

Poziom umiędzynarodowienia wybranych rynków kapitałowych krajów Europy Środkowej i Wschodniej

Andrzej Kuciński, Magdalena Byczkowska*

Streszczenie: *Cel* – Celem artykułu była analiza i ocena poziomu umiędzynarodowienia wybranych rynków kapitałowych krajów Europy Środkowej i Wschodniej.

Metodologia badania – Przedmiotem badania objęto dwanaście giełd papierów wartościowych krajów Europy Środkowej i Wschodniej tj.: Serbii, Słowacji, Rumunii, Węgier, Bułgarii, Słowenii, Czech, Austrii, Mołdawii, Bośni i Hercegowiny, Polski oraz Chorwacji. W analizie poziomu umiędzynarodowienia poszczególnych giełd papierów wartościowych wykorzystano informacje na temat liczby notowanych spółek zagranicznych, kapitalizacji przedsiębiorstw zagranicznych, a także wartości ich obrotu.

Wynik – Z przeprowadzonych badań wynika, iż rynki kapitałowe krajów Europy Środkowej i Wschodniej wykazują niski poziom umiędzynarodowienia lub też mają wyłącznie charakter rynku, na którym notowane są tylko spółki krajowe.

Oryginalność/wartość – Zagadnienie *dual listing* nie jest często poruszane w literaturze. Wartością dodaną opracowania są wyniki badań odnoszące się do oceny umiędzynarodowienia wybranych rynków kapitałowych krajów Europy Środkowej i Wschodniej.

Słowa kluczowe: zagraniczna spółka akcyjna, podwójne notowania, giełda papierów wartościowych

Wprowadzenie

W dobie globalizacji, postępującej liberalizacji oraz deregulacji, a także integracji rynków finansowych powstają coraz silniejsze powiązania występujące pomiędzy poszczególnymi rynkami. Rosnąca konkurencja wymusza na narodowych rynkach finansowych konieczność dostosowania się do wymagań globalnego rynku finansowego.

Rynek finansowy jest złożoną strukturą, w ramach której wyodrębnić można rynek pieniężny, rynek kredytowy, rynek walutowy, czy też rynek kapitałowy, który często utożsamiany jest z giełdą papierów wartościowych. O randze, znaczeniu giełdy papierów wartościowych i jej umiędzynarodowieniu decyduje przede wszystkim liczba notowanych spółek, w tym ilość notowanych emitentów zagranicznych. Stąd też uznaje się, że im większa liczba notowanych przedsiębiorstw zagranicznych na rynku giełdowym, tym silniejsza jego pozycja, większe znaczenie i stopień umiędzynarodowienia.

* dr Andrzej Kuciński, Katedra Zarządzania Finansami, Akademia im. Jakuba z Paradyża w Gorzowie Wielkopolskim, e-mail: akucinski@ajp.edu.pl; dr Magdalena Byczkowska, Katedra Zarządzania Finansami, Akademia im. Jakuba z Paradyża w Gorzowie Wielkopolskim, e-mail: mbyczkowska@ajp.edu.pl.

Na rynkach giełdowych krajów Europy Środkowej i Wschodniej nie brakuje notowanych spółek o rodowodzie zagranicznym. W praktyce spółki zagraniczne są wprowadzane na rynki zorganizowane na podstawie formuły *single listing*, gdzie rynek giełdowy stanowi jedyny rynek notowań lub też na zasadzie *dual listing*, gdy akcje spółki notowane są równolegle na kilku rynkach. W dobie zaostrzającej się konkurencji rynkowej, a także procesów konsolidacyjnych giełd, wzrost liczby emitentów zagranicznych na rynku kapitałowym może świadczyć o rozwoju i większym znaczeniu giełdy w ujęciu międzynarodowym.

Zasadniczym celem opracowania jest analiza i ocena poziomu umiędzynarodowienia narodowych rynków kapitałowych krajów Europy Środkowej i Wschodniej. Treść artykułu została oparta na analizie literatury przedmiotu oraz danych pochodzących z Europejskiej Federacji Giełd Papierów Wartościowych (FESE – *The Federation of European Securities Exchanges*), a także statystyk udostępnionych przez giełdy papierów wartościowych krajów Europy Środkowej i Wschodniej.

1. *Dual listing*

Przedsiębiorstwa mogą emitować papiery wartościowe zarówno w kraju, jak i na rynkach zagranicznych. Wprowadzanie spółek na zagraniczne zorganizowane rynki finansowe w formule *dual listing* staje się coraz bardziej popularne. Przez *dual listing* należy rozumieć równoczesne notowanie akcji na co najmniej dwóch giełdach papierów wartościowych (Chłopecki, Dyl, 2017, s. 82).

Wprowadzenie spółki zagranicznej na rynek kapitałowy wymaga zapewnienia efektywnych rozwiązań technicznych pozwalających na sprawny przebieg transakcji w ujęciu transnarodowym. Zawarcie podstawowej transakcji na giełdzie rozpoczyna łańcuch czynności, które obejmują: rejestrację, rozliczenie i rozrachunek transakcji. W przypadku spółek zagranicznych notowanych na zasadzie *dual listing* dodatkowo wymagane jest zaangażowanie zagranicznych depozytów odpowiedzialnych za przechowywanie i rozliczanie transakcji. Podstawą rozliczeń są tzw. połączenia operacyjne, które „umożliwiają ewidencję w krajowym systemie depozytowym papierów wartościowych wyemitowanych za granicą i zarejestrowanych w depozycie zagranicznym oraz prowadzenie za pośrednictwem tego systemu rozrachunku transakcji zawartych na tych papierach” (Wróbel, Nakoneczny, 2009, s. 66). Zaangażowanie dwóch systemów depozytowych: krajowego i zagranicznego pozwala przeprowadzić i rozliczyć transakcje na papierach wartościowych będących przedmiotem obrotu na rynkach w różnych krajach. W praktyce wyróżniamy dwa rodzaje połączeń *delivery versus payment link* – DvP oraz *free of payment link* – FoP. Pierwsze połączenie zapewnia rozliczenie na zasadzie dostawy za płatność, drugie połączenie gwarantuje wyłącznie transfer papierów wartościowych. Pomimo tego, że połączenie pierwsze jest bardziej praktyczne od połączenia FoP, gdyż zapewnia ono, oprócz dostawy papierów wartościowych, również rozliczenie środków pieniężnych, to stosowane jest ono rzadziej, niż połączenie na zasadzie

dostawy bez płatności, ze względu na wyższe generowane koszty transakcyjne rozrachunku (Wróbel, Nakoneczny, 2009, s. 66–67).

Koncepcja równoległych notowań akcji na kilku rynkach zagranicznych przy wykorzystaniu *dual listing* nawiązuje do instytucji kwitów depozytowych (*depository receipts* – DR). Kwit depozytowy to „negocjowany certyfikat poświadczający własność akcji zagranicznej spółki z kraju innego, niż ten, w którym kwitem depozytowym się obraca. DR-y są kwotowane w walucie kraju, w którym dokonuje się nimi obrotu, jak też podlegają regulacjom prawnym tego kraju” (Liberadzki, 2011, s. 147). Z punktu widzenia kryterium rodzaju emisji wyróżnić można kwity depozytowe sponsorowane (*sponsored*) i niesponsorowane (*unsponsored*) (Nawrot, 2008b, s. 42).

W przypadku pierwszego modelu emisji kwitów depozytowych emitent poprzez bank depozytariusza zleca emisję papierów wartościowych poza granicami kraju. Emisja ta może być związana z procesem dystrybucji nowych akcji prowadzących do podwyższenia kapitału lub też dotyczyć papierów wartościowych już wyemitowanych. Kwity depozytowe emitowane w ramach emisji niesponsorowanej obecnie są rzadko przeprowadzane. W procesie emisji kwitów nie uczestniczy emitent papierów wartościowych, zaś na rynku zagranicznym oferowane są wyłącznie papiery wartościowe, które wcześniej znajdowały się już w obrocie (Gorczyńska, Jonek-Kowalska, 2012, s. 175–176). Bez względu na powyższe rozróżnienie, kwity depozytowe w praktyce mogą być wystawiane jako amerykańskie kwity depozytowe ADR – *American Depository Receipts* lub globalne kwity depozytowe GDR – *Global Depository Receipts* (Zarzycka, 2007, s. 190).

Mając na względzie powyższe, kiedy przy wprowadzaniu akcji na zagraniczne rynki notowań, akcji nie towarzyszy pozyskanie kapitału, wówczas mówimy o tzw. technicznym *dual listingu*. Niezależnie od tego, dopuszczenie do obrotu spółki na zagraniczne rynki uzależnione jest od spełnienia określonych wymagań prawnych. Ich wypełnienie w przypadku Europy jest o wiele łatwiejsze, a to za sprawą rozwiązań ułatwiających transgraniczny przepływ kapitału (Dyrektywa, 2004). Instytucja jednolitego paszportu europejskiego (*single passport procedure*) znacznie ułatwia przeprowadzenie *dual listing*, albowiem podmiot ubiegający się o notowanie na jednym z rynków zagranicznych wspólnoty, może zostać do niego dopuszczony na podstawie prospektu emisyjnego zatwierdzonego przez organ nadzorujący w jednym z państw UE (Nawrot, 2006, s. 155).

Bezspornie z *dual listingiem* związane jest pojęcie spółki zagranicznej, przez którą należy rozumieć przedsiębiorstwo, którego siedziba znajduje się poza krajem emisji lub notowań. Oznacza to tyle, że dla spółki zagranicznej notowanej w formule *dual listing* występuje rynek macierzysty notowań oraz inne rynki lub rynek notowań. W praktyce spółka zagraniczna notowana może być również w formule *single listing*, co oznacza, że rynek zagraniczny jest jedynym rynkiem notowań dla emitenta, którego siedziba znajduje się poza granicami kraju.

Motywy przeprowadzania emisji zagranicznych lub też wejścia na zagraniczną giełdę papierów wartościowych przez spółkę bywają różne. W praktyce można mówić o dwóch

zasadniczych przesłankach, które mogą mieć charakter finansowy lub niefinansowy (Zarzycka, 2007, s. 191).

Za główną przesłankę finansową emisji papierów wartościowych przez przedsiębiorstwo na rynkach zagranicznych przyjmuje się możliwość łatwego i tańszego dostępu do źródeł finansowania. Warunki te determinuje wielkość rynku rozpatrywana przez pryzmat przede wszystkim obrotów giełdowych, liczbę notowanych spółek, czy też liczbę inwestorów giełdowych. Tym samym, im większy rynek giełdowy, tym łatwiej pozyskać inwestorów, a co za tym idzie, zdobyć kapitał. Jednocześnie rachunek ekonomiczny skłania przedsiębiorstwa do tego, aby nieustannie poszukiwać i wybierać te źródła finansowania, które charakteryzuje niższy koszt ich pozyskania. Zgodnie z tym spółki decydują się na pozyskanie kapitału na rynkach zagranicznych wtedy, gdy oferują one lepsze warunki w porównaniu z rynkiem krajowym. Poza tym, do najważniejszych motywów finansowych zaliczyć można także zwiększenie płynności papierów wartościowych, uzyskanie obiektywnej wyceny przedsiębiorstwa, czy też możliwość przeprowadzenia przejęcia lub połączenia z firmą zagraniczną (Nawrot, 2008a, s. 35).

Wśród podstawowych przesłanek niefinansowych znajduje się budowa bądź wzmocnienie pozycji międzynarodowej, zwiększenie rozpoznawalności nazwy, marki spółki, czy też produktów. Spółki mogą również być zainteresowane notowaniem na rynkach zagranicznych wtedy, gdy świadczą lub sprzedają produkty na tych rynkach, dostrzegając w nich określony potencjał, możliwość wzmocnienia swojej pozycji rynkowej (Zarzycka, 2007, s. 195).

Oprócz korzyści wynikających z wprowadzenia spółki na zagraniczne rynki notowań wystąpić mogą również pewne negatywne czynniki, na jakie są narażeni emitenci. Po pierwsze, paradoksalnie spółki mogą być narażone na ryzyko mniejszej płynności, kiedy nie jest zapewniony odpowiedni *free float*, to jest liczba akcji w wolnym obrocie. Do negatywnych aspektów zaliczyć można również duże koszty związane z wykonywaniem obowiązków informacyjnych, a także konieczność uwzględnienia regulacji prawnych zapewniających akcjonariuszom realizację jednakowych uprawnień majątkowych i korporacyjnych bez względu na rynek notowań (Nawrot, 2008a, s. 66–68).

W sposób naturalny swoje zainteresowanie spółkami notowanymi w formule *dual listing* lub ogólnie spółkami zagranicznymi wykazują giełdy papierów wartościowych, które widzą w tym narzędzie do: przyciągnięcia nowych inwestorów, zwiększenia obrotów, poprawy pozycji międzynarodowej, przeprowadzenia dywersyfikacji portfela inwestycyjnego przez inwestorów z uwzględnieniem sektorów dotychczas niereprezentowanych na giełdzie.

2. Analiza i ocena poziomu umiędzynarodowienia wybranych rynków kapitałowych krajów Europy Środkowej i Wschodniej

Przedmiotem badania objętych zostało dwanaście giełd papierów wartościowych krajów Europy Środkowej i Wschodniej, tj.: Serbii, Słowacji, Rumunii, Węgier, Bułgarii, Słowenii,

Czech, Austrii, Mołdawii, Bośni i Hercegowiny, Polski oraz Chorwacji. Do analizy poziomu umiędzynarodowienia poszczególnych giełd papierów wartościowych wykorzystano informacje na temat liczby notowanych spółek zagranicznych, kapitalizacji przedsiębiorstw zagranicznych, a także wartości ich obrotu. Analizę przeprowadzono za okres 2006–2015.

Na koniec 2006 roku na giełdach papierów wartościowych wybranych krajów Europy Środkowej i Wschodniej notowanych było 3326 spółek krajowych i zagranicznych, z czego 35 spółek miało swój rodowód zagraniczny. Oznacza to, że spółki zagraniczne stanowiły około 1% wszystkich notowanych przedsiębiorstw w tym okresie, a dokładnie notowane były one tylko na trzech giełdach: austriackiej, czeskiej oraz polskiej. Z kolei na koniec 2015 roku notowanych było 3602 przedsiębiorstw giełdowych, w tym 92 spółki zagraniczne, które stanowiły 2,55% wszystkich notowanych podmiotów na giełdach papierów wartościowych krajów Europy Środkowej i Wschodniej. Spółki zagraniczne na koniec 2015 roku były notowane na pięciu rynkach kapitałowych, tj. na giełdzie w Słowacji, Rumunii, Czechach, Austrii oraz Polsce.

Z zamieszczonych zestawień na temat liczby notowanych spółek krajowych i zagranicznych ogółem (tab. 1) oraz liczby notowanych spółek zagranicznych w krajach Europy Środkowej i Wschodniej w latach 2006–2015 (tab. 2) wynika, iż na przestrzeni analizowanych lat wzrosła łączna liczba notowanych spółek, a także liczba emitentów zagranicznych. Jednakże jest to zasługa nielicznych giełd. Na większości badanych rynków kapitałowych obserwowano malejący trend liczby notowanych spółek, na których często przedmiotem obrotu były wyłącznie spółki o rodowodzie krajowym.

Tabela 1

Liczba notowanych spółek krajowych i zagranicznych w krajach Europy Środkowej i Wschodniej w latach 2006–2015

Nazwa giełdy	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Belgrade Stock Exchange	1164	1744	1842	1777	1599	1334	1103	999	928	805
Bratislava Stock Exchange	187	160	193	172	165	147	134	131	125	107
Bucharest Stock Exchange	58	59	68	69	74	79	79	83	83	364
Budapest Stock Exchange	41	41	43	46	52	54	52	50	48	45
Bulgarian Stock Exchange	357	369	399	399	390	393	387	381	372	365
CEESEG – Prague	32	32	28	25	27	26	28	26	23	25
CEESEG – Vienna	113	119	118	115	110	105	99	102	99	92
Ljubljana Stock Exchange	100	87	84	76	72	66	61	55	51	46
Montenegro Stock Exchange	318	421	420	419	386	371	354	344	335	323
Sarajevo Stock Exchange	489	510	529	529	531	152	179	263	319	329
Warsaw Stock Exchange	265	375	458	486	585	777	867	895	902	905
Zagreb Stock Exchange	202	380	377	279	257	254	226	208	203	196

Źródło: opracowanie własne na podstawie statystyk dostępnych na oficjalnych stronach internetowych giełd lub udostępnionych danych przez giełdy oraz danych FESE – *Federation of European Securities Exchanges*, <http://www.fese.eu> (19.02.2017).

Tabela 2

Liczba notowanych spółek zagranicznych w krajach Europy Środkowej i Wschodniej w latach 2006–2015

Nazwa giełdy	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Belgrade Stock Exchange	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Bratislava Stock Exchange	0	0	0	0	0	0	1	1	1	1
Bucharest Stock Exchange	0	0	1	1	1	2	2	2	2	4
Budapest Stock Exchange	0	2	3	4	4	2	1	0	0	0
Bulgarian Stock Exchange	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
CEESEG – Prague	6	8	10	9	11	11	11	11	10	10
CEESEG – Vienna	17	17	17	18	21	17	15	20	17	13
Ljubljana Stock Exchange	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Montenegro Stock Exchange	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Sarajevo Stock Exchange	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Warsaw Stock Exchange	12	23	26	27	30	46	51	58	61	64
Zagreb Stock Exchange	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Źródło: opracowanie własne na podstawie statystyk dostępnych na oficjalnych stronach internetowych giełd lub udostępnionych danych przez giełdy oraz danych FESE – *Federation of European Securities Exchanges*, <http://www.fese.eu> (19.02.2017).

Największą giełdą pod względem liczby notowanych spółek, w tym spółek zagranicznych była warszawska giełda papierów wartościowych. Co czwarta notowana spółka spośród wszystkich analizowanych giełd była notowana na rynku kapitałowym w Polsce. Na decyzje emitentów zagranicznych co do wyboru miejsca emisji notowań swoich papierów wartościowych na giełdzie w Warszawie miała wpływ zapewne liczba notowanych spółek. Na polskim rynku kapitałowym notowanych jest obecnie najwięcej spółek zagranicznych, tj. około 70% wszystkich spółek zagranicznych notowanych na giełdach krajów Europy Środkowej i Wschodniej. Niemniej jednak, największy poziom umiędzynarodowienia mierzony udziałem spółek zagranicznych w ogóle notowanych spółek na rynku kapitałowym wykazywała giełda papierów wartościowych w Czechach, albowiem na koniec 2015 roku przedsiębiorstwa zagraniczne stanowiły 40% wszystkich notowanych na rynku.

Biorąc jako kryterium liczbę notowanych spółek zagranicznych należy stwierdzić, iż poziom umiędzynarodowienia wybranych giełd krajów Europy Środkowej i Wschodniej jest relatywnie niski. Firmy zagraniczne stanowiły 2,55% wszystkich firm notowanych na analizowanych giełdach na koniec 2015 roku, co oznacza niewielkie znaczenie giełd krajów Europy Środkowej i Wschodniej na arenie międzynarodowej oraz małe zainteresowanie możliwością pozyskania kapitału przez podmioty zagraniczne na tych rynkach. Kształtuje to obraz bardziej lokalnych, niż międzynarodowych giełd.

Na podstawie informacji na temat kapitalizacji spółek krajowych (tab. 3) oraz spółek zagranicznych (tab. 4) na koniec 2015 roku można stwierdzić, iż największym rynkiem pod względem wartości rynkowej spółek była warszawska giełda papierów wartościowych.

Drugą pod względem kapitalizacji była giełda wiedeńska, której kapitalizacja mierzona względem polskiej giełdy wynosiła odpowiednio dla spółek krajowych 68,5%, zaś dla spółek zagranicznych 16%.

Tabela 3

Kapitalizacja spółek krajowych notowanych na giełdach Europy Środkowej i Wschodniej w latach 2006–2015 (mln euro)

Nazwa giełdy	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Belgrade Stock Exchange	8 339,7	16 311,7	9 497,9	9 029,6	8 220,2	7 319,9	6 181,5	6 203,3	6 329,4	5 618,7
Bratislava Stock Exchange	4 213,8	4 555,0	3 907,3	3 614,4	3 379,5	4 183,4	4 093,9	4 075,2	4 443,5	4 256,0
Bucharest Stock Exchange	21 414,0	24 600,0	6 910,0	9 179,0	10 477,0	10 817,0	12 088,0	17 833,0	18 384,0	17 785,5
Budapest Stock Exchange	31 690,0	31 527,9	13 325,6	20 887,9	20 624,4	14 630,3	15 742,4	14 355,5	12 011,8	16 190,9
Bulgarian Stock Exchange	7 830,0	14 820,0	6 357,0	6 031,0	5 498,0	6 358,0	5 025,0	5 093,0	4 988,0	4 391,0
CEESEG – Prague	34 693,4	47 987,4	29 615,1	31 265,4	31 922,2	29 203,2	28 193,2	21 990,8	22 643,7	23 542,8
CEESEG – Vienna	145 062,8	156 906,7	52 446,7	77 298,6	91 336,2	63 854,8	78 259,5	83 164,2	77 984,5	86 319,5
Ljubljana Stock Exchange	11 513,0	19 740,0	8 468,0	8 462,0	7 028,0	4 873,0	4 911,0	5 173,0	6 214,0	5 523,0
Montenegro Stock Exchange	1 990,0	3 950,5	2 003,4	2 457,0	2 143,9	2 736,1	2 902,8	2 839,0	2 960,7	2 980,9
Sarajevo Stock Exchange	5 831,0	7 934,0	3 992,0	3 687,0	3 660,0	2 235,0	2 303,0	2 420,0	2 447,0	2 910,0
Warsaw Stock Exchange	112 825,6	144 323,3	65 177,6	105 157,2	142 272,3	107 483,0	134 755,5	148 678,0	140 983,6	126 016,8
Zagreb Stock Exchange	26 901,0	48 086,0	19 396,0	18 528,0	19 072,0	17 347,0	16 936,0	15 578,0	16 474,0	16 783,0

Źródło: opracowanie własne na podstawie statystyk dostępnych na oficjalnych stronach internetowych giełd lub udostępnionych danych przez giełdy oraz danych FESE – *Federation of European Securities Exchanges*, <http://www.fese.eu> (19.02.2017).

Poziom kapitalizacji jako wyznacznik wielkości poszczególnych rynków kapitałowych pozwala stwierdzić, iż wiele giełd papierów wartościowych Europy Środkowej i Wschodniej zalicza się do niewielkich. Połowa analizowanych rynków na koniec 2015 roku wykazywała poziom kapitalizacji spółek krajowych, który nie przekraczał 6 mld euro. Grupę tę tworzyły giełdy w Chorwacji, Słowacji, Bułgarii, Słowenii, Czarnogórze oraz w Bośni i Hercegowinie. Spadek liczby notowanych spółek na giełdach w krajach Europy Środkowej i Wschodniej miał swoje odzwierciedlenie w niższej wartości rynkowej giełd na koniec 2015 roku.

Oceniając rynek kapitałowy pod względem poziomu kapitalizacji spółek zagranicznych należy stwierdzić, iż największą wartość rynkową na koniec 2015 roku wykazywała warszawska giełda – 133 mld euro, drugą była giełda w Wiedniu z kapitalizacją, której poziom osiągnął wartość 21,4 mld euro. Poziom wyceny spółek zagranicznych wyznaczały przede

wszystkim duże przedsiębiorstwa działające w formule *dual listing*. W tym miejscu należy zaznaczyć, iż w większości rozpatrywanych przypadków procedurze wprowadzania spółek zagranicznych na giełdy krajów Europy Środkowej i Wschodniej nie towarzyszyło pozyskanie kapitału. Zasadniczym motywem obecności spółek zagranicznych na analizowanych giełdach był cel niefinansowy.

Tabela 4

Kapitalizacja spółek zagranicznych notowanych na giełdach Europy Środkowej i Wschodniej w latach 2006–2015 (mln euro)

Nazwa giełdy	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Belgrade Stock Exchange	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bratislava Stock Exchange	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8	0,8	0,8	0,8
Bucharest Stock Exchange	0,0	0,0	4 719,0	9 873,0	13 415,0	5 568,0	9 975,0	12 147,0	10 602,0	15 305,5
Budapest Stock Exchange	0,0	993,4	95,7	205,5	240,5	100,5	63,5	0,0	0,0	0,0
Bulgarian Stock Exchange	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
CEESEG – Prague	23 207,9	21 300,8	11 381,2	17 730,2	23 102,8	11 911,8	17 236,0	17 852,0	14 871,2	17 177,7
CEESEG – Vienna	239 597,9	61 768,4	20 210,6	22 079,7	24 961,9	25 303,6	27 923,5	27 681,8	20 345,6	21 459,3
Ljubljana Stock Exchange	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Montenegro Stock Exchange	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sarajevo Stock Exchange	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Warsaw Stock Exchange	51 746,7	157 997,2	47 433,5	71 712,9	64 142,2	44 528,4	51 828,0	59 734,8	153 634,2	133 494,8
Zagreb Stock Exchange	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Źródło: opracowanie własne na podstawie statystyk dostępnych na oficjalnych stronach internetowych giełd lub udostępnionych danych przez giełdy oraz danych FESE – *Federation of European Securities Exchanges*, <http://www.fese.eu> (19.02.2017).

Największym rynkiem pod względem wartości obrotu akcjami spółek krajowych i zagranicznych na koniec 2015 roku była Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie. Z zamieszczonych informacji w tabeli 5 wynika, iż polska giełda jako jedyna zanotowała wzrost obrotów na przestrzeni analizowanego okresu. Wartość obrotów ogółem dla wszystkich giełd krajów Europy Środkowej i Wschodniej spadła z 172 246,2 mln euro w 2006 roku do 102 087,5 mln euro w 2015 roku, to jest o 40,7%. W tym samym czasie giełda w Warszawie zanotowała wzrost obrotów z 43 235,2 mln euro w 2006 roku do 56 059,0 mln euro w 2015 roku, to jest o 29,6%. Skala wzrostu obrotów na warszawskiej giełdzie znalazła

swoje odzwierciedlenie we wzroście udziału polskiej giełdy w obrotach akcjami spółek krajowych i zagranicznych krajów Europy Środkowej i Wschodniej. Udział obrotów polskiej giełdy w obrotach ogółem dla całego analizowanego regionu zwiększył się z 25,1% w 2006 roku do 54,9% w 2015 roku.

Tabela 5

Wartość obrotów spółkami krajowymi i zagranicznymi na giełdach Europy Środkowej i Wschodniej w latach 2006–2015 (mln euro)

Nazwa giełdy	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Belgrade Stock Exchange	1 210,4	2 059,8	882,5	442,0	222,5	280,2	219,8	267,0	173,5	185,8
Bratislava Stock Exchange	70,1	21,6	15,2	121,9	230,3	348,8	126,7	79,9	56,3	16,1
Bucharest Stock Exchange	2 801,0	4 152,0	1894,9	1 203,0	1 338,1	2 348,6	1 673,3	2 542,1	2 929,6	1 992,9
Budapest Stock Exchange	24 625,6	34 573,6	20 963,5	18 463,7	20 001,8	13 792,4	8 408,9	7 863,7	6 066,2	6 911,5
Bulgarian Stock Exchange	1 416,9	4 640,7	1320,5	357,5	280,9	248,0	274,5	656,6	298,7	156,3
CEESEG – Prague	30 015,4	36 581,4	34 223,0	17 572,3	15 391,1	15 130,3	9 967,7	6 735,2	5 575,7	6 150,4
CEESEG – Vienna	64 804,6	94 343,8	71 782,9	36 410,0	36 782,7	30 115,4	18 057,4	19 382,9	23 889,7	29 207,0
Ljubljana Stock Exchange	1 451,5	3 382,3	1 604,6	719,9	360,8	394,5	303,3	299,5	608,1	333,6
Montenegro Stock Exchange	375,8	162,9	160,3	404,5	54,5	59,0	32,7	30,7	108,2	65,4
Sarajevo Stock Exchange	334,7	651,5	243,9	112,0	55,5	125,1	191,0	125,3	316,4	623,5
Warsaw Stock Exchange	43 235,2	63 876,1	47 853,5	41 415,1	59 726,7	70 160,8	50 168,4	61 731,3	57 497,2	56 059,0
Zagreb Stock Exchange	1 905,0	3 071,0	2 428,0	1 018,0	782,0	713,0	412,0	401,0	403,0	386,0

Źródło: opracowanie własne na podstawie statystyk dostępnych na oficjalnych stronach internetowych giełd lub udostępnionych danych przez giełdy oraz danych FESE – *Federation of European Securities Exchanges*, <http://www.fese.eu> (19.02.2017).

Oceniając giełdy papierów wartościowych Europy Środkowej i Wschodniej z punktu widzenia wielkości obrotów akcjami spółek zagranicznych (tab. 6), należy stwierdzić, iż obroty te realizowane były w niewielkim zakresie. Obroty akcjami spółek zagranicznych na koniec 2015 roku stanowiły niespełna 2% wszystkich obrotów dokonanych na wszystkich analizowanych giełdach Europy Środkowej i Wschodniej. Małe zainteresowanie spółkami zagranicznymi wynika przede wszystkim z niskiego poziomu ich *free float*, a także tego, iż znaczna część spółek zagranicznych w Europie Środkowej i Wschodniej, których obroty koncentrowały się na jednym rynku notowań, na tzw. rynku macierzystym, notowana była w formule *dual listing*. Z tego obrazu wyłamuje się rynek czeski, na którym to w 2015 roku 20% obrotów wypracowywano handlując spółkami zagranicznymi.

Tabela 6

Wartość obrotów spółkami zagranicznymi na giełdach Europy Środkowej i Wschodniej w latach 2006–2015 (mln euro)

Nazwa giełdy	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Belgrade Stock Exchange	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bratislava Stock Exchange	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bucharest Stock Exchange	0,0	0,0	67,9	46,0	42,1	38,6	58,3	77,1	46,6	22,8
Budapest Stock Exchange	0,0	11,6	21,4	3,5	35,5	11,6	9,2	0,0	0,0	0,0
Bulgarian Stock Exchange	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
CEESEG – Prague	8 124,8	11 421,5	9 054,8	4 311,4	4 761,9	3 976,6	2 242,6	1 415,0	1 240,5	1 233,3
CEESEG – Vienna	1 967,1	6 159,2	1 416,9	547,3	410,1	274,4	146,5	173,3	168,9	170,3
Ljubljana Stock Exchange	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Montenegro Stock Exchange	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sarajevo Stock Exchange	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Warsaw Stock Exchange	749,8	2 396,4	1 750,3	1 299,9	1 111,1	745,8	407,5	658,7	421,6	194,0
Zagreb Stock Exchange	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Źródło: opracowanie własne na podstawie statystyk dostępnych na oficjalnych stronach internetowych giełd lub udostępnionych danych przez giełdy oraz danych FESE – *Federation of European Securities Exchanges*, <http://www.fese.eu> (19.02.2017).

Uwagi końcowe

Rynek kapitałowy ze względu na pełnione funkcje stanowi ważne ogniwo w każdej gospodarce. Poziom rozwoju rynku kapitałowego determinują różne czynniki, które wyznaczają większe lub mniejsze jego znaczenie. Niewątpliwie rangę rynku kapitałowego podnosi obecność przedsiębiorstw zagranicznych.

Podwójne notowania, tzw. *dual listing* stanowi obecnie nieodzowny element współczesnych rynków finansowych. Oznacza to, że na rynkach kapitałowych obok przedsiębiorstw krajowych dostępne są często przedsiębiorstwa zagraniczne.

Na podstawie przeprowadzonych badań można stwierdzić, iż analizowane giełdy papierów wartościowych krajów Europy Środkowej i Wschodniej wykazują niski poziom umiędzynarodowienia mierzony liczbą spółek zagranicznych dostępnych na narodowych rynkach kapitałowych, kapitalizacją rynkową zagranicznych przedsiębiorstw, czy też wielkością obrotów akcjami spółek zagranicznych. Z analizy tej wyłania się obraz giełd, na

których często przedmiotem notowań były wyłącznie spółki krajowe, co powoduje, że nadaje się im bardziej lokalny niż międzynarodowy charakter.

Ponadto na rynkach krajów Europy Środkowej i Wschodniej, na których spółki zagraniczne występują, trudno jest potwierdzić ich znaczącą rolę w ujęciu międzynarodowym głównie dlatego, że w ślad za rosnącą liczbą spółek zagranicznych nie rośnie płynność, skala obrotów. To sprawia, że występowanie przedsiębiorstw zagranicznych na rynkach kapitałowych ma bardziej znaczenie marketingowe, prestiżowe z punktu widzenia organizatorów tych rynków, niż miejsce pozyskiwania kapitałów przez zagraniczne przedsiębiorstwa na tych rynkach. Nie ulega wątpliwości, iż giełda papierów wartościowych w Warszawie jest najbardziej znaczącym i największym rynkiem w Europie Środkowej i Wschodniej. Wykazuje względnie duży poziom umiędzynarodowienia rynku kapitałowego na tle analizowanych rynków Europy Środkowej i Wschodniej.

Pomimo niskiego poziomu umiędzynarodowienia giełd papierów wartościowych Europy Środkowej i Wschodniej, należy stwierdzić, iż zauważalne są procesy zmierzające do większej integralności oraz wzrostu poziomu umiędzynarodowienia rynków kapitałowych, które determinują wzrost zjawiska równoległych notowań akcji na giełdach zagranicznych.

Poruszana problematyka notowań spółek zagranicznych i poziomu umiędzynarodowienia rynków kapitałowych jest znacznie szersza, albowiem odnosi się ona m.in. do oceny ryzyka inwestycji w spółki zagraniczne, realizacji obowiązków informacyjnych przez spółki zagraniczne, ochrony praw akcjonariuszy spółek zagranicznych, a co za tym idzie, wyznacza ona dalsze kierunki badań.

Literatura

- Chłopecki, A., Dyl, M. (2017). *Prawo rynku kapitałowego*. Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.
- Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych zmieniająca dyrektywę Rady 85/611/EWG i 93/6/EWG i dyrektywę 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady oraz uchylająca dyrektywę Rady 93/22/EWG Dz. Urz. L 145, 30/04/2004 P. 0001–0044.
- FESE – Federation of European Securities Exchanges – Statistics & Research. Pobrano z: <http://www.fese.eu>. (19.02.2017).
- Gorczyńska, A., Jonek-Kowalska, I. (2012). Kwity depozytowe jako źródło finansowania podmiotów gospodarczych w warunkach globalizacji rynków finansowych. *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, 1 (271), 172–180.
- Liberadzki, K. (2011). Kwity depozytowe. W: G. Kozuń-Cieślak (red.), *Światowy rynek kapitałowy – wybrane zagadnienia*. Warszawa: Wydawnictwo Difin.
- Nawrot, W. (2006). *Emisja akcji w Polsce w nowej europejskiej perspektywie. Jednolity rynek papierów wartościowych w Unii Europejskiej*. Warszawa: Wydawnictwo CeDeWu.
- Nawrot, W. (2008a). *Finansowanie firm na rynkach zagranicznych*. Warszawa: Wydawnictwo CeDeWu.
- Nawrot, W. (2008b). *Udziałowe papiery wartościowe na rynkach międzynarodowych*. Warszawa: Wydawnictwo CeDeWu.
- Wróbel, B., Nakoneczny, K. (red.) (2009). *Systemy rozrachunku papierów wartościowych w Polsce i Unii Europejskiej*. Warszawa: Narodowy Bank Polski.
- Zarzycka, E. (2007). Czynniki mające wpływ na decyzje o zagranicznych emisjach papierów wartościowych dokonywanych przez spółki za granicą. *Acta Universitatis Lodzensis, Folia Oeconomica*, 209, 189–202.

INTERNATIONALIZATION OF THE SELECTED THE CAPITAL MARKETS COUNTRIES OF THE CENTRAL AND EASTERN EUROPE

Abstract: *Purpose* – The aim of this article was to analyse and assess the level of internationalization of selected capital markets of the Central and Eastern Europe.

Design/methodology/approach – The survey covered twelve of the Central and Eastern European stock exchanges of Serbia, Slovakia, Romania, Hungary, Bulgaria, Slovenia, the Czech Republic, Austria, Moldova, Bosnia and Herzegovina, Poland and Croatia. In the analysis of the level of internationalization of particular stock exchange the information has been used on the number of listed foreign companies, the capitalization of foreign companies, and the value of their trading.

Findings – The studies show that the capital markets of the Central and Eastern Europe show a low level of internationalization or are exclusively markets where only domestic companies are listed.

Originality/value – The dual listing issue is not often discussed in the literature. The additional value of the analysis are the results of the study concerning the assessment of the internationalization of the selected capital markets in the Central and Eastern Europe.

Keywords: foreign company, dual listing, stock exchange

Cytowanie

Kuciński, A., Byczkowska, M. (2017). Poziom umiędzynarodowienia wybranych rynków kapitałowych krajów Europy Środkowej i Wschodniej. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 5 (89/2), 119–130. DOI: 10.18276/frfu.2017.89/2-09.