

*Alina Gorczyńska\**

## **DEMONOPOLIZACJA REGIONALNEJ POZYCJI GIEŁD PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH I JEJ KONSEKWENCJE**

### **1. WPROWADZENIE**

Tradycyjnie giełdy papierów wartościowych stanowiły naturalne monopole, w których koncentrowały się popyt i podaż na określone instrumenty finansowe<sup>1</sup>. Pojedyncza giełda w danym regionie (kraju) w sposób naturalny przyciągała wszystkie transakcje związane z papierami wartościowymi. Działając bowiem w formie spółdzielni, w ramach której jedynie członkowie giełdy jako pośrednicy (brokerzy) mogli uczestniczyć w rynku, stanowiła miejsce, gdzie pozostali uczestnicy rynku byli zmuszeni korzystać z usług pośredników (za odpowiednią opłatą). Uczestnicy koncentrowali obrót w danym miejscu, gdyż na skutek zwiększającej się liczby uczestników, następował spadek przeciętnego kosztu wymiany handlowej i polepszenie jakości rynku. Spadek przeciętnego kosztu transakcji wiązał się efektami skali, gdzie koszty stałe związane np. z funkcjonowaniem parkietu rozkładały się na większą ilość uczestników obrotu giełdowego. Polepszenia zaś jakości rynku wiązało się z większą ilością uczestników rynku, a więc z większą płynnością rynku, co dotyczyło większego prawdopodobieństwa realizacji zleceń wystawionych przez inwestorów.

Czynniki prawne i technologiczne wywołały przekształcenia w dotychczasowej – monopolistycznej na skalę danego regionu (kraju) roli giełdy papierów wartościowych. Jako hipotezę badawczą w niniejszym artykule przyjęto, iż zmiany w otoczeniu prawnym i technicznym uwarunkowały demonopolizację regionalnej pozycji giełd oraz dalsze konsekwencje o charakterze mikro i makroekonomicznym.

---

\* Dr, Politechnika Śląska w Gliwicach.

<sup>1</sup> 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” – Di Noia [1999: 17].

## 2. PRZYCZYNY DEMONOPOLIZACJI GIEŁD PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH

Zmiany, jakie nastąpiły pod koniec XX w., związane z liberalizacją regulacji prawnych w zakresie funkcjonowania obrotu papierami wartościowymi oraz postępowaniem technologicznym, uwarunkowały demonopolizację regionalnej pozycji giełd papierów wartościowych.

Pierwszy z wymienionych czynników stanowiły zmiany regulacji prawnych odnośnie funkcjonowania pośredników obrotu papierami wartościowymi, zasad tego obrotu oraz reguł działania giełd. Pierwotnie wiązało się to z usuwaniem restrykcyjnych przepisów ograniczających konkurencyjną działalność. W celu zapewnienia sobie monopolistycznej pozycji, duże giełdy wprowadzały zakaz handlu przez brokerów danej giełdy na innych giełdach<sup>2</sup>. Ponadto, aby inne giełdy nie próbowały oferować niższych prowizji, giełdy dominujące odmawiały dostępu do informacji odnośnie notowań i cen papierów wartościowych na ich parkietach. W ten sposób czerpały korzyści z niepewności inwestorów niebędących uczestnikami giełdy, którzy w takiej sytuacji byli skłonni inwestować na dużych, o wysokiej płynności giełdach, gdzie ceny walorów są bardziej przewidywalne [Gorham 2011: 10].

Współczesna liberalizacja uregulowań prawnych w zakresie przepływu i obrotu kapitału spowodowała stopniowe rozszerzanie możliwości, a obecnie w niektórych regionach wręcz swobodę w zakresie działalności instytucji inwestycyjnych. W przypadku Europy, dwie dyrektywy: z 1993 r. *Dyrektywa w sprawie usług inwestycyjnych w zakresie papierów wartościowych (Investment Services Directive ISD)* [Dyrektywa Rady Wspólnoty Europejskiej 93/22/EWG ...] oraz zastępująca ją w 2007 r. *Dyrektywa w sprawie rynków instrumentów finansowych (Markets in Financial Instruments Directive MiFID)*<sup>3</sup>, dały możliwość jednostkom, które uzyskały prawa w zakresie świadczenia usług inwestycyjnych w państwie macierzystym, realizację działalności inwestycyjnej na terenie Wspólnoty Europejskiej (tzw. zasada jednolitej licencji). Ponadto ujednoczono zasady korzystania z usług inwestycyjnych obywatelom Unii Europejskiej, a także stworzono ramy regulacyjne m. in. w zakresie obrotu instrumentami na rynkach niepublicznych, w celu zwiększenia konkurencyjności pomiędzy podmiotami na rynku usług inwestycyjnych.

Najważniejszą jednak determinantą osłabienia monopolistycznej roli giełd w regionie były zmiany technologiczne. Po pierwsze, nowe rozwiązania techno-

<sup>2</sup> Zakaz ten był wprowadzony w 1970 r. przez członków NYSE w ramach art. 394, który ograniczał handel przez członków NYSE poza NYSE – Stoll [2008: 15–27].

<sup>3</sup> MiFID tworzą 3 akty prawne: MiFID I. *Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych (MiFID)*, MiFID II. *Dyrektywa Komisji 2006/73/WE z 10 sierpnia 2006 r. wprowadzająca środki wykonawcze do dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady, Rozporządzenie Komisji (WE) nr 1287/2006 z 10 sierpnia 2006 r. wprowadzające środki wykonawcze do dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady* – por. <http://www.mifid.com.pl>.

logiczne zredukowały koszty utworzenia nowej giełdy. W przypadku tradycyjnie funkcjonujących parkietów bowiem stworzenie nowej giełdy wymagało pozyskania nowego budynku w centrum znanej metropolii, wyposażenie go, zatrudnienia szeregu osób, w tym maklerów, niezbędnych do obsługi. W przypadku nowych giełd elektronicznych, wymagane jest przede wszystkim zainstalowanie bardzo szybkiego serwera i oprogramowania oraz osób niezbędnych do jego obsługi [Gorham 2011: 12–19].

Po drugie, technologia umożliwiła przejrzystość rynku. Nowe rozwiązania z zakresu technologii komputerowej, telekomunikacyjnej i radiowo-telewizyjnej uwarunkowały niezwykle szybki rozwój przekazu informacji. Jednocześnie nastąpiła wielokrotna redukcja kosztu przetwarzania i przesyłania informacji. W konsekwencji, współcześnie notowania i ceny transakcji na jednym rynku są natychmiast przekazywane na wszystkie inne rynki. W warunkach wysokiej przejrzystości, inwestor posiada informacje na temat zasad inwestycji na konkurencyjnych rynkach i ma teoretycznie możliwość wyboru najkorzystniejszej dla siebie oferty. Ponadto dla rynków giełdowych, sytuacja swobodnego przepływu informacji dotyczącego ofert, zasad funkcjonowania, sprzyja konkurencji i zwiększa rynek, na którym następuje handel. Tak więc, wysoka przejrzystość zmniejsza atrakcyjność giełdy dominującej jako źródła płynności i daje podstawy informacyjne do inwestycji na innych rynkach.

Po trzecie, rozwiązania technologiczne zredukowały koszty przeniesienia handlu walorami z jednej giełdy na inne oraz koszty transakcyjne poszczególnych rynków obrotu papierami wartościowymi. Dzięki systemom informatycznym transakcje nie są zawierane w systemie *open outcry* polegającym na zawieraniu transakcji pomiędzy maklerami uczestniczącymi fizycznie w transakcjach [Stoll 2008], natomiast na podstawie wpływających zleceń, według ściśle określonego algorytmu. Elektroniczne zamówienia natomiast zwiększają łatwość, z jaką alternatywne rynki mogą być dostępne, a więc zmniejszają monopol lokalizacyjny giełd. Elektroniczacja obrotu zmniejszyła również koszty transakcyjne<sup>4</sup>, natomiast w warunkach przejrzystości rynków, inwestorzy szukają rynków o jak najniższych kosztach transakcyjnych. Koszty transakcji są uznawane jako te, które mają wpływ na ilość zawieranych transakcji, a zatem są ważnym czynnikiem determinującym konkurencję między giełdami [Ramos 2003: 25].

Reasumując, liberalizacja prawa w zakresie obrotu papierami wartościowymi oraz nowe rozwiązania technologiczne osłabiły monopolistyczną rolę giełd w regionie i ułatwiły powstawanie nowych rynków obrotu walorami finansowymi. Generalnie, tradycyjny rynek finansowy wyróżniał rynki regulowane – giełdy, charakteryzujące się konkretnym miejscem zawierania transakcji, wymogami dopuszczenia instrumentów oraz uczestników do obrotu giełdowego,

---

<sup>4</sup> Koszty transakcji dotyczą kosztów związanych z płatnościami prowizji do biur maklerskich i podatkami od przeprowadzenia transakcji, plus ukryte koszty (czas) potrzebny na ich rozliczenie – Pagano i Roell [1990: 14].

określonymi regułami zawierania transakcji itd. oraz nieregulowane – nieposiadające takich wymogów w zakresie handlu walorami. Jednakże z czasem, podział na wymienione rodzaje rynków zaczął zanikać. Z jednej strony rynki pozagiełdowe, zaczęły stopniowo wprowadzać reguły obrotu papierami wartościowymi. Z kolei tradycyjne giełdy, na skutek stworzenia obrotu elektronicznego, zaczęły likwidować tradycyjne parkiety, rezygnować z pośredniczącej roli maklerów, dopuszczając inwestorów do bezpośredniego obrotu. Z czasem więc oba rodzaje rynków zaczęły się upodabniać. Natomiast rynki pozagiełdowe zaczęły się rozwijać, m. in. poprzez wprowadzanie coraz to nowych instrumentów finansowych. Tak więc stworzyły alternatywne systemy obrotu papierami wartościowymi wobec rynków giełdowych, tzw. ATS-y<sup>5</sup>. Systemy te oferują niższe koszty zawierania transakcji przy mniejszym bezpieczeństwie obrotu<sup>6</sup>.

### 3. DEMONOPOLIZACJA REGIONALNEJ POZYCJI GIEŁDY PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W UJĘCIU TEORETYCZNYM

Wpływ nowych technologii oraz rozwiązań prawnych, które wpłynęły na demonopolizację regionalnej pozycji, można przedstawić modelowo. Rysunek 1 pokazuje, w jaki sposób przedstawione czynniki mogą osłabić monopol giełdy dominującej. Linia C przedstawia średni koszt obsługi klientów w zależności od liczby klientów korzystających z giełdy, a więc korzyści skali na dominującej giełdzie<sup>7</sup>. Krzywa ta jest pochyłona w dół, ponieważ wraz ze wzrostem liczby klientów, koszty stałe giełdy rozkładają się na większą ilość klientów i koszt przeciętny spada. Linia B stanowi średnią korzyść klienta z giełdy w zależności od liczby klientów. Krzywa ta ma charakter rosnący, gdyż korzyści związane z łatwością (czasem, ceną), z jaką można wykonać transakcję zależy od liczby klientów. Im ta liczba klientów jest większa, tym korzyści dla klienta wyższe<sup>8</sup>. Zatem próg rentowności dla giełdy dominującej to punkt K, gdzie średnia korzyść dla klienta równa się średniemu kosztowi obsługi giełdy<sup>9</sup>. Giełda może

<sup>5</sup> ATS (Alternative Trade System) to system komputerowy, który łączy zlecenia kupujących i sprzedających. System ten jest znacznie bardziej elastyczny niż systemy giełdowe, gdyż może zapewnić anonimowość stron transakcji, pozwala uczestnikom na stosowanie skomplikowanych systemów zamówień, funkcjonuje w godzinach, w których handel na giełdach już się nie odbywa.

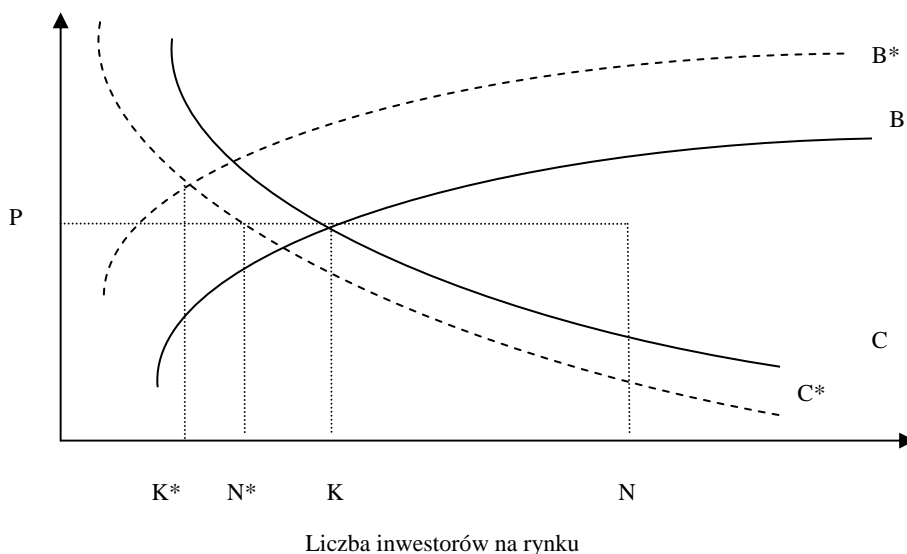
<sup>6</sup> Alternatywne systemy obrotu papierami wartościowymi w Stanach Zjednoczonych noszą nazwę Alternative Trading Systems (ATS), natomiast w Europie Multilateral Trading Facilities (MTF) – Kachniewski [2007: 7].

<sup>7</sup> Poprzez efekty skali rozumie się efekty związane z rozłożeniem kosztów stałych na większą produkcję/ilość świadczonych usług, prowadzące do obniżeniu kosztu jednostkowego.

<sup>8</sup> Większą ilość inwestorów na rynku wiąże się z większą płynnością rynku. Płynność rynku finansowego oznacza łatwość zawierania transakcji, która jest konsekwencją dużej skali obrotów – Sławiński [2006: 22].

<sup>9</sup> W klasycznym ujęciu poprzez punkt rentowności rozumie się ilość lub wartość produkowanych i sprzedawanych produktów/usług, ze sprzedaży których uzyskane przychodu zrównują

działać zyskownie, jeżeli liczba klientów przekroczy  $K$  – wówczas korzyści w postaci przychodów z opłat uzyskiwane przez giełdę wynikające z większej ilości inwestorów na giełdzie przekraczają wysokość kosztów operacyjnych<sup>10</sup>.



Rys. 1. Wpływ nowych rozwiązań technologicznych i prawnych na funkcjonowanie giełdy papierów wartościowych

Źródło: Stoll [2008: 19].

Nowe technologie oraz zmiany prawne w zakresie funkcjonowania pośredników w zakresie obrotu papierami wartościowymi zmniejszają koszty tworzenia i funkcjonowania konkurencyjnych rynków giełdowych oraz umożliwiają przechodzenie inwestorów na rynki alternatywne. Zakładając, że nowy rynek giełdowy, funkcjonujący w ramach elektronicznego obrotu, jest bardziej wydajny niż istniejąca giełda dominująca, jego funkcjonowanie na rys. 1 ilustrują linie przerywane. Linia  $C^*$  przedstawia średni koszt obsługi tego rynku, który jest niższy od średniego kosztu eksploatacji giełdy dominującej (linia  $C$ ). Oszczędności mogą wiązać się z elektronicznym charakterem giełdy konkurencyjnej, w której ręczna obsługa rynku jest zastępowana komputerową. Przedstawiony

koszty (stałe i zmienne) funkcjonowania danego podmiotu – wówczas zysk wynosi zero. W przypadku giełd papierów wartościowych, punkt rentowności można interpretować jako daną ilość obsługiwanych klientów (inwestorów), z których przychody z opłat pokrywają koszty funkcjonowania giełdy.

<sup>10</sup> Giełdy pozyskują opłaty z tytułu: od emitentów za dopuszczenie i wprowadzenie do notowań, za obrót walorami finansowymi, za rozpowszechnianie informacji o cenach, za rozrachunki i rozliczenia – patrz szerzej: Górczyńska-Dybek [2012: 34].

model zakłada, że korzyści klienta na nowym rynku, przedstawione w formie krzywej  $B^*$  są wyższe od tych z dominujących giełd (krzywa  $B$ ). Założenie to odzwierciedla fakt, że nowa technologia poprawia komunikację między klientami, przyspiesza proces rozpoznawania cen (opłat) i przechodzenia na rynki konkurencyjne, z których klienci mogą osiągać wyższe korzyści.

Nowe rynki elektroniczne mogą funkcjonować bardziej skutecznie niż dominująca giełda, jednak nie oznacza to, że zawsze ich powstanie wiąże się z sukcesem. Aby nowy rynek istniał, musi zdobyć minimalną ilość inwestorów  $K^*$ , którzy przyłączyliby się z już funkcjonującej giełdy. Nawet wówczas, mimo, że korzyści dla klientów przekraczają koszty funkcjonowania rynku konkurencyjnego, koszty te mogą być wyższe niż koszty operacyjne giełdy dominującej. W takim przypadku, giełda dominująca wciąż ogranicza działalność nowicjusza. Dopiero, jeśli ilość inwestorów, którzy przyłączą się wynosi  $N^*$ , koszty funkcjonowania nowego rynku będą niższe niż koszty giełdy dominującej, funkcjonowanie giełdy dominującej może być zagrożone.

Proces konkurencji pomiędzy giełdą dominującą i nowymi rynkami jest złożony. Może zająć sporo czasu nowym giełdom w uzyskaniu wystarczającej ilości inwestorów i pozycji gwarantującej im byt na rynku. W konsekwencji, obie giełdy mogą współistnieć przez jakiś czas. Ponadto giełdy dominujące mogą podejmować kroki w celu utrzymania swojej pozycji.

#### **4. KONSEKWENCJE DEMONOPOLIZACYJNEJ ROLI GIEŁD PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH**

Oslabienie monopolistycznej roli giełd papierów wartościowych oraz powstanie rynków konkurencyjnych, wywołała szereg konsekwencji. I tak, przedstawione zmiany spowodowały rewolucję w dotychczasowych zasadach działalności dominujących giełd papierów wartościowych. Giełdy, które funkcjonowały w oparciu o tradycyjny parkiet, aby być konkurencyjnymi, zaczęły wprowadzać elektroniczny obrót. Dzięki temu mogły obniżyć koszty, poprzez eliminację kosztów funkcjonowania fizycznego parkietu, zatrudniania maklerów giełdowych oraz innych osób obsługujących parkiet, a przyciągają zlecenia inwestorów składających zlecenia bezpośrednio przez Internet.

Giełdy, które dotychczas charakteryzowały się członkowską strukturą zarządzania, swoją formą funkcjonowania zbliżyły się do przedsiębiorstw. Elektroniczny obrót stworzył bowiem możliwość eliminacji pośredników w handlu papierami wartościowymi [por. Kachniewski 2007: 3], czego konsekwencją stał się proces dezintermediacji. Proces ten wiązał się z eliminacją w ramach łańcucha działalności jednego z ogniw. W przypadku giełd papierów wartościowych dotyczył rezygnacji z pośrednictwa maklerów. W ramach procesu demutualiza-

cji<sup>11</sup>, giełdy przekształcają się z tradycyjnych struktur członkowskich na spółki, które najczęściej przyjmują postać spółek akcyjnych. W przypadku giełd, które działały jako instytucje państwowe, ma miejsce prywatyzacja giełd [[http://www.fe.se/be/\\_lib/files/EUROPEAN\\_EXCHANGE\\_REPORT\\_2009\\_FV.pdf](http://www.fe.se/be/_lib/files/EUROPEAN_EXCHANGE_REPORT_2009_FV.pdf)].

Przedstawione procesy implikują kolejne działania giełd, a mianowicie publiczną emisję własnych akcji. Giełdy, które zmieniły formę prawną na spółkę akcyjną i, gdy spełniają wymogi dopuszczenia i notowania papierów wartościowych na rynku giełdowym, mogą emitować akcje. Często bywa tak, iż dana giełda emituje akcje na własnym rynku. Dzięki emisji pozyskują kapitał na dalszy rozwój.

Przekształcenia form działalności giełd na przedsiębiorcze, jak i coraz łatwiejsza możliwość powstania giełd, spowodowały wykształcenie się zjawiska konkurencyjności pomiędzy rynkami giełdowymi (zarówno między samymi giełdami, jak i giełdami i rynkami alternatywnego obrotu itd.). Giełdy–przedsiębiorstwa, aby zaspokoić oczekiwania akcjonariuszy i tworzyć dla nich wartość, dbają o wyniki finansowe. Stąd też z jednej strony starają się zwiększać przychody, m. in. poprzez walkę o inwestorów oferując coraz to nowsze instrumenty finansowe, otwierając nowe platformy obrotu, obniżając opłaty związane z handlem na danym parkiecie, usprawniając obrót walorami finansowanymi dzięki wdrażaniu nowych rozwiązań technologicznych. Próbuje również pozyskać nowych emitentów otwierając nowe alternatywne rynki np. dla małych i średnich przedsiębiorstw oraz obniżając opłaty z emisją i notowania ich akcji.

Kolejną konsekwencją demonopolizacji regionalne pozycji giełd papierów wartościowych stały się procesy porozumień i konsolidacji rynków giełdowych. Porozumienia zazwyczaj mają charakter ukrytych połączeń dotyczących wzajemnego udostępniania platform obrotu i często poprzedzają dalszą konsolidację<sup>12</sup>. Natomiast konsolidacje przyjmują formę fuzji poziomych lub pionowych. Pozioma fuzja, polegająca na łączeniu się giełd, pozwala osiągnąć efekty skali i zakresu. Na skutek konsolidacji poziomej powstały m. in. największe giełdy światowe NASDAQ OMX oraz NYSE Euronext. Fuzja pionowa natomiast występuje w przypadku połączeń w ramach tzw. łańcucha wartości i zazwyczaj obejmuje połączenie giełd (systemu notowań, handlu) z instytucjami rozliczeniowymi oraz depozytowymi. Integracja pionowa między giełdą, izbą rozliczeniową oraz depozytową miała miejsce w Deutsche Börse (DB) oraz giełdach w Amsterdamie i Brukseli [Ramos 2003: 10]. Zarówno jedna i druga forma konsolidacji ma na celu z jednej strony obniżenie kosztów funkcjonowania, ale również pozyskanie coraz więcej podmiotów uczestniczących w transakcjach giełdowych, a więc podwyższanie konkurencyjności łączących się giełd.

<sup>11</sup> Demutualizacja to odejście od tradycyjnej członkowskiej struktury (mutualnej) giełd papierów wartościowych – Chesini [2007: 146–160].

<sup>12</sup> Takie porozumienie przyjęło formę listu intencyjnego pomiędzy giełdami w Sztokholmie i Kopenhadze w 1999 r., po czym później giełdy te połączyły się – Di Noia [1999: 12–13].

Należy zaznaczyć, iż zmiany dotyczące działalności giełd, przekładają się na zjawiska makroekonomiczne. Do konsekwencji tych należy zaliczyć korzystne efekty: wzrost płynności rynków finansowych, zwiększenie szybkości obrotu, wzrost możliwości inwestycyjnych, wzrost możliwości pozyskania kapitału, jak i niekorzystne: nadmierna koncentracja kapitału w wybranych krajach, utrata wpływów na niektórych rynkach, nieprawidłowy przepływ środków finansowych w gospodarce na skutek nieprawidłowej alokacja kapitału zagranicznego, zwiększone zagrożenie kryzysami finansowymi [szerzej: Gorczyńska 2011: 77–88].

## 5. PODSUMOWANIE

Przedstawione w niniejszym artykule rozważania potwierdzają hipotezę, iż zmiany, jakie nastąpiły pod koniec XX w., na skutek elektronicznej obrót giełdowy oraz zmian prawnych dotyczących zasad inwestycji w papiery wartościowe, dały podstawy procesom demonopolizacji regionalnych pozycji giełd papierów wartościowych. Liberalizacja prawa w zakresie funkcjonowania i tworzenia nowych rynków obrotu oraz inwestycji walorami finansowymi, jak i ułatwienia związane z tworzeniem elektronicznych rynków giełdowych, wzrost przejrzystości i możliwości transferu inwestycji między rynkami, uwarunkowały powstawanie nowych rynków i dokonywania na nich obrotu. Giełdy więc utraciły swoją dotychczasową monopolistyczną rolę w regionach. Wiązało się to z konsekwencjami – koniecznością przechodzenia giełd z tradycyjnych parkietów na elektroniczny obrót, procesami dezintermediacji i demutualizacji oraz emisją własnych akcji, zjawiskiem konkurencyjności giełd, porozumieniami i konsolidacjami między rynkami obrotu, a także skutkami makroekonomicznymi.

## BIBLIOGRAFIA

- Chesini G., 2007, *From Demutualization to Globalisation: New Challenges for Stock Exchanges*, „International Review of Business Research Papers”, November, vol. 3, no. 5.
- Di Noia C., 1999, *The Stock-Exchange Industry: Network Effects, Implicit Mergers, And Corporate Governance*, Quaderni Di Finanza, Studi E Ricerche, N. 33 – Marzo, [za:] *American Securities Exchange Act* (Fragment 3.a.1).
- Dyrektywa 93/22/EWG Rady Wspólnoty Europejskiej z 10 maja 1993 r. w sprawie usług inwestycyjnych w zakresie papierów wartościowych, Dziennik Urzędowy Wspólnot Europejskich L 141, 11.06.1993.
- Gorczyńska A., 2011, *Nowe technologie a kryzys finansowy – próba identyfikacji zależności*, „Studia i Prace Kolegium Finansów i Zarządzania SGH”, nr 109, Warszawa.
- Gorczyńska-Dybek A., 2012, *Organizacja giełdy papierów wartościowych jako przedsiębiorstwa*, „Przegląd Organizacji”, nr 8.



- Gorham M., 2011, *The long, promising evolution of screen-based trading*, „FOCUS, The monthly newsletter of regulated exchanges, with key market figures”, July, no. 221.  
[http://www.fese.be/\\_lib/files/EUROPEAN\\_EXCHANGE\\_REPORT\\_2009\\_FV.pdf](http://www.fese.be/_lib/files/EUROPEAN_EXCHANGE_REPORT_2009_FV.pdf) [data dostępu: 30.06.2013].  
<http://www.mifid.com.pl> [data dostępu: 30.06.2013].
- Kachniewski M., 2007, *Rynki finansowe w Unii Europejskiej – dalsza integracja czy dezintegracja?*, [w:] *Integracja rynków finansowych w Unii Europejskiej od A do Z*, NBP, marzec.
- Pagano M., Roell A., 1990, *Trading Systems in European Stock Markets: Current Performance and Policy Options*, „Economic Policy”, April, no. 10.
- Ramos S. B., 2003, *Competition Between Stock Exchanges: A Survey*, „Research Paper No. 77”, HEC – University of Lausanne, FAME and CEMAF/ISCTE, February.
- Sławiński A., 2006, *Rynki finansowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Stoll H. R., 2008, *Future of Securities Markets: Competition or Consolidation?*, „Financial Analysts Journal”, Nov/Dec, vol. 64, Charlottesville.

*Alina Gorczyńska*

## **DEMONOPOLIZACJA REGIONALNEJ POZYCJI GIEŁD PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH I JEJ KONSEKWENCJE**

Celem artykułu jest analiza przemian w zakresie demonopolizacji regionalnej pozycji giełd papierów wartościowych oraz konsekwencji zaistniałych zmian. Jako hipotezę badawczą przyjęto, iż zmiany w otoczeniu prawnym i technicznym uwarunkowały demonopolizację regionalnej pozycji giełd oraz dalsze konsekwencje o charakterze mikro i makroekonomicznym.

W celu weryfikacji hipotez, jako bazę źródłową wykorzystano studia literaturowe, które pozwoliły zapoznać się z kluczowymi problemami teoretycznymi i zaprezentować istotę problematyki związanej ze zjawiskiem demonopolizacji giełd papierów wartościowych. W artykule wykorzystano analizę przyczynowo-skutkową dla przedstawienia procesu przekształcania dotychczasowej roli (regionalnej) giełdy i towarzyszących efektów oraz analizę logiczną polegającą na poszukiwaniu logicznych relacji między przyczynami i konsekwencjami tych zmian.

Przeprowadzona analiza dała podstawy do weryfikacji hipotezy, iż na skutek zmian prawnych związanych z liberalizacją funkcjonowania giełd oraz przemian technologicznych, giełdy papierów wartościowych utraciły swą dotychczasową pozycję. W konsekwencji, aby być konkurencyjnymi, rozpoczęły procesy elektronizacji obrotu, dezintermediacji i demutualizacji, porozumień i konsolidacji. Zjawiska te są stosunkowo nowe, rozpoczęły się pod koniec XX w. i stanowią nowe wyzwanie dla teoretyków i praktyków finansów.

## **DEMONOPOLISATION REGIONAL POSITION OF STOCK EXCHANGES AND ITS CONSEQUENCES**

The aim of this article is to analyze changes in the framework of regional position demonopolisation of stock exchanges and the consequences of those changes. Research hypothesis assumes that changes in the legal and technical surroundings have conditioned process of demonopolisation regional position of stock exchanges and further micro and macro consequences.

In order to verify the hypotheses, literature studies are used as a base source. They allow to recognize theoretical problems and to present the essence of the theoretical issues related to the phenomenon of demonopolisation of stock exchanges. A cause-effect analyze is used to present

transformation process of the current role (regional) of stock exchanges and the associated effects as well as logical analyze involving research of the logical relationship between the causes and consequences of these changes.

Based on the performed analyze, the hypothesis that due to legislative changes related to the liberalization of the functioning of stock markets and technological change, the stock exchanges lost their monopolistic position, was confirmed. Consequently, in order to be competitive, they began of processes: electronisation trading, disintermediation and demutualization, cooperation and consolidation. This phenomenon is relatively new, started at the end of the twentieth century and represent a new challenge for theorists and practitioners of finance.