

Alina GORCZYŃSKA  
Politechnika Śląska

## **PROCESY KONSOLIDACJI W CELU POPRAWY EFEKTYWNOŚCI FUNKCJONOWANIA GIEŁD PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH**

**Streszczenie.** Zmiany związane z przekształcaniem struktury własności giełd papierów wartościowych ze spółdzielczej/państwowej na formę spółki akcyjnej spowodowały zmiany charakteru działalności giełd z non profit na zasady komercyjne. Giełdy stały się szczególnego rodzaju przedsiębiorstwami usługowymi, od których akcjonariusze oczekują dobrych wyników i pomysłów na przyszłość, stąd też pojawił się problem związany z podwyższaniem efektywności działań. Jak pokazuje praktyka, giełdy papierów wartościowych coraz częściej łączą się, by poprawić efektywność funkcjonowania.

**Słowa kluczowe:** giełda papierów wartościowych, konsolidacja, efektywność

## **CONSOLIDATION PROCESSES TO IMPROVE THE EFFECTIVENESS OF THE FUNCTIONING OF THE SECURITIES EXCHANGE**

**Summary.** Changes related to the transformation of the ownership structure of stock exchanges from cooperative / state into form of a joint stock company have changed the nature of stock exchanges from non-profit organizations into commercial principles. Stock exchange has become a special kind service company, from which shareholders expect good results and ideas for the future. Hence, there is a problem related to the increase effectiveness of actions. As practice shows, the stock exchange more and often combine to improve the efficiency of the operation.

**Keywords:** stock exchange, consolidation, efficiency

## 1. Wprowadzenie

Liberalizacja przepływu dóbr i kapitału, nowe rozwiązania technologiczne oraz powstanie konkurencji globalnej spowodowały, iż podmioty gospodarcze, by sprostać nowym warunkom, wchodzą w różne formy współdziałania, w tym konsolidują się. W ostatniej dekadzie wśród przedstawionej grupy podmiotów pojawiły się giełdy papierów wartościowych. Zmiany związane z globalizacją przyczyniły się także do rozszerzenia działalności giełd na skalę międzynarodową. Ponadto doprowadziły do zjawisk dezintermediacji i demutualizacji, w wyniku których giełdy przekształcają się w spółki akcyjne, które są notowane na rynkach finansowych. Tak więc giełdy stały się przedsiębiorstwami rynkowymi, od których akcjonariusze oczekują określonych wyników i propozycji rozwoju. Giełdy jako formę wzrostu efektywności funkcjonowania coraz częściej wybierają konsolidację. Dzięki bowiem konsolidacji, mogą uzyskać korzyści w postaci efektów synergii, efektów skali i zakresu, redukcji kosztów transakcyjnych, dostępu do nowych rynków, zwiększenia prestiżu, ograniczenia aktywności konkurentów.

W niniejszym artykule podjęto próbę wykazania, iż konsolidacja może stanowić źródło wzrostu efektywności dla giełd papierów wartościowych.

## 2. Przesłanki procesów konsolidacji giełd papierów wartościowych

Giełda papierów wartościowych najogólniej jest definiowana jako „organizacja, stowarzyszenie lub grupa osób, posiadająca lub nie osobowość prawną, która stanowi miejsce lub urządzenie stanowiące rynek łączący nabywców i sprzedających papiery wartościowe i/lub wykonująca inne czynności, np. rozliczeniowe w odniesieniu do papierów wartościowych, zgodnie z przyjętymi zasadami”<sup>1</sup>.

Wyróżnia się dwa rodzaje organizacji giełdy. Giełda może być instytucją państwową, regulowaną ustawowo, jak np. (do listopada 2010 roku) Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie. Giełda papierów wartościowych może też mieć charakter spółdzielczy, której twórcami i zarządzającymi są najczęściej podmioty zainteresowane funkcjonowaniem rynku papierów wartościowych, a więc przedsiębiorstwa prowadzące biura maklerskie. Przykładem była do 2008 roku giełda w Nowym Jorku NYSE. W ostatnim dwudziestoleciu giełdy są przekształcane w spółki akcyjne, a ich akcje są notowane na giełdach.

---

<sup>1</sup> Di Noia C.: The Stock-Exchange Industry: Network Effects, Implicit Mergers, And Corporate Governance, Quaderni Di Finanza, Studi E Ricerche, N. 33, Marzo 1999, p. 17, cyt. za: American Securities Exchange Act (Fragment 3.a.1).

Tradycyjnie, giełda funkcjonowała w ramach danego kraju lub regionu, działając jako instytucja non profit (w przypadku giełdy państwowej) bądź jako instytucja przynosząca zyski jej właścicielom/członkom (biurom maklerskim). Jej działalność skupiała się głównie na realizacji funkcji makroekonomicznych, a więc alokacyjnej, wartościującej i kontrolnej<sup>2</sup>. Procesy związane z liberalizacją przepływu kapitału i znoszeniem ograniczeń dewizowych, powstaniem międzynarodowych rynków finansowych i międzynarodowych instrumentów finansowych, a przede wszystkim wykształceniem się nowych rozwiązań technologicznych dotyczących obrotu walorami finansowymi wymusiły działania związane z podwyższaniem konkurencyjności między giełdami, konieczność dbałości o efektywność funkcjonowania, a w konsekwencji do konsolidacji.

Czynnikami, które pierwotnie rozszerzyły możliwości funkcjonowania giełd papierów wartościowych na skalę globalną, a następnie doprowadziły do pojawienia się zjawiska konkurencyjności giełd były działania związane z liberalizacją przepływów kapitału i znoszeniem ograniczeń dewizowych. Procesy te rozpoczęły się w latach siedemdziesiątych i były wspierane przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy i Bank Światowy oraz politykę krajów wysokorozwiniętych<sup>3</sup>. Eliminowanie barier w przemieszczaniu się kapitału, a także odejście od sztywnych kursów walutowych powstałych w ramach porozumienia w Bretton Woods wpłynęły na dynamiczny wzrost przepływu kapitału w skali międzynarodowej w wybranych walutach transakcyjnych. Konsekwencją były powstanie międzynarodowego rynku finansowego wraz z instrumentami międzynarodowymi, a także standaryzacja instrumentów finansowych<sup>4</sup>. Przedstawione zjawiska umożliwiły inwestorom i emitentom wybór miejsca inwestycji bądź emisji papierów wartościowych w skali całego globu, w zależności od oferowanych przez giełdy warunków, giełdom zaś rozszerzyło możliwości funkcjonowania na skalę światową.

Kolejnym czynnikiem, który miał wpływ na rozwinięcie zjawiska konkurencyjności giełd, był rozwój technologii. Nowe rozwiązania w dziedzinie systemów komputerowych i telekomunikacyjnych wpłynęły na zmianę zasad inwestowania. W większości przypadków na parkiety został wprowadzony obrót elektroniczny, który zastąpił dotychczas stosowany system *open out cry*, polegający na zawieraniu transakcji pomiędzy maklerami uczestniczącymi fizycznie w transakcjach<sup>5</sup>. Tak więc obecność na parkiecie przestała być niezbędnym wymogiem do przebiegu sesji. Dzięki systemom informatycznym transakcje są

---

<sup>2</sup> Patrz więcej w: Kulpaka P.: Giełdy w gospodarce. PWE, Warszawa 2007, s. 51.

<sup>3</sup> Przepływy kapitałowe odnoszą się do przepływów monetarnych i finansowych powiązanych z handlem międzynarodowym, bezpośrednimi inwestycjami zagranicznymi oraz inwestycjami portfelowymi i różnego typu transakcjami finansowymi. Por.: Granice konkurencji. Grupa Lizbońska. Poltext, Warszawa 1996, s. 54.

<sup>4</sup> Nacewski J., Zabielski K.: Globalny rynek finansowy. Wyższa Szkoła Kupiecka, Łódź 2007, s. 14.

<sup>5</sup> Stoll H.R.: Future of Securities Markets: Competition or Consolidation? "Financial Analysts Journal", Vol. 64, Nov/Dec 2008.

zawierane na podstawie wpływających zleceń, według ściśle określonego algorytmu. Dla giełd wiąże się to z nieograniczonym zakresem uczestników pochodzących z różnych stron świata. Jednocześnie wymusza oferowanie przez nich jak najkorzystniejszych warunków inwestycyjnych lub emisyjnych, aby podmioty gospodarcze były zainteresowane propozycjami danej giełdy.

Czynnikiem, który wynika z zastosowania nowych rozwiązań technologicznych w obrocie giełdowym, a również przyczynił się do pojawienia się zjawiska konkurencyjności, a następnie konsolidacji giełd papierów wartościowych, był proces dezintermediacji. Proces ten wiąże się eliminacją w ramach łańcucha działalności jednego z ogniw. W przypadku giełd papierów wartościowych dotyczy rezygnacji z pośrednictwa maklerów. Tradycyjnie w ramach giełd funkcjonowali maklerzy, którzy dokonywali alokacji nadwyżki środków finansowych ich dysponentów w różne instrumenty finansowe, natomiast nowe rozwiązania technologiczne umożliwiły realizację tych czynności samodzielnie przez inwestorów.

Z procesem dezintermediacji wiązał się proces demutualizacji. Tradycyjną strukturą giełdy prywatnej była spółdzielnia, tworzona przez biura pośredniczące – maklerów. Głównym celem działalności była maksymalizacja obrotów na giełdzie, co było zbieżne z maksymalizacją korzyści właścicieli – a więc domów maklerskich. Wprowadzenie elektronicznego systemu obrotu spowodowało, iż w ramach giełd papierów wartościowych następowała eliminacja pośredniczącej funkcji maklerów, co wiązało się z ograniczaniem zakresu właścicieli giełd. Stąd też w latach dziewięćdziesiątych następował proces odchodzenia od struktury członkowskiej (mutualnej) na rzecz akcjonariatu jako struktury własności, nazwany procesem demutualizacji<sup>6</sup>. Dalszą konsekwencją było pozyskiwanie funduszy na rozwój giełd w ramach emisji akcji na własnym parkiecie bądź też parkietach innych giełd. Giełdy więc w ramach przebiegających procesów stały się przedsiębiorstwami (spółkami akcyjnymi) zarobkowymi. Są zmuszone podejmować działania nastawione na maksymalizację korzyści dla swych właścicieli.

Reasumując, przedstawione czynniki związane z globalizacją rynków finansowych wpłynęły na wywiązanie się zjawiska konkurencyjności giełd papierów wartościowych. W celu sprostania oczekiwaniom swoich właścicieli podejmują różne działania nastawione na podwyższanie efektywności funkcjonowania. Stąd też m.in. poszerzają zakres notowanych instrumentów finansowych, tworzą nowe rynki obrotu walorami, wdrażają nowe rozwiązania techniczne w zakresie handlu papierami wartościowymi. Jako formę wzrostu efektywności funkcjonowania coraz częściej wybierają konsolidację z innymi giełdami.

---

<sup>6</sup> Kachniewski M.: Rynki finansowe w Unii Europejskiej – dalsza integracja czy dezintegracja?, [w:] Integracja rynków finansowych w Unii Europejskiej do A do Z. „Bank i Kredyt”, listopad-grudzień 2007, s. 7.

### 3. Motywy konsolidacji giełd papierów wartościowych w kontekście podwyższania efektywności funkcjonowania

Pojęcie konsolidacji nie znajduje jednoznacznej interpretacji w literaturze przedmiotu. Część ekonomistów traktuje procesy wąsko, wiążąc konsolidację wyłącznie z transakcjami fuzji, a dokładniej z integracją dwóch przedsiębiorstw o zbliżonej wielkości i zbliżonym potencjale zasobowym, w wyniku czego powstaje nowy podmiot<sup>7</sup>, inni natomiast – szeroko, utożsamiając z fuzjami i przejęciami<sup>8</sup>. W niniejszym artykule procesy konsolidacji są rozpatrywane według szerokiego ujęcia, a więc traktowane jako transakcje fuzji i przejęć<sup>9</sup>.

Podjmując decyzję dotyczącą konsolidacji, każda jednostka ma na uwadze określone motywy, które są podporządkowane celowi nadrzędnemu. W obecnej sytuacji, gdy giełdy stały się instytucjami komercyjnymi, efektywność odgrywa pierwszorzędą rolę. Za działania efektywne uważa się te, które przynoszą spodziewane efekty, dają dobre wyniki. Efektywność nierozzerwalnie wiąże się z rachunkiem ekonomicznym. Teoria i praktyka wypracowały różne formuły kwantyfikacji efektów i nakładów, tj. niefinansowe, finansowe oraz mieszane<sup>10</sup>. Spośród nich najpopularniejsze to finansowe, np. zysk (bilansowy, ekonomiczny EVA), wskaźniki zyskowności, wzrost wartości rynkowej (MVA).

W przypadku giełd papierów wartościowych jako spółek akcyjnych podwyższanie efektywności będzie wiązało się ze wzrostem wartości dla akcjonariuszy (właścicieli)<sup>11</sup>. Realizacja tego celu w ramach konsolidacji jest realizowana przez: uzyskanie efektów synergii, efekty skali i zakresu, redukcję kosztów transakcyjnych, dostęp do nowych rynków, wzrost prestiżu, ograniczenie aktywności konkurentów.

Najczęstszą przesłanką konsolidacji podmiotów gospodarczych są efekty synergii<sup>12</sup>. Efekty synergii oznaczają efekty w postaci wyższych wyników (miar efektywności) nowo powstałego podmiotu w stosunku do wyników (miar efektywności) podmiotów dotychczas funkcjonujących osobno. Generalnie efekty synergii wynikają z możliwości realizowania działalności po niższych kosztach, przy jednoczesnym zwiększaniu (lub nie) przychodów.

<sup>7</sup> Pierścionek Z.: Strategie konkurencji i rozwoju przedsiębiorstwa. PWN, Warszawa 2003, s. 385-385.

<sup>8</sup> Tożsamość pojęć fuzji i przejęcia oraz konsolidacji występuje głównie w publikacjach z zakresu bankowości. Por.: Stępień K.: Konsolidacja a efektywność banków w Polsce. CeDeWu, Warszawa 2003, s. 74-78.

<sup>9</sup> Patrz więcej w: Szczepankowski P.J.: Fuzje i przejęcia. PWN, Warszawa 2000, s. 53-56.

<sup>10</sup> Gorczyńska A.: The market value added (MVA) as a method of assessing the efficiency of business. "Forum Statisticum Slovaca", No. 4, 2009, p. 24.

<sup>11</sup> Gorczyńska-Dybek A.: Organizacja giełdy papierów wartościowych jako przedsiębiorstwa. „Przegląd Organizacji”, nr 8, 2012, s. 33.

<sup>12</sup> W ekonomii przez synergii rozumie się „zjawisko wzajemnego wzmocnienia, potęgowania się dwu lub więcej ściśle powiązanych elementów (czynników ekonomicznych, środków wytwórczych, sposobów prowadzenia działalności gospodarczej itp.) współdziałających w jednym, bądź zbliżonym czasie i prowadzących do powstawania efektów łącznych”. Por. Suszyński C.: Synergia w działalności rynkowej przedsiębiorstw. Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 1992, s. 44.

Mianowicie w przypadku giełd papierów wartościowych efekty synergii są wynikiem zwiększenia efektywności operacyjnej w ramach skonsolidowanego podmiotu. Jest to możliwe m.in. dzięki podjęciu działań restrukturyzacyjnych, czego przykładem jest zmiana organizacji, stylu zarządzania, redukcja niektórych stanowisk itd<sup>13</sup>. Jeżeli są przesłanki, że aktywa są w mało racjonalny sposób wykorzystywane, można dokonać ich przemieszczenia, wyzbycia się zbędnych składników oraz koncentracji na kluczowych dla podmiotów obszarach, czego przykładem w sytuacji giełd papierów wartościowych jest wprowadzenie nowoczesnych rozwiązań technologicznych zastępujących pracę maklerów i likwidujących konieczność utrzymywania fizycznie istniejącego parkietu. Szacuje się, iż dzięki restrukturyzacji w ramach skonsolidowanych giełd koszty operacyjne zmniejszają się o 30%<sup>14</sup>. Ponadto wzrost efektywności operacyjnej może być uzyskany dzięki zmianom w segmentach oferowanych walorów przez wprowadzenie nowych produktów lub rezygnację z dotychczasowych.

Kolejną przesłanką konsolidacji, która przekłada się na efekty synergii w ramach obniżki kosztów, są efekty skali. Przez efekty skali rozumie się efekty związane z rozłożeniem kosztów stałych na większą produkcję/ilość świadczonych usług, prowadzące do obniżenia kosztu jednostkowego. Giełdy natomiast ponoszą znaczne koszty stałe związane z rozwojem oraz polepszaniem jakości funkcjonowania elektronicznych systemów obrotu<sup>15</sup>. Dzięki konsolidacjom giełdy papierów wartościowych są w stanie osiągać większy wolumen obrotów walorów bez konieczności tworzenia dodatkowych zdolności do ich obsługi.

Oprócz efektów skali jako determinantę procesów konsolidacji wymienia się korzyści zakresu. Korzyści te występują wtedy, gdy równoczesne świadczenie wielu usług jest tańsze niż ich świadczenie osobno<sup>16</sup>. W przypadku giełd może to się wiązać z dywersyfikacją produktową – na skutek połączenia giełd oferujących różne produkty (np. giełdy oferujące produkty rynku kasowego z giełdami instrumentów pochodnych) bądź też procesową – w przypadku połączenia giełd z instytucjami świadczącymi usługi okołogiełdowe (np. łączenie się giełd z instytucjami świadczącymi usługi rozliczeń i rozrachunków).

Ponadto efektywność funkcjonowania giełd może być podwyższona przez zmniejszenie kosztów transakcyjnych. Koszty transakcji dotyczą kosztów związanych z płatnościami prowizji do biur maklerskich i podatkami od przeprowadzenia transakcji plus ukryte koszty

---

<sup>13</sup> Frąckowiak W. (red.): *Fuzje i przejęcia*. PWE, Warszawa 2009, s. 33.

<sup>14</sup> Cieślak E.: *Procesy konsolidacyjne giełd na świecie – wybrane aspekty*, [w:] Antkiewicz S., Kalinowski M. (red.): *Innowacje finansowe*. CeDeWu, Warszawa 2008, s. 76.

<sup>15</sup> W ramach tradycyjnych parkietów koszty stałe były wyższe niż w przypadku elektronicznych obrotów. Dotyczyły m.in. opłat lokalu, w którym wstępował fizycznie odbywający się handel oraz związane z tym koszty utrzymania tego lokalu, wynagrodzenia maklerów uczestniczących w transakcjach giełdowych.

<sup>16</sup> Ramos S.B.: *Competition Between Stock Exchanges: A Survey*, Research Paper No. 77. HEC – University of Lausanne, FAME and CEMAF/ISCTE, February 2003, p. 23.

(czas) potrzebne na ich rozliczenie<sup>17</sup>. Generalnie inwestorzy szukają rynków o jak najniższych kosztach transakcyjnych, natomiast skonsolidowane rynki są w stanie zaoferować inwestorom niższe opłaty transakcyjne w systemie połączonych rynków niż każda z tych giełd osobno. Koszty transakcji są uznawane jako te, które mają wpływ na liczbę zawieranych transakcji, a zatem są ważnym czynnikiem poprawiającym efektywność struktur rynkowych<sup>18</sup>. Według raportu przygotowanego w 2002 r. dla Komisji Europejskiej podstawowym skutkiem integracji rynków kapitałowych w Unii Europejskiej miała być redukcja kosztów pozyskania kapitału (na rynku akcji średnio o 0,36 pkt. proc., a rynku obligacji o 0,4 pkt. proc.)<sup>19</sup>.

Na wzrost efektywności funkcjonowania składają się również zmiany (zwiększenia) dotyczące przychodów. Wiąże się to z kolejną przesłanką konsolidacji giełd – rozszerzeniem działalności na inne rynki geograficzne i z tym związanym dostępem do nowych klientów. Dzięki bowiem połączonym giełdom oferta dotychczas adresowana do inwestorów rynku jednej z łączących się giełd jest dostępna również dla uczestników innych giełd. Co więcej, w przypadku konsolidacji, często następuje wzrost prestiżu skonsolidowanych giełd. Po konsolidacji bowiem giełda zwiększa swoją płynność, kapitalizację, co zachęca kolejnych inwestorów do lokowania swoich środków na danym rynku, stąd też połączone siły prowadzą to tego, że grono nabywców może być większe niż przed konsolidacją. Są to tzw. efekty zewnętrzne sieci<sup>20</sup>.

Giełdy mogą również podejmować decyzje o konsolidacji dla podniesienia prestiżu. Sytuacja ta w szczególności dotyczy małych, peryferyjnych giełd. Dzięki wzajemnej integracji zwiększają swoją płynność i ofertę rynkową, natomiast po konsolidacji z dużą, znaną giełdą i funkcjonując pod jej nazwą, stają się konkurencyjni nawet w skali globalnej.

Konsolidacje mogą także wiązać się z ograniczaniem aktywności konkurencyjnych innych giełd papierów wartościowych. Mianowicie konsolidacja może w sposób bezpośredni dotyczyć przejścia konkurencyjnej giełdy. Może też pomóc w zwiększeniu udziału w rynku. Duże giełdy papierów wartościowych zaczynają walczyć o rynek globalny, dokonując przejść rynków zlokalizowanych w różnych częściach świata.

---

<sup>17</sup> Pagano M., Roell A.: Trading Systems in European Stock Markets: Current Performance and Policy Options. "Economic Policy", No. 10, April 1990, p. 14.

<sup>18</sup> Ramos S.B., op. cit. p. 25.

<sup>19</sup> Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of UE Financial Markets. Finale Report to the European Commission – Directorate – General for Internal Market. London Economic in association with PricewaterhouseCoopers and Oxford Economic Forecasting, London 2002.

<sup>20</sup> Di Noia C.: The Stock-Exchange Industry: Network Effects, Implicit Mergers, And Corporate Governance. Quaderni Di Finanza, Studi E Ricerche, No. 33, Marzo 1999, p. 222-273.

Przedstawione przesłanki konsolidacji zdają się być najważniejsze z punktu widzenia giełd papierów wartościowych<sup>21</sup>. Należy jednak zaznaczyć, iż konsolidacja giełd papierów wartościowych niesie określone konsekwencje dla innych podmiotów gospodarczych. Dla inwestorów może wiązać się z poprawą efektywności działania dzięki m.in. możliwości lepszej dywersyfikacji portfela inwestycyjnego z punktu widzenia ryzyka i możliwej do uzyskania stopy zwrotu, a także dzięki niższym kosztom funkcjonowania na giełdzie. Konsolidacja to również możliwe do uzyskania korzyści w skali makroekonomicznej. Integracja rynków finansowych bowiem zwiększa zdolności do mobilizacji kapitału w gospodarce i jego efektywnej alokacji oraz stymuluje wzrost oszczędności<sup>22</sup>.

#### **4. NASDAQ OMX Nordic Exchange jako przykład konsolidacji giełd w celu podwyższenia konkurencyjności**

Powstanie NASDAQ OMX Nordic Exchange odbywało się etapami. W pierwszym etapie została utworzona w 2003 roku grupa OMX. W jej skład weszły: sztokholmska grupa OM AB oraz giełdy nadbałtyckie w Helsinkach, Tallinie i Rydze, zrzeszone pod wspólną nazwą *HEX*. Kolejne lata to następująca po sobie seria fuzji; w 2004 roku z litewskim parkietem *Vilnius SE*, w 2005 roku z duńskim *Copenhagen SE*, w 2006 roku z islandzkim *Iceland SE*, a także zakup 5,81% udziałów giełdy w Oslo (2006 rok). W wyniku przedstawionej integracji giełd została utworzona Nordycka Lista Giełdowa OMX.

W maju 2007 roku doszło do zawarcia umowy pomiędzy OMX i Nasdaq, zapowiadającej połączenie giełd, z zastrzeżeniem dominującej roli amerykańskiego parkietu. Jednakże sam proces konsolidacji przedstawionych giełd okazał się dużo bardziej złożony. Okazało się bowiem, że w tym samym czasie akcjami OMX zainteresowała się giełda w Dubaju (*Borse Dubai – BD*, jako efekt fuzji *DIFX – Dubai International Financial Exchange* z *DFM – Dubai Financial Market*), która w 2007 roku miała 4,9% udziałów w *OJVIX* i zawarła porozumienie z akcjonariatem parkietu skandynawsko-bałtyckiego, zezwalające na zakup dalszych 24,2% udziałów. Pod koniec 2007 roku była już w posiadaniu 47,6% akcji OMX. Przeprowadzenie fuzji *Nasdaq-OMX* wymagało więc porozumienia między *Nasdaq* a parkietem w Dubaju, które zezwoliłoby giełdzie amerykańskiej stać się wyłącznym nabywcą giełd skandynawskich. We wrześniu 2007 roku zawarto umowę, zgodnie z którą *DB* oficjalnie zobowiązała się wycofać z walki o OMX, za co uzyskała możliwość nabycia

<sup>21</sup> Prezentacja jedynie korzyści związanych z konsolidacją giełd papierów wartościowych nie oznacza, iż omawiane zjawisko niesie tylko pozytywne skutki. Negatywne konsekwencje procesu konsolidacji nie stanowią jednak przedmiotu rozważań niniejszego artykułu.

<sup>22</sup> Kowalak T.: Integracja transgraniczna rynku kapitałowego w Unii Europejskiej, [w:] Integracja rynków finansowych w Unii Europejskiej do A do Z. „Bank i Kredyt”, marzec 2007, s. 10.



19,99% akcji *Nasdaq*, dających 5% głosów, oraz stała się beneficjentem trustu mającego 8% udziałów w *Nasdaq*. Z kolei giełda amerykańska, dzięki odkupowi od *Borse Dubai* wszystkich akcji skandynawskich giełd, stała się strategicznym akcjonariuszem OMX. Ostatecznie 27 lutego 2008 roku sfinalizowano fuzję *Nasdaq* z OMX i oficjalnie stworzono *Nasdaq-OMX Group*<sup>23</sup>.

Konsolidacja giełd skandynawskich i giełdy amerykańskiej przełożyła się na wzrost konkurencyjności dotychczas osobno funkcjonujących rynków finansowych. Analizując szczegółowo korzyści, które osiągnęły poszczególne giełdy papierów wartościowych dzięki konsolidacji, to m.in. zostały uzyskane efekty synergii. Złożyły się na nie: redukcja kosztów o około 30%, co przełożyło się na około 100 mln USD oszczędności oraz zwiększenie przychodów o 50 mln USD. Ważnym czynnikiem, który wpłynął na obniżkę kosztów były nowe rozwiązania technologiczne dotyczące zawierania transakcji. Szacuje się, że dzięki nowej technologii ceny oferowanych na giełdzie usług finansowych spadną w sumie nawet o 50 mln USD<sup>24</sup>.

Na korzyści o charakterze finansowym złożyły się korzyści o charakterze niefinansowym. Do tych ostatnich należy zaliczyć dostęp do nowych rynków. *Nasdaq* dzięki konsolidacji otrzymał dostęp do papierów wartościowych Europy oraz umocnił swą globalną pozycję.

Z kolei giełdy europejskie zwiększyły swój prestiż i, po konsolidacji z giełdą amerykańską, zaczęły konkurować w skali globalnej. Parkiety tworzące OMX zawsze pozostawały na peryferiach centrów finansowych Europy i nie odgrywały znaczącej roli. Utworzenie wspólnego rynku wykreowało szansę na wypromowanie ich na arenie światowej.

## 5. Podsumowanie

Zmiany zachodzące na rynkach finansowych stworzyły warunki do rozszerzenia przez giełdy działalności na skalę światową. Ponadto przez procesy dezintermediacji i demutualizacji spowodowały, iż giełdy zaczęły funkcjonować jak przedsiębiorstwa rynkowe, stąd też pojawił się problem dbałości o efektywność funkcjonowania giełd – maksymalizację efektywności dla akcjonariuszy, a następnie pojawiło się zjawisko konsolidacji giełd w celu podwyższania efektywności. Procesom tym poddało się większość giełd europejskich, czego przykładem było powstanie NASDAQ OMX Nordic Exchange, NYSE Euronext, Wiener Börse AG.

<sup>23</sup> Cieślík E., Kozłiński T.: Fuzje i przejęcia. „Gazeta Bankowa”, 4 maja 2009.

<sup>24</sup> Cieślík E.: Procesy konsolidacyjne giełd na świecie – wybrane aspekty, op. cit., s. 76.

**Bibliografia**

1. American Securities Exchange Act (Fragment 3.a.1).
2. Cieślík E.: Procesy konsolidacyjne giełd na świecie – wybrane aspekty, [w:] Antkiewicz S., Kalinowski M. (red.): Innowacje finansowe. CeDeWu, Warszawa 2008.
3. Cieślík E., Koźliński T.: Fuzje i przejęcia. „Gazeta Bankowa”, 4 maja 2009.
4. Di Noia C.: The Stock-Exchange Industry: Network Effects, Implicit Mergers, And Corporate Governance. Quaderni Di Finanza, Studi E Ricerche, No. 33, Marzo 1999.
5. Frąckowiak W. (red.): Fuzje i przejęcia. PWE, Warszawa 2009.
6. Gorczyńska A.: The market value added (MVA) as a method of assessing the efficiency of business. “Forum Statisticum Slovacum”, No. 4, 2009.
7. Gorczyńska-Dybek A.: Organizacja giełdy papierów wartościowych jako przedsiębiorstwa. „Przegląd Organizacji”, nr 8, 2012.
8. Granice konkurencji. Grupa Lizbońska. Poltext, Warszawa 1996.
9. Kachniewski M.: Rynki finansowe w Unii Europejskiej – dalsza integracja czy dezintegracja?, [w:] Integracja rynków finansowych w Unii Europejskiej do A do Z. „Bank i Kredyt”, listopad-grudzień 2007.
10. Kowalak T.: Integracja transgraniczna rynku kapitałowego w Unii Europejskiej, [w:] Integracja rynków finansowych w Unii Europejskiej do A do Z. „Bank i Kredyt”, 3 marzec 2007.
11. Kulpaka P.: Giełdy w gospodarce. PWE, Warszawa 2007.
12. Nacewski J., Zabielski K.: Globalny rynek finansowy. Wyższa Szkoła Kupiecka, Łódź 2007.
13. Pagano M., Roell A.: Trading Systems in European Stock Markets: Current Performance and Policy Options. “Economic Policy”, No. 10, April 1990.
14. Pierścionek Z.: Strategie konkurencji i rozwoju przedsiębiorstwa. PWN, Warszawa 2003.
15. Ramos S.B.: Competition Between Stock Exchanges: A Survey, Research Paper No. 77, HEC – University of Lausanne, FAME and CEMAF/ISCTE, February 2003.
16. Quantification of the Macro-Economic Impact of Integration of UE Financial Markets, Finale Report to The European Commission – Directorate – General for Internal Market, London Economic in association with PricewaterhouseCoopers and Oxford Economic Forecasting, London 2002.
17. Stankiewicz M.: Konkurencyjność przedsiębiorstwa. Budowanie konkurencyjności przedsiębiorstwa w warunkach globalizacji. Dom Organizatora, Toruń 2005.
18. Stępień K.: Konsolidacja a efektywność banków w Polsce. CeDeWu, Warszawa 2003.

19. Stoll H.R.: Future of Securities Markets: Competition or Consolidation? "Financial Analysts Journal", Vol. 64, Nov/Dec 2008.
20. Suszyński C.: Synergia w działalności rynkowej przedsiębiorstw. Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 1992.
21. Szczepankowski P.J.: Fuzje i przejęcia. PWN, Warszawa 2000.

### **Abstract**

In recent years, it is observed the phenomenon of transformation of local exchanges into regional and even global. In addition, withdrawal from activities of non-profit, as well as change of ownership from cooperative/ state into form of a public limited company and its shares trading publicly led to a situation in which stock exchanges have become companies. Therefore, the shareholders expect good results from them and interesting ideas for the future. Hence, there is a problem related to the increase of effectiveness action. As practice shows, the stock exchange more and more often combine to improve their efficiency. Examples are the Nordic and Baltic stock exchanges, which first established the Listed OMX Nordic List. and then merged with the American NASDAQ, establishing a global exchange Nasdaq OMX Nordic Exchange.