odniesienia dla warszawskiej giełdy są obec-

nie parkiety w Moskwie i Stambule, należy więc traktować wyłącznie w kategoriach PR.

Niemniej istotna dla określenia kontekstu dla ambicji GPW jest kwestia samej definicji regionu – Europa Środkowa i Europa Wschodnia nie stanowią jednolitego regionu ani gospodarczo, ani politycznie, ani społecznie, ani nie są traktowane łącznie przez giełdowych inwestorów międzynarodowych.

Kwestia definicji regionu ma kluczowe znaczenie m.in. z tego powodu, że – jak pokazują badania – stanowi jeden z podstawowych kryteriów przy doborze zagranicznego parkietu do notowań, zaś warszawska giełda, wobec braku realnych alternatyw, chce budować pozycję międzynarodową drogą przyciągania na własny parkiet emitentów zagranicznych. Podobnie ma się sprawa z inwestorami – wielkimi funduszami inwestycyjnymi, pośredniczącymi w globalnych przepływach kapitału. Ich analitycy, przyjmując perspektywę globalną, rekomendują przesunięcia kapitałów między regionami, prowadząc do przeważania w portfelach jednych regionów kosztem niedoważania innych. Kluczowe znaczenie mają tu perspektywy gospodarcze regionów, dopiero w drugiej kolejności uwaga skupiana jest na perspektywach poszczególnych państw i dokonywane jest względne przeważanie papierów jednego kraju kosztem innych w odniesieniu do udziału ich gospodarek w PKB regionu. To właśnie podejście regionalne powoduje, że problemy jednego kraju odbijają się na notowaniach papierów wartościowych innych krajów regionu. Przykładowo w 2011 r. problemy Węgier przekładały się na osłabienie złotówki i indeksów GPW.

Rynek operatorów giełd regionu Europy Środkowej był przedmiotem znaczącej konsolidacji, jak zostało pokazane w części trzeciej opracowania. Głównym ośrodkiem konsolidacji nie była przy tym giełda warszawska, ale operator rynku wiedeńskiego.

Wobec niepowodzenia idei konsolidacji giełd regionu wokół GPW i dokonania konsolidacji bez udziału Warszawy, a w konsekwencji braku możliwości ekspansji regionalnej drogą znaczących przejęć, fakt prywatyzacji GPW w przyjętej formie ma na dzień dzisiejszy marginalne lub wręcz zerowe znaczenie dla jej perspektyw rozwojowych. Oczywiście ewentualne przejęcie jej przez dużego gracza, kto by nim nie był, miałoby zasadnicze znaczenie.

Niepowodzenie planów konsolidacyjnych oznacza, że GPW jest nie tylko największą w Europie Środkowej, ale też jedną z największych giełd europejskich pozostających poza sojuszami. Z jednej strony można stwierdzić, że czyni to z niej atrakcyjnego partnera, z drugiej jednak należy pamiętać, że próba prywatyzacji drogą sprzedaży akcji inwestorowi strategicznemu (zainteresowanie wyraziła jedynie giełda we Frankfurcie) zakończyła się niepowodzeniem.

Powszechnie uważa się, że dla przetrwania i rozwoju lokalnych giełd zasadnicze znaczenie ma osiągnięcie masy krytycznej. W tym kontekście warto przypomnieć słowa R. Maciejki i A. Smolarka, którzy w cytowanym już artykule z 2004 r. podkreślali, że im bardziej zaawansowany będzie proces konsolidacji europejskich rynków kapitałowych, tym pozycja negocjacyjna GPW będzie słabsza. Procesy konsolidacyjne są bowiem odpowiedzią operatorów giełd na zaostrzenie

się konkurencji⁵. Brak powodzenia prywatyzacji z udziałem partnera strategicznego może oznaczać, że z punktu widzenia dużych graczy Warszawa ma nadmierne ambicje względem realnych, w ich ocenie, możliwości. Innymi słowy, dokonana przez nich analiza – bo niewątpliwie takowej musieli dokonać po otrzymaniu zaproszenia do udziału w prywatyzacji – musiała wykazać, że giełda warszawska ma niewystarczający potencjał, by ich zainteresować. Powstaje więc pytanie, z czego to wynika.

Aby na nie odpowiedzieć, należy powrócić do kwestii definicji regionu. Otóż jest jeszcze jeden powód, dla którego definicja regionu ma kluczowe znaczenie dla określenia perspektyw rozwojowych GPW. Jeśli spojrzymy na źródła kształtowania się centrów finansowych omówione w części pierwszej niniejszego opracowania i przykłady faktycznego sukcesu w ich rozwijaniu, zauważymy, że zarówno w przypadku centrów kształtujących się dzięki krajowej potędze finansowej, jak i centrów zbudowanych w oparciu o przewagi w zakresie lokalizacji i regulacji, warunkiem sukcesu są silne regionalne więzi gospodarcze. Zawężając analizę do regionu Europy Środkowej, nie można obecnie mówić o istnieniu w Polsce wystarczająco silnej bazy krajowych przedsiębiorstw, dobrze zarządzanych i ekspansywnych, które dynamicznie rozwijałyby się w innych państwach regionu i potrzebowały wielkiego kapitału do finansowania przejęć i obsługi działalności, a tym samym wymagały rozwoju sektora finansowego na skalę regionalną. Nie można też mówić o stworzeniu w Polsce dużym przedsiębiorstwom regionu szczególnie korzystnych warunków (zwłaszcza w zakresie prawa, podatków, dostępnych kompetencji) do przenoszenia centrali do Polski. Co znamienne, korporacje zachodnie ustanawiając centra swojej działalności na Europę Środkową częściej wybierają na nie Pragę i Budapeszt niż Warszawę. Co jednak najważniejsze z długoterminowej perspektywy przyjętej w niniejszej pracy, Europa Środkowa nie spełnia wymogów regionu rozumianego jako (i wyznaczanego przez) siłę powiązań gospodarczych ze wszystkimi tego konsekwencjami. Europę Środkową, dość dobrze wyodrębnioną w kategoriach geograficznych i politycznych, w kategoriach gospodarczych łączy, obok dość zbliżonego poziomu rozwoju, rola satelicka wobec Europy Zachodniej, a dokładniej jej centrów gospodarczych. Głównym partnerem handlowym dla państw Europy Środkowej nie są inne kraje tego regionu geograficznego, ale państwa regionu Europy Zachodniej, źródła kapitału rozwojowego również nie pochodzą w dominującym stopniu z innych państw własnego regionu, ale z Europy Zachodniej (tu przepaść jest o wiele większa niż w handlu), relacje własnościowe także kształtowane są na linii Europa Zachodnia – Europa Środkowa, nie wewnątrz regionu; fuzje i przejęcia pomiędzy przedsiębiorstwami z państw naszej części Europy miały w ciągu ostatnich 20 lat charakter śladowy w porównaniu ze skalą przejęć firm naszego regionu przez przedsiębiorstwa zachodnie. Zjawiska te wiązać można z silnym opóźnieniem gospodarczym Europy Środkowej wobec zachodnich sąsiadów na progu transformacji systemowej naszego regionu, niedo-

⁵ Proces koncentracji dotyczy nie tylko rynku europejskiego, ale globalnego. Według danych agencji informacyjnej Bloomberg, w ostatnich pięciu latach (2006–2011) spółki, które są właścicielami światowych giełd wydały 83 mld dolarów na fuzje i przejęcia.

statkiem kapitału rozwojowego i nadganiem opóźnień w dużym stopniu dzięki kapitałowi zachodniemu (co przejawiało się w ujemnym saldzie handlowym i wysokim napływie zachodniego kapitału w formie bezpośrednich inwestycji zagranicznych i kredytów). Podsumowując, należy stwierdzić, że na obecnym etapie Europa Środkowa nie stanowi obszaru gospodarczego zdolnego wytworzyć faktyczne finansowe centrum regionalne.

Warszawa jest więc i pozostanie największym rynkiem finansowym Europy Środkowej, co zawdzięcza zdecydowanie największej gospodarce i bazie inwestorów (w szczególności dzięki reformie systemu emerytalnego z 1999 r.), a także zdecydowanie mniejszemu zakresowi prywatyzacji przez BIZ, a większemu przez giełdę w odniesieniu do innych znaczących krajów naszej części świata. Nie można jednak, na dzień dzisiejszy, odpowiedzialnie mówić o budowie centrum finansowego reprezentującego region i uzyskaniu statusu podobnego do statusu Moskwy na mapie centrów finansowych świata. Rosja stanowi bezdyskusyjnie dominujące centrum gospodarcze wielkiego „regionu” państw byłego ZSRR, dla większości z nich jest dominującym partnerem handlowym, w wielu przypadkach także głównym źródłem zagranicznego kapitału, zaś przedsiębiorstwa rosyjskie, zwłaszcza z branż energetycznej i wydobywczej, w nieco mniejszym stopniu z bankowej, przejmują ich lokalnych graczy. Podobnie wygląda sytuacja Sztambułu w regionie Bliskiego Wschodu i częściowo Azji Środkowej (gdzie konkuruje z Moskwą), czyli dwóch regionalnych centrów finansowych, z którymi konkurować miałyby warszawska giełda.

WNIOSKI

Tematem artykułu było określenie perspektyw rozwoju Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, w szczególności budowy w niej regionalnego centrum finansowego Europy Środkowej, bez wnikania w kwestie formułowania optymalnej strategii rozwojowej w danych warunkach otoczenia i przy możliwych do określenia jego perspektywach. Praca dotyczyła więc owych warunków zewnętrznych, rozumienie których stanowi dopiero podstawę do odpowiedzialnego formułowania wizji i strategii rozwoju przedsiębiorstwa, w tym przypadku GPW. Temat samej strategii nie był przedmiotem zainteresowania autora w tym opracowaniu; stanowi on obszerny temat na osobne badanie.

Za najważniejsze źródła dotychczasowego rozwoju GPW powszechnie uznaje się wielkość krajowej gospodarki, przeprowadzoną w 1999 r. reformę emerytalną i szeroko zakrojoną prywatyzację przez giełdę, dzięki którym GPW zajęła naturalne dla niej miejsce największej giełdy regionu (np. MacDonald, 2010) (wsparciem były też poważne błędy rządów innych krajów regionu). Innymi słowy, podstawą rozwoju było dobre wykorzystanie krajowej bazy emitentów i inwestorów. Proste wewnętrzne rezerwy zostały już jednak w znacznym stopniu wyczerpane, zaś reforma systemu emerytalnego z 2011 r. wyraźnie i trwale osłabiła krajowy

popyt na akcje⁶. Sytuacja taka jednoznacznie orientuje GPW na zewnątrz i stawia w centrum uwagi pytanie o podstawy budowy pozycji międzynarodowej.

Przede wszystkim mówiąc o perspektywach rozwoju nie warto przywiązywać nadmiernej wagi do aktualnych trendów rynkowych. Przyjmując szerszą perspektywę rynków finansowych, warto odnotować, że jeszcze w 2006 r. Ben Bernanke, szef amerykańskiej Rezerwy Federalnej (Fed), mówił z niepokojem o „globalnym przesyleniu oszczędnościami”, czego konsekwencją był bardzo łatwo i tanio dostępny kapitał (za: Farrell, Lund, 2007). Niedługo potem, bo już w 2008 r. po upadku banku inwestycyjnego Lehman Brothers miał miejsce bezprecedensowy globalny *credit crunch*, głód płynności i załamanie na rynkach finansowych świata, po czym od 2009 r. nastąpiła fala trwającego do 2012 r. silnego delewarowania, zaś w 2011 r. McKinsey Global Institute, badawcze ramię globalnej firmy konsultingowej McKinsey, wypuściło raport (Roxburgh i in., 2011), w którym ostrzega przed nadchodzącym ogromnym deficytem w skali światowej kapitału skłonnego do inwestycji w akcje, co ma wywołać wzrost popytu przedsiębiorstw na dług i wzrost dźwigni finansowej kosztem stabilności systemu finansowego. Gwałtowność i nieprzewidywalność owych zmian przywołuje na myśl analizy i wnioski Taleba: musimy pogodzić się z tym, że nie jesteśmy w stanie przewidywać (Taleb, 2010).

Zawężając ponownie perspektywę do branży operatorów giełd należy zauważyć, że po pierwsze w latach 90. ubiegłego wieku, a także w pierwszych latach wieku bieżącego dyskurs o globalnej scenie rynków finansowych zdominowany był przez tezę o nieuchronności dalszej konsolidacji branży operatorów giełd aż do docelowego modelu koncentracji handlu papierami wartościowymi w rękach jedynie kilku dominujących globalnych grup (czyli modelu oligopolu). Faktycznie przez ostatnie dwie dekady konsolidacja branży operatorów giełd postępowała bardzo dynamicznie, ostatnio jednak natrafiła na bardzo poważną barierę w postaci sprzeciwu regulatorów wobec kilku planowanych wielkich transakcji (jak wspomniana fuzja Deutsche Boerse z NYSE Euronext). Na dziś nie sposób przewidzieć, jak potoczą się dalsze losy konsolidacji, szczególnie wobec notowanego od czasu bankructwa banku Lehman Brothers wyraźnego wzrostu zainteresowania regulatorów zwiększaniem bezpieczeństwa systemów finansowych.

Po drugie, obecnie uwaga zarówno regulatorów jak i dużych operatorów giełd skupia się w znacznym stopniu na funkcjonowaniu alternatywnych platform obrotu. Warto przypomnieć, że ich rozwój był bardzo silnie popierany przez regulatorów, w szczególności w Europie w celu ich rozwoju została opracowana i przyjęta opisana już w tekście dyrektywa MiFID. W ostatnim czasie pojawiły się już pierwsze opracowania naukowe badające skutki rozwoju MTF-ów. S.F. Fioravanti i M. Gentile (2011) wykazali, że wywołana przez ten rozwój fragmentacja obrotu największymi europejskimi spółkami (tzw. blue chips) z jednej strony zwiększyła płynność obrotu, z drugiej jednak obniżyła efektywność ryn-

⁶ Reforma OFE planowana na 2014 rok jeszcze silniej osłabi stronę popytową rynku.

kową. Autorzy ci odnotowują, że takie wyniki badań już zdążyły wzbudzić troskę regulatorów i skłaniają ich do rewizji dyrektywy MiFID.

Kluczowe znaczenie ma natomiast kwestia, czy Europa Środkowa potrzebuje i ma szansę wykreować własne centrum finansowe. Z przeprowadzonej analizy wynika niemożność, w obecnych warunkach, ukształtowania takiego faktycznego regionalnego centrum finansowego Europy Środkowej czy to w Warszawie, czy w innym ośrodku. Europa Środkowa jest za słaba i za mało odrębna gospodarczo. W ostatecznym rozrachunku perspektywy budowy centrum regionalnego zależą i wyznaczone są przez potęgę gospodarczą regionu silniej, niż pozycja danego ośrodka finansowego w regionie zależy od wielkości gospodarki jego kraju. W tym ostatnim przypadku większe znaczenie dla pozycji konkurencyjnej ośrodka mają kwestie jakości rynku (wielkość *versus* jakość), nadzoru czy szerzej – regulacji, czyli kontroli nad regulacjami i emisjami i konkurowania nimi. Stając się centrum regionalnym, wchodzimy w konkurencję o koordynację i kontrolę przepływów, co jest bardziej oparte na potędze gospodarczej i specyfice regionu. Tu, choćby ze względu na niewielki „ciężar” Europy Środkowej mierzony PKB i nieporównywalnie słabsze perspektywy niż w przypadku dynamicznie rozwijających się gospodarek azjatyckich, zainteresowanie wielkich graczy (sojuszy giełdowych) koncentruje się na Azji (Böhme, Lemerle, 2006; Capaldo, Harle, Marrs, 2008). Znikome zainteresowanie prywatyzacją GPW ze strony owych dominujących graczy nie powinno więc dziwić – po prostu Europa Środkowa jest dla nich zbyt małym i zbyt mało perspektywicznym rynkiem, zaś hipotetyczne zdominowanie regionu przez Warszawę nie stanowi dla żadnego z nich poważnego zagrożenia dla ich interesów, tak jak przejęcie Warszawy nie stanowiłoby kluczowego wzmocnienia.

Jako punkt odniesienia dla ambicji GPW posłużyć mogą deklaracje kierownictwa nieporównywalnie silniejszego sojuszu giełd nordyckich NASDAQ OMX Europe, zgodnie z którymi jako centrum finansowe traktują oni Londyn i dlatego tam znajduje się ich centrala i dział rozwoju biznesu na Europę (Singer, 2010).

Zdobycie pozycji największej giełdy w regionie nie czyni więc z Warszawy giełdy regionalnej. Niemożność budowy w Warszawie faktycznego centrum regionalnego absolutnie nie jest jednak równoznaczna z niemożnością budowy wokół GPW silnego ośrodka finansowego, częściowo przekraczającego bariery regionalne. Najprawdopodobniej w najbliższych latach GPW będzie dalej zwiększać przewagę nad konkurentami w regionie i niezależnie od skali ewentualnych sukcesów lub porażek będzie się posługiwać tytułem centrum finansowego Europy Środkowej.

BIBLIOGRAFIA

- Bekaert G., Harley C., Lundblad C., Siegel S. (2010), *What Segments Equity Markets?* AFA 2009 San Francisco Meetings Paper (dostępny na: <http://ssrn.com/abstract=1108156>).
- Böhme M., Lemerle M. (2006), *Top trends in the global capital markets business*, “McKinsey on Corporate & Investment Banking”, No. 3, s. 1–11.

- Cantillon E., Yin P.-L. (2007), *How and when do markets tip? Lessons from the battle of the bund*, "European Central Bank Working Paper", No. 776, June (dostępny na: http://ssrn.com/abstract_id=989996).
- Capaldo A., Harle P., Marrs A. (2008), *What's next for exchanges*, "McKinsey Quarterly", No. 3, s. 1–11.
- Farrell D., Lund S. (2007), *The world's new financial power brokers*, "The McKinsey Quarterly", December 2007, s. 1–14.
- Fioravanti S.F., Gentile M. (2011), *The impact of market fragmentation on European stock exchanges*, "Commissione Nazionale per le Società e la Borsa Working Paper" 69/2011 (dostępny na: <http://ssrn.com/abstract=1997419>).
- Fuchita Y. (2007), *Revisiting the debate over the competitiveness of Japan's markets and the global financial center concept*, "Nomura Capital Market Review", 10(1). (dostępny na: <http://ssrn.com/abstract=988855>).
- Goldberg M.A., Helsley R.W., Levi M.D. (1988), *On the development of international financial centers*, "The Annals of Regional Science", 22 (1 – supplement), s. 81–94.
- Grant J. (2011), *Nano view: Exchange arms race reaches new speeds*, "Financial Times", 28.02.2011.
- Jedliński M. (2004), *Ucieczka od polityki*, „Gazeta Bankowa”, nr 24 (816), 14.06.2004, s. 24–25.
- Johnson H.G. (1976), *Panama as a regional financial center: A preliminary analysis of development contribution*, "Economic Development and Cultural Change", 24 (2), s. 261–286.
- Kindelberger Ch. (1974) *The Formation of Financial Centers: A Study in Comparative Economic History*, Princeton Studies in International Finance, 36, Princeton University Press, Princeton.
- Krasuski K. (2011), *GPW grozi ucieczka inwestorów na platformy*, "Parkiet", 17.11.2011 (dostępny na: <http://www.parkiet.com/artykul/1117211-GPW-grozi-ucieczka--inwestorow-na-platformy.html>).
- Leung C., Unterroberdoerster O. (2008), *Hong Kong SAR as a financial center for Asia: Trends and implications*, "International Monetary Fund Working Paper" WP/08/57 (dostępny na: <http://www.imf.org/>).
- MacDonald N. (2010), *Growing companies hunt for finance*, "Financial Times", 01.12.2010.
- Maciejko R., Smolarek A. (2004), *Ostatni dzwonek dla GPW*, „Gazeta Bankowa”, nr 24 (816), 14.06.2004, s. 22–23.
- Pagano M., Randl O., Roell A.A., Zechner J. (2001), *What makes stock exchanges succeed? Evidence from cross-listing decisions*, "European Economic Review", Vol. 45, s. 770–782.
- Poon J.P. (2003), *Hierarchical tendencies of capital markets among international financial centers*, "Growth and Change", Vol. 23(2), s. 135–156.
- Poon J.P., Eldredge B., Yeung D. (2004), *Rank size distribution of international financial centers*, "International Regional Science Review", Vol. 27, s. 411–430.
- Reed H.C. (1981), *The Preeminence of International Financial Centers*, Praeger, New York.
- Roxburgh Ch., Lund S., Dobbs R., Manyika J., Wu H. (2011), *The emerging equity gap: Growth and stability in the new investor landscape*, "McKinsey Global Institute Report", December, s. 1–10.

- Sassen S. (1999) *Global financial centers*. "Foreign Affairs", Vol. 78 (styczeń/luty), s. 75–86.
- Singer N. (2010), *NASDAQ OMX stops burning cash and closes its neuro pan-European MTF* (dostępny na: http://www.fstech.co.uk/fst/NasdaqOMX_NeuroCloses.php).
- Solska J. (2010), *Prymuska*, "Polityka", nr 35 (2771), 28.08.2010, s. 33–35.
- Stafford P. (2011), *UK Authorities clear BATS takeover of Chi-X*, "Financial Times online", 24.11.2011 (dostępny na: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/5b5ce1cc-15f6-11e1-b4b1-00144feabdc0.html#axzz1kWp1Jmci>).
- Taleb N. (2010) *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable*, Random House, New York (wyd. II).
- Wachsberger J. (2008), *Giełdy alternatywne – poważna konkurencja dla GPW?*, „Gazeta Finansowa Online”, 19. 09. 2008 (dostępny na: <http://www.gazetafinansowa.pl/index.php/rynki-finansowe/gieldy/405-giedy-alternatywne-powana-konkurencja-dla-gpw.html>).

STRESZCZENIE

Celem artykułu jest określenie perspektyw rozwoju Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, w szczególności budowy wokół niej regionalnego centrum finansowego Europy Środkowej. Analiza obejmuje kwestie definicji i roli centrum finansowego, określenie typów i etapów jego rozwoju, a także czynników decydujących o sukcesie. Szczególna uwaga poświęcona jest naświetleniu sił kształtujących obraz konkurencji między operatorami giełd w Europie i miejscu GPW w tej rywalizacji. Do najważniejszych wniosków zaliczyć należy następujące obserwacje: (1) zdobycie pozycji największej giełdy w regionie nie czyni z Warszawy giełdy regionalnej, (2) czynniki, które zadecydowały o zdobyciu przez GPW tej pozycji, tracą na znaczeniu przy dążeniu do uzyskania statusu regionalnego i (3) na obecnym etapie rozwoju Europa Środkowa nie stanowi obszaru gospodarczego zdolnego wytworzyć faktyczne regionalne centrum finansowe.

Słowa kluczowe: GPW, Giełda Papierów Wartościowych, centrum finansowe.

PROSPECTS FOR THE WARSAW STOCK EXCHANGE DEVELOPMENT

ABSTRACT

The aim of the paper is to determine the prospects for developing in Warsaw a financial center for the region of Central Europe. The analysis covers definitions and functions of financial centers, their types and stages of development, and success factors. Special attention is given to exposing forces shaping competitive landscape in European exchanges industry and determining the position of Warsaw Stock Exchange (WSE) in this rivalry. It is found that (1) achieving the position of the largest exchange in Central Europe is not equivalent to becoming

a regional financial center, (2) factors responsible for developing WSE into the largest exchange in Central Europe cannot guarantee its further advancement to the regional financial center status, and (3) Central Europe at the current stage of development cannot be considered an economic area capable of developing and sustaining an actual regional financial center.

Keywords: WSE, Warsaw Stock Exchange, financial center.

JEL Classification: G10, G15