

MIROSLAW KACHNIEWSKI

GIELDY JAKO PRZEDSIĘBIORSTWA UŻYTECZNOŚCI PUBLICZNEJ

Wprowadzenie

Giełdy papierów wartościowych postrzegane są jako bardzo duże i zasobne w kapitał instytucje, generujące duży i prawie pewny zysk, oferujące dość niszową usługę pomnażania bogactwa bogatych. W poniższym artykule postawiona została teza, iż giełdy – jako przedsiębiorstwa oferujące dobro publiczne, jakim jest wycena i dostęp do kapitału oraz wskutek ograniczonych możliwości generowania zysku – powinny być traktowane jako przedsięwzięcia użyteczności publicznej, nie zaś jako przedsiębiorstwa zmuszone do walki konkurencyjnej.

Ewolucja formy funkcjonowania giełdy

Rekordowa liczba chętnych do udziału w prywatyzacji GPW¹ zdaje się potwierdzać, iż nawet wśród inwestorów giełdowych panuje przekonanie, że giełda jest przedsiębiorstwem generującym pewny zysk. Że tak ważna instytucja infrastruktury finansowej w kraju zawsze musi zarabiać i że będzie mogła się dzielić zyskami z akcjonariuszami.

Warto zatem przypomnieć, że giełdy praktycznie nigdy nie generowały zysku, bo z definicji były przedsięwzięciami non profit. Giełdy powstały jako struktury członkowskie, których zadaniem było dążenie nie do wypracowania zysku, ale do maksymalizacji korzyści dla swych członków, czyli domów maklerskich. Giełdy dążyły zatem do maksymalizacji obrotów w długim okresie, co przynosiło pośrednikom (pobierającym prowizje od tych obrotów) maksymalizację zysków w długim okresie. Dzięki tej symbiozie giełdy mogły być instytucjami samoregulującymi się, tj. zdecydowana większość regulacji była tworzona przez członków (i zarazem właścicieli) giełdy dla członków (i zarazem właścicieli) giełdy. Konieczność wspólnej realizacji długofalowych interesów powodowała, że regulacje te z jednej strony zapewniały bezpieczeństwo rynku (ewentualne nadużycia powodowałyby bowiem odpływ inwestorów i spadek obrotów, a więc i zysków), z drugiej

¹ Zainteresowanych nabyciem akcji GPW było ponad 323 tys. inwestorów – więcej niż w przypadku największych polskich firm.

zaś były jak najmniej dotkliwe (gdyż sami autorzy regulacji ponosili koszty ich wdrożenia i egzekwowania)².

Należy dodać, że konkurencja pomiędzy giełdami była ograniczona z uwagi na ograniczone możliwości rozwoju giełd prowadzących notowania w sposób tradycyjny, tj. open outcry³, wymagających rozbudowanej i drogiej infrastruktury (głównie powierzchni na sale notowań oraz maklerów giełdowych). Dopiero zmiany technologiczne umożliwiające obrót na giełdach w ramach obrotu elektronicznego⁴ spowodowały skokowy wzrost konkurencji – pojawiły się tzw. alternatywne (w sensie alternatywne wobec giełd) systemy obrotu, które nie ponosząc ww. kosztów tworzyły elektroniczne platformy, na których transakcje można było zawierać szybciej i taniej. W odpowiedzi giełdy także wprowadziły elektroniczne systemy obrotu, co wiązało się z przeprowadzeniem procesu konsolidacji giełd⁵ na poziomie krajowym (lata 80. XX w.), a następnie międzynarodowym i międzykontynentalnym.

Zmiany zachodzące na giełdach nie zniechęciły ich „alternatywnych” konkurentów. Wskutek coraz bardziej zażartej walki konkurencyjnej właściciele giełd (czyli domy maklerskie) doszli do wniosku, iż konieczna jest zmiana dotychczasowej formuły funkcjonowania. Tym bardziej że przedstawiona powyżej symbioza pomiędzy giełdą a domami maklerskimi przestała być wystarczająca. Wprawdzie giełdom wciąż zależało na maksymalizacji obrotu, ale domom maklerskim zaczęło zależeć na maksymalizacji obrotu za ich pośrednictwem. Wcześniej oba cele musiały być zbieżne, gdyż bezpośredni udział inwestorów w zawieraniu transakcji na parkiecie giełdowym nie był możliwy z uwagi na konieczność zweryfikowania ich wiarygodności, techniczną trudność zawarcia transakcji „na palcach” czy wreszcie ograniczoną pojemność sal notowań. Wprowadzenie obrotu elektronicznego wyeliminowało te trudności i obecnie możliwe jest (przynajmniej z technicznego punktu widzenia) bezpośrednie uczestnictwo inwestorów w sesji giełdowej. Dlatego – aby ułatwić giełdom prowadzenie walki konkurencyjnej z alternatywnymi systemami obrotu – domy maklerskie postanowiły zmienić formułę funkcjonowania giełd. Giełdy stały się

² Szerzej o idei samoregulacji autor traktuje w odrębnej publikacji, por. M. Kachniewski: *Regulacje - obiektywna konieczność czy zbyteczne obciążenie?*, [w:] *Regulacyjne aspekty polityki ekonomicznej – dostosowania polskiej gospodarki do europejskiego i globalnego rynku*, Acta Universitatis Lodzianis, Folia Oeconomica 174, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2004, s. 119.

³ System notowań open outcry polega na zawieraniu transakcji pomiędzy maklerami obecnymi na parkiecie giełdowym z wykorzystaniem systemu sygnalizacji za pomocą dłoni i palców. System taki w przypadku dużej liczby notowanych instrumentów i dużej liczby transakcji jest bardzo kosztowny, wymaga bowiem utrzymania dużej powierzchni na potrzeby notowań oraz opłacania specjalnie przeszkolonych maklerów potrafiących nie tylko bardzo szybko liczyć i pracować w warunkach ogromnego stresu, ale także bezbłędnie zawierać transakcje pokazywane „na palcach”.

⁴ Systemy obrotu elektronicznego polegają na zawieraniu transakcji za pośrednictwem zaawansowanych systemów informatycznych. Użytkownik wprowadza dane do systemu i zlecenia są kojarzone automatycznie, dzięki czemu proces zawierania transakcji jest prostszy, szybszy, bardziej przejrzysty i tańszy (po przekroczeniu pewnej granicznej wartości obrotów, gdyż stworzenie takiego systemu obrotu wiąże się z koniecznością poniesienia określonych kosztów).

⁵ Wdrożenie elektronicznych systemów obrotu spowodowało, że istnienie małych giełd lokalnych nie miało ekonomicznego uzasadnienia – powstawały związki giełd, w których były lokalne giełdy stały się pośrednikami przekazującymi zlecenia do giełdy centralnej.

„normalnymi” przedsiębiorstwami zorientowanymi na zysk, których właścicielami mogły zostać dowolne podmioty i które w dowolny sposób mogły pozyskiwać kapitał (w tym drogą emisji akcji i w konsekwencji notowania ich na giełdzie). Proces ten nazwany został demutualizacją giełd⁶. Powstała zatem sytuacja, w której giełdy zaczęły być notowane na giełdzie, istotna część infrastruktury finansowej stała się własnością prywatną i ta prywatna instytucja mogła wydawać regulacje, co miało ogromne implikacje dla dalszego rozwoju rynków finansowych.

Otoczenie konkurencyjne giełd

Wraz z rozwojem technologicznym otoczenie konkurencyjne giełd uległo diametralnej zmianie. Czynniki ograniczające możliwość konkurowania pomiędzy giełdami straciły na znaczeniu. Bariery fizycznego rozwoju giełd zniknęły wraz z rozwojem elektronicznych systemów obrotu. Bariery regulacyjne również nie istnieją – wskutek liberalizacji przepływów kapitałowych mamy do czynienia z wielkim globalnym rynkiem. Można wprawdzie argumentować, że same różnice w systemach prawnych zniechęcają do zawierania transakcji poza granicami kraju, ale i te aspekty są coraz mniej istotne z uwagi na postępującą konwergencję regulacji (głównie w ramach Unii Europejskiej, ale nie tylko).

Wcześniejszy naturalny monopol lokalnych giełd zastąpiony został praktycznie nieograniczoną konkurencją. Można sobie wszak wyobrazić jedną światową giełdę handlującą wszystkimi instrumentami finansowymi – jedynym ograniczeniem są względy techniczne: odpowiedniej wydajności sprzęt, oprogramowanie i transfer danych.

Obecnie bezpośrednia konkurencja pomiędzy giełdami jest ograniczona głównie ze względów mentalnych – emitenci, inwestorzy i pośrednicy wolą operować na „swojej” giełdzie, ale i w tej dziedzinie mamy do czynienia z istotnymi zmianami. Poziom internacjonalizacji giełd mierzony liczbą zagranicznych emitentów, zagranicznych domów maklerskich, obrotu generowanego przez zagranicznych inwestorów wciąż wzrasta. Niemniej konkurencja pomiędzy giełdami jest zjawiskiem znanym i „oswojonym”. Jest też zjawiskiem stosunkowo bezpiecznym z punktu widzenia funkcjonowania infrastruktury finansowej – wymusza podnoszenie jakości usług świadczonych przez giełdy, przesunięcia obrotu pomiędzy giełdami są relatywnie mało dynamiczne, a niezależnie od skali tych przesunięć obrót prowadzony jest na rynku dobrze uregulowanym.

Prawdziwym wyzwaniem jest konkurencja z tzw. wielostronnymi platformami obrotu (MTF – Multilateral Trading Facilities), które nie mają statusu giełd – nie spełniają zatem porównywalnych wymogów regulacyjnych, ani nie ponoszą związanych z tym kosztów. Mogą zatem oferować swe usługi po znacznie niższych cenach. Tym bardziej że dane dotyczące transakcji zawieranych na giełdach są dostępne w czasie rzeczywistym. A zatem

⁶ Szerzej proces demutualizacji przedstawiony został w innych opracowaniach, por. m.in. M. Kachniewski: *Rynki finansowe w Unii Europejskiej – dalsza integracja czy dezintegracja?*, *Integracja rynków finansowych w Unii Europejskiej od A do Z*, „Bank i Kredyt” 2007, nr 11–12.

MTF-y mogą prawie za darmo skorzystać z tych informacji i oferować zawieranie transakcji po cenach takich samych, jak na giełdach, przy niższych kosztach transakcyjnych, co wypacza konkurencję. Obrazowo sytuację tę porównać można (nieco przejawiając) do konkurencji pomiędzy kantorem wymiany walut a osobą fizyczną przejmującą klientów kantoru poprzez oferowanie wymiany po nieco lepszym kursie.

Konsekwencje zwiększonej presji konkurencyjnej

Wskutek zwiększonej presji konkurencyjnej możliwe są 3 scenariusze dalszego rozwoju sytuacji:

- giełdy będą oferować bezpieczniejsze niż MTF-y warunki zawarcia transakcji, a uczestnicy rynku będą chcieli płacić za to wyższą cenę (konkurowanie jakością),
- giełdy zmuszone do walki konkurencyjnej obniżyć będą cenę usług do poziomu oferowanego przez MTF-y, obniżając jednocześnie standardy świadczonych usług (konkurowanie ceną),
- giełdy obniżyć będą cenę usług, niemniej nie będą w stanie zaoferować kosztów transakcyjnych na poziomie MTF-ów, więc wciąż będą tracić część obrotów (wariant pośredni).

Na podstawie szerokich obserwacji zachowań konsumentów oraz w szczególności analizując dane dotyczące przesuwania obrotów na rzecz rynków alternatywnych (w okresie styczeń 2008 – lipiec 2010 udział MTF w obrotach w Europie wzrósł o ponad 20%)⁷ należy stwierdzić, iż realizacja pierwszego z powyższych scenariuszy wydaje się mało prawdopodobna. Konkurencja pomiędzy inwestorami, a w szczególności wzrost popularności handlu automatycznego (tj. automatycznego generowania zleceń na podstawie określonych wcześniej algorytmów) i innych systemów spekulacji wiążących się z zawieraniem bardzo wielu transakcji⁸ powoduje, iż najważniejsze stają się 2 parametry: szybkość realizacji zlecenia (liczona w milisekundach) i koszt zawartej transakcji. Bezpieczeństwo stało się czynnikiem mniej znaczącym, czego najlepszym dowodem jest zwiększanie udziału MTF w obrotach, pomimo największego od dziesięcioleci kryzysu finansowego (który teoretycznie powinien przyczynić się do zwiększenia popytu na bezpieczeństwo).

Można się zatem spodziewać, że w najbliższych latach giełdy będą się starać konkurować cenowo z MTF-ami, co będzie niezwykle trudne w obliczu ponoszenia większych (niż MTF-y) obciążeń regulacyjnych. W związku z tym nigdy nie będą w stanie zaoferować lepszej (cenowo) oferty, przez co część obrotów będzie wciąż przechodzić na platformy

⁷ Por. *Equity Markets 2010*, The City UK, September 2010 <http://www.thecityuk.com/media/182038/equity%20markets%202010.pdf>, s. 4.

⁸ Szacuje się, że na rynkach amerykańskich aż 60%, a na rynkach europejskich – 40% obrotu generowane jest przez podmioty wykorzystujące strategię częstego zawierania transakcji (HFT – High Frequency Trading), por. S. Grob: *The Fragmentation of the European Equity Markets*, str. 159, [w:] *Trends in the European Securities Industry*, red. V. Lazari, Egea, Milan 2011.

alternatywne. Powodować to będzie dalszą fragmentację obrotu i obniżenie poziomu bezpieczeństwa rynku⁹.

Jedną ze strategii konkurencyjnych giełd jest tworzenie lub przejmowanie przez nie MTF-ów. Choć może to być właściwe rozwiązanie dla samych giełd, to z punktu widzenia rynku kapitałowego generuje ono dodatkowe zagrożenie, przyspieszając ewolucję w kierunku rynku zdominowanego przez MTF-y. Jeśli giełdy przestaną być najbardziej płynnymi rynkami, wówczas problem wyceny notowanych instrumentów finansowych nabierze nowego wymiaru.

W tym kontekście paradoksalnie ograniczenie konkurencji pomiędzy rynkami może doprowadzić do wzrostu konkurencji o kapitał i przyczynić się do jego lepszej alokacji.

Giełda notowana czy dotowana

Mając na względzie powyższe rozważania, można postawić tezę, że demutualizacja i związane z nią traktowanie giełd jako „normalnych” przedsiębiorstw – zorientowanych na generowanie zysku oraz notowanych na giełdzie – będzie utrudniać w przyszłości ich właściwe funkcjonowanie. Podstawowa usługa giełdy (kojarzenie transakcji) i podstawowy produkt giełdy (cena notowanych instrumentów) będą coraz gorszej jakości. I choć pozornie obniżenie opłat transakcyjnych może być odbierane jako podniesienie poziomu użyteczności dla uczestników rynku, to w istocie tak nie będzie, gdyż za niższą cenę oferowana będzie gorsza usługa (tj. płytszy rynek). Podobnie wycena notowanych instrumentów – choć prawdopodobnie jej koszt będzie obniżany wskutek presji konkurencyjnej, to jakość tego produktu będzie niższa z uwagi na brak koncentracji obrotu. W szczególności konkurencja może doprowadzić do fragmentacji obrotu do takiego poziomu, że giełda nie będzie najbardziej płynnym rynkiem dla danego papieru wartościowego. Wprowadzić to może chaos na rynki finansowe, gdyż utrudniona zostanie wycena projektów inwestycyjnych, określanie krzywej rentowności dłużnych papierów wartościowych etc.

Warto zadać zatem pytania: na ile usługi świadczone przez giełdy są użyteczne z punktu widzenia społeczeństwa? Na ile pogorszenie jakości tych usług może wpłynąć negatywnie na rozwój gospodarczy? Wszak giełda to nie tylko klub dla bogaczy, ale przedsiębiorstwo świadczące usługi – pośrednio lub bezpośrednio – na rzecz całego społeczeństwa. Wszyscy korzystamy z usług świadczonych i podatków płaconych przez giełdowe przedsiębiorstwa. Wysokość naszych emerytur będzie zależała od jakości usług świadczonych przez giełdy. Można nawet argumentować, że niewłaściwe funkcjonowanie giełd spowodować może wojny i głód w dużej części świata. A zatem właściwe funkcjonowanie giełd jest ważne dla nas wszystkich. Giełdy produkują dobro publiczne, jakim jest cena kapitału i realizują ważne dla rozwoju gospodarczego zadania – m.in. ułatwiają transformację oszczędności

⁹ Zwłaszcza jeśli prawdziwa okazałaby się teza, że rynki najczęściej nie mają racji, por. G. Soros: *The New Paradigm for Financial Markets*, PublicAffairs, New York 2008, s. 76. Wówczas – wobec niższej jakości informacji o wycenie kapitału – rynki mogłyby utracić swą zdolność do samonaprawy.

w inwestycje i podnoszą efektywność alokacji kapitału. Czy takie przedsiębiorstwa mogą być prywatne? Czy mogą kierować się kryterium maksymalizacji zysku? Czy powinny być zmuszane do konkurencji cenowej?

A może powinny być uznane jako przedsiębiorstwa użyteczności publicznej? Jeśli giełda powinna oferować głęboki, płynny rynek, a może to osiągnąć tylko drogą konkurencji cenowej, to może powinna być dotowana przez państwo, aby zapewnić taką usługę? Dlaczego dotowanie jednych dóbr wydaje się oczywiste, a innych nie? Czy prawidłowa wycena instrumentów finansowych jest mniej ważna od komunikacji miejskiej? Może się przecież okazać, że bez tej wyceny komunikacja miejska straci na znaczeniu, gdyż wskutek bankructw przedsiębiorstw ludzie nie będą musieli dojeżdżać do pracy.

Warto dodać, że choć pozornie zaproponowane rozwiązanie wydaje się kuriozalne, w istocie nie odbiega od rozwiązań zastosowanych w czasie kryzysu finansowego – dotowania i/lub nacjonalizacji części sektora finansowego. Giełdy nie zostały znacjonalizowane nie dlatego, że byłoby to niewłaściwe ideologicznie, ale dlatego, że świetnie się podczas kryzysu spisaly. Ale jeśli konkurencja cenowa wymusi erozję zasad bezpieczeństwa obrotu, wówczas nacjonalizacja giełd może okazać się jak najbardziej naturalnym posunięciem podczas kolejnego kryzysu.

Co więcej, nawet przed kryzysem podobne rozwiązania stosowane były w USA w odniesieniu do kredytów hipotecznych. Skoro można było dotować kredyty hipoteczne (co musiało doprowadzić do negatywnych skutków), może należy dotować giełdy (co powinno doprowadzić do pozytywnych skutków).

Może się zatem okazać, że usługi świadczone przez giełdy są ważniejsze od wielu innych obecnie dotowanych przez państwo/samorządy. Niemniej dotowanie giełd wydaje się obecnie rozwiązaniem nierealnym, gdyż z politycznego punktu widzenia byłoby to podobne do chwytnia się brzytwy. Dlatego takie rozwiązania politycy zaproponują dopiero wtedy, gdy gospodarka zacznie tonąć.

Należy nadmienić, iż w przypadku rynku polskiego giełda papierów wartościowych przez prawie dwie dekady była własnością państwa – może w tym tkwi sekret jej dynamicznego rozwoju? Może właśnie brak konieczności realizacji zysku i związanej z tym konkurencji cenowej był tym czynnikiem, który przesądził o sukcesie? Czy w warunkach pogoni za zyskiem, rozpatrywanym w horyzoncie czasowym jednej kadencji zarządu, możliwe byłoby uruchomienie takich projektów, jak NewConnect lub Catalyst? Być może zatem struktura własności warszawskiej giełdy była czynnikiem sprzyjającym rozwojowi polskiego rynku kapitałowego.

Literatura

- Equity Markets 2010, The City UK, September 2010 <http://www.thecityuk.com/media/182038/equity%20markets%202010.pdf>.
- Kachniewski M.: *Regulacje - obiektywna konieczność czy zbyt ciężkie obciążenie?*, [w:] *Regulacyjne aspekty polityki ekonomicznej – dostosowania polskiej gospodarki do europejskiego i globalnego rynku*, Acta Universitatis Lodzianis, Folia Oeconomica 174, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2004.
- Kachniewski M.: *Rynki finansowe w Unii Europejskiej - dalsza integracja czy dezintegracja?*, *Integracja rynków finansowych w Unii Europejskiej od A do Z*, „Bank i Kredyt” 2007, nr 11–12.
- Kachniewski M.: *Nadopiekuńczość regulacyjna a kryzysy finansowe*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 587, Szczecin 2010.
- Soros G.: *The New Paradigm for Financial Markets*, PublicAffairs, New York 2008.
- Trends in the European Securities Industry*, red. V. Lazari, Egea, Milan 2011.

dr Miroslaw Kachniewski

Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych

Tekst odzwierciedla wyłącznie osobiste poglądy autora.

Streszczenie

Giełdy papierów wartościowych poddawane są coraz większej presji konkurencyjnej ze strony platform alternatywnych. Z drugiej strony surowe wymogi regulacyjne nie pozwolą na zaferowanie tak niskich kosztów transakcyjnych, jak mogą to zrobić MTF-y. W konsekwencji zachodzić będzie proces przesuwania obrotów z giełd w kierunku MTF-ów, co powodować będzie fragmentację obrotu, obniżenie płynności giełd, a przez to – niższą jakość wyceny kapitału. W rezultacie rynek kapitałowy w coraz mniejszym stopniu będzie się przyczyniał do transformacji i właściwej alokacji kapitału, ze szkodą dla rozwoju gospodarczego.

Rozwiązaniem – z pozoru brzmiącym nieprawdopodobnie, ale w obliczu interwencjonizmu państwowego, jaki mogliśmy obserwować podczas ostatniego kryzysu finansowego całkowicie wyobraźnym – byłoby potraktowanie giełd papierów wartościowych jako instytucji użyteczności publicznej, wspomaganich przez budżety poszczególnych krajów. Dotowanie giełd byłoby ceną płaconą za realizację misji właściwej wyceny kapitału, która przyczyniałaby się do przyspieszenia rozwoju gospodarczego.

STOCK EXCHANGES AS UTILITY COMPANIES

Summary

Stock exchanges are subject to increasing competition exercised by alternative trading platforms. On the other side, strict regulatory requirements do not allow for offering transaction costs

at such low levels as MTFs may afford. Consequently, we will face still more and more advanced process of shifting trading from exchanges towards MTFs, which will lead to trading fragmentation, lower liquidity and as a result – lower quality of capital valuation. Hence, capital market will contribute still less and less to transformation and proper allocation of capital, which will affect economic development.

The solution – at a glance ridiculous, but having in mind the level of state intervention, which we faced during last financial crisis, quite acceptable – could be considering stock exchanges public utility companies, backed with budgets of particular countries. Subsidies for exchanges would be the price paid for meeting of the goal (or even mission) of proper capital valuation, which – in turn – would stimulate economic growth.