

WIESŁAWA PRZYBYLSKA-KAPUŚCIŃSKA

ROZWÓJ POLSKIEGO RYNKU GIEŁDOWEGO NA TLE SYTUACJI GIEŁD EUROPEJSKICH W XXI WIEKU

Streszczenie: Opracowanie podejmuje tematykę rozwoju polskiego rynku giełdowego na tle sytuacji innych giełd europejskich w XXI wieku. Do oceny stopnia rozwoju GPW w Warszawie posłużono się wskaźnikami bezwzględnymi, takimi jak: kapitalizacja, wielkość obrotów, liczby spółek krajowych i zagranicznych oraz liczby pierwszych ofert. Ponadto wykorzystano miary względne, świadczące o randze rynku, takie jak: wskaźniki płynności, koncentracji, kapitalizacji do PKB oraz przeciętnej wielkości spółki giełdowej. Wskaźniki te dla GPW skonfrontowano z najważniejszymi giełdami europejskimi. Analizą objęto lata 2000–2007.

Wskazano na słabości i osiągnięcia oraz tendencje przemian obserwowane na warszawskim parkiecie w tym okresie.

Słowa kluczowe: giełda papierów wartościowych, kapitalizacja rynkowa, wartość obrotu akcjami, wskaźniki płynności i koncentracji

1. WSTĘP

Okres przemian systemowych doprowadził do reaktywowania w Polsce rynku giełdowego. Natomiast aspiracje do członkostwa Polski w Unii Europejskiej przyspieszyły procesy przemian instytucjonalnych, organizacyjnych i prawnych w latach 90. W wiek XXI polski rynek kapitałowy wszedł już odbudowany i zdeterminowany pod względem dalszego jego rozwoju, starając się zająć liczącą się pozycję w Europie.

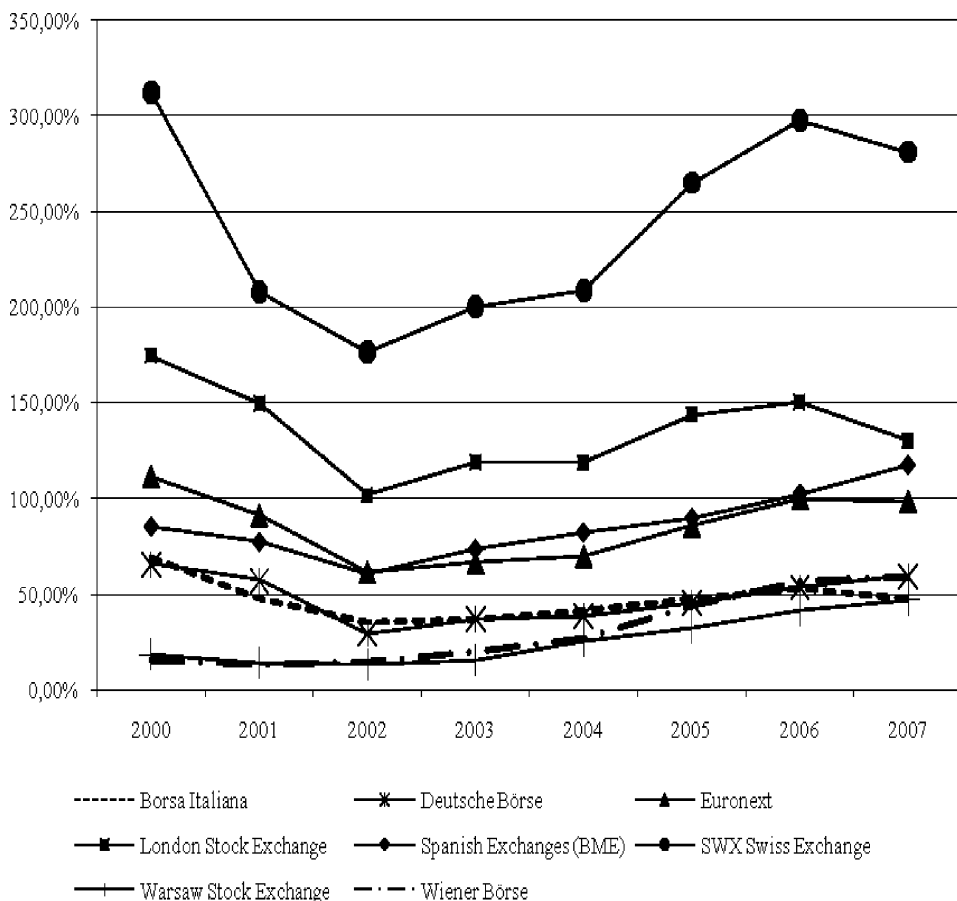
Przedmiotem niniejszego opracowania będzie analiza głównych charakterystyk ilościowych rynków giełdowych w Europie i na ich tle przedstawienia pozycji GPW w Warszawie. W rozważaniach rozpatrywano zarówno wskaźniki bezwzględne, jak i względne świadczące o rozwoju rynków giełdowych. Analizowano w związku z tym dla giełd europejskich wielkość kapitalizacji i ich dynamikę, wielkość obrotów i ich dynamikę, liczbę notowanych spółek oraz liczbę pierwszych ofert.

Ponadto scharakteryzowano wskaźniki płynności i koncentracji, kapitalizacji/PKB oraz przeciętną wielkość spółki giełdowej. Analizą objęto lata 2000–2007, tzn., w okresie gdy GPW w Warszawie uzyskała swoją rynkową tożsamość.

2. POZYCJA GPW W WARSZAWIE NA TLE GIEŁD EUROPEJSKICH

Wiodącą rolę wśród europejskich parkietów zajmują Giełda Londyńska oraz giełdy tworzące Euronext, który zajął pierwsze miejsce pod względem kapitalizacji w 2007 roku. Trzecią pozycję ma Deutsche Börse, której udział jest już jednak dwukrotnie mniejszy w relacji do Londynu. Biorąc pod uwagę cały gieł-

Tabela 1. Pozycja GPW w Warszawie wśród giełd europejskich¹



Źródło: FESE(01.04.2008).

¹ U. Ziarko-Siwiek (red.), *Giełdy kapitałowe w Europie*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2007/2008, różne strony.

dowy rynek europejski – Giełda Warszawska zajmuje w rankingu środkową – dwunastą pozycję pod względem kapitalizacji, wyprzedzając wszystkie giełdy nowych państw członkowskich Unii Europejskiej (UE-10 + 2)².

Wartość kapitalizacji GPW w Warszawie upoważnia do zaliczenia jej w Europie do giełd średniej wielkości³.

Odnosząc jej udział do europejskich gigantów, istniejący dystans jest spektakularny, jednak pozycję tę trzeba relatywizować ze względu na stosunkowo krótki okres funkcjonowania reaktywowanego w 1991 r. warszawskiego parkietu, po przeszło pięćdziesięcioletniej przerwie od końca lat 30. Natomiast w regionie Europy Środkowej- Warszawska Giełda Papierów Wartościowych w nieznanym stopniu ustępuje tylko Giełdzie Wiedeńskiej. Zaznaczyć można także pozytywną średniookresową tendencję poprawy znaczenia GPW na rynku europejskim, wyrażającą się wzrostem kapitalizacji i jej udziału na europejskim rynku giełdowym. W pierwszej kolejności w opracowaniu scharakteryzowane zostaną wskaźniki bezwzględne, świadczące o randze rynku giełdowego.

3. KAPITALIZACJA RYNKOWA GIEŁD EUROPEJSKICH I ICH DYNAMIKA

Poziom rozwoju giełd papierów wartościowych określa przede wszystkim ich kapitalizacja rynkowa. Rozumie się przez nią całkowitą wartość wszystkich walorów notowanych na giełdzie⁴.

GPW w Warszawie początkach XXI wieku była wśród państw Europy Środkowej niekwestionowanym liderem, ale wskutek załamania się rynku (z powodu pęknięcia tzw. bańki internetowej) w 2002 r. ustąpiła miejsca Giełdzie Wiedeńskiej. Aktualnie zajmuje w regionie drugą pozycję. Pozostała natomiast liderem wśród państw członkowskich UE-10 + 2.

Kapitalizacja GPW w Warszawie, pomimo jej stopniowego wzrostu na przestrzeni badanego okresu, w 2007 r. stanowiła 1/20 kapitalizacji Euronextu, 1/10 kapitalizacji Deutsche Börse i prawie 1/18 kapitalizacji parkietu londyńskiego.

W latach 2000–2002 w przeważającej liczbie krajów dynamika kapitalizacji uległa osłabieniu z racji pogarszającej się koniunktury gospodarczej w całym światowym systemie rynkowym⁵.

Wyraźną odbudowę dynamiki kapitalizacji odnotowały giełdy papierów wartościowych w Europie w 2003 r. W największym wymiarze było to udziałem

² UE-10 są to państwa, które poszerzyły Unię Europejską w 2004 r. oraz (+2) – to Bułgaria i Rumunia, które przyjęto do Wspólnoty w 2007 r.

³ K. Ciejpa-Znamirowski, *Przesłanki rozwoju polskiego rynku kapitałowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu w Białymstoku, Białystok 2007, s. 194.

⁴ E. Gruszczyńska-Brozbar, *Funkcjonowanie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie*, Wydawnictwo AE Poznań, Poznań 2007, s. 104.

⁵ Z wyjątkiem giełdy wiedeńskiej, która poprawiła dynamikę kapitalizacji o ok. 25% w 2002 r.

Tabela 2 . Wartość kapitalizacji najważniejszych giełd europejskich w latach 2000–2007 (w mln euro)

Giełda	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Athens Exchange	117 956,30	96 949,49	65 759,68	84 547,10	92 140,27	123 033,36	152 207,88	181 233,20
Borsa Italiana	818 384,00	592 319,00	457 992,40	487 446,40	580 881,22	676 606,18	778 500,79	733 613,72
Deutsche Börse	1 352 936,00	1 203 681,00	627 283,47	802 223,56	849 716,67	1 019 171,14	1 241 963,25	1 439 955,31
Euronext	2 483 040,00	2 122 048,00	1 477 108,00	1 646 178,00	1 796 036,00	2 294 828,00	2 812 261,00	2 888 313,00
Irish Stock Exchange	87 212,96	84 567,45	57 540,17	67 443,80	83 932,65	96 722,25	123 823,58	98 431,20
London Stock Exchange	2 744 691,00	2 413 272,00	1 708 260,00	1 923 168,00	2 071 775,29	2 592 622,99	2 876 985,94	2 634 577,30
OMX Nordic Exchange	786 479,02	580 449,24	385 247,14	468 199,21	542 290,42	704 677,57	851 459,52	849 923,31
Oslo Børs	70 477,40	78 371,90	65 270,95	75 779,10	104 050,80	161 933,70	212 271,52	241 682,84
Spanish Exchanges (BME)	537 044,00	525 839,60	443 097,20	575 765,80	692 053,04	813 812,03	1 003 298,96	1 231 086,44
SWX Swiss Exchange	845 864,90	591 960,80	521 559,70	576 462,00	609 929,10	793 019,00	919 342,00	869 377,30
Warsaw Stock Exchange	33 760,81	28 845,79	27 055,35	29 349,76	51 888,26	79 353,46	112 825,56	144 323,31
Wiener Börse	31 884,00	28 307,00	32 235,00	44 811,00	64 577,00	107 036,00	146 197,00	161 730,70

Źródło: Dane na podstawie FESE (www.fese.be/en/).

Tabela 3. Dynamika kapitalizacji najważniejszych giełd europejskich w latach 2001–2007 (rok poprzedni = 100, w %)

Indeksy dynamiki giełd	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Athens Exchange	82,19	67,83	128,57	108,98	133,53	123,71	119,07
Borsa Italiana	72,38	77,32	106,43	119,17	116,48	115,06	94,23
Deutsche Börse	88,97	52,11	127,89	105,92	119,94	121,86	115,94
Euronext	85,46	69,61	111,45	109,10	127,77	122,55	102,70
Irish Stock Exchange	96,97	68,04	117,21	124,45	115,24	128,02	79,49
London Stock Exchange	87,93	70,79	112,58	107,73	125,14	110,97	91,57
OMX Nordic Exchange	73,80	66,37	121,53	115,82	129,94	120,83	99,82
Oslo Børs	111,20	83,28	116,10	137,31	155,63	131,09	113,86
Spanish Exchanges (BME)	97,91	84,26	129,94	120,20	117,59	123,28	122,70
SWX Swiss Exchange	69,98	88,11	110,53	105,81	130,02	115,93	94,57
Warsaw Stock Exchange	85,44	93,79	108,48	176,79	152,93	142,18	127,92
Wiener Börse	88,78	113,88	139,01	144,11	165,75	136,59	110,63

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych FESE (www.fese.be/en/).

giełd: wiedeńskiej, hiszpańskiej (BME), ateńskiej i niemieckiej. Również giełda warszawska „ruszyła z miejsca” w 2003 r., choć bez spektakularnych sukcesów. Te przyszły dopiero w kolejnych latach.

W 2007 r. pomimo wcześniejszych korzystnych tendencji w zakresie kształtowania się dynamiki kapitalizacji – giełdy w Rzymie, Dublinie, Londynie, BME i OMX odnotowały swe bezwzględne spadki.

4. WARTOŚĆ I DYNAMIKA OBROTU AKCJAMI NA GIEŁDACH EUROPEJSKICH

Wartość obrotu akcjami na giełdzie papierów wartościowych jest jednym z najważniejszych wskaźników bezwzględnych, umożliwiających analizę porównawczą zróżnicowania rynków kapitałowych. W komparatyście międzynarodowej wyżej przytoczonego wskaźnika pojawiają się istotne problemy metodologiczne; powstają one w związku z odmiennym sposobem liczenia wielkości obrotów. Według zasad FESE (*Federation of European Securities Exchanges*) jako wartość obrotów uwzględnia się jedynie sprzedaż papierów wartościowych. Z kolei w Rocznikach Giełdowych GPW w Warszawie brana jest wielkość obejmująca zarówno sprzedaż, jak i zakup papierów wartościowych. Dla spójności analiz w niniejszym opracowaniu przyjęto zasadę pojedynczego liczenia transakcji (wg FESE), tzn. tylko sprzedaży papierów wartościowych.

Analizując informacje z tabeli 4 można wskazać, że giełdy badanych krajów w przeważającej mierze przypadków zareagowały spadkiem wartości obrotów do 2003 r. w okresie osłabienia koniunktury światowej i zmniejszenia dynamiki aktywności gospodarczej w początkach XXI wieku. Relatywnie najpóźniej odbudowę wartości obrotów odnotowały giełda niemiecka (2006 r.) i szwajcarska (2005 r.).

Wzrost wartości obrotów akcjami w rozpatrywanym okresie lat 2000–2007 był dość mocno zróżnicowany. Wyraźną tendencją było jego zwiększenie, obserwowane w całym badanym okresie na średnich giełdach, gdzie w kolejności największą dynamiką charakteryzowały się zmiany wartości obrotów akcjami na giełdzie wiedeńskiej (900%), irlandzkiej (632%), norweskiej (530%), hiszpańskiej (305%) i warszawskiej (303%). Silniejsze giełdy europejskie charakteryzowały się umiarkowanym przyrostem wartości obrotu akcjami – OMX oraz Londyn (152%), SWH (150%), Euronext (61%), co jest zrozumiałe z racji już osiągniętego, wysokiego poziomu obrotów.

Biorąc pod uwagę roczne zmiany tempa wzrostu dynamiki obrotów akcjami, przedstawione w tabeli 5, potwierdza ona oceny scharakteryzowane wyżej. Spadek tempa wzrostu obrotów na przeważającej części parkietów europejskich miał miejsce głównie w latach 2001–2002.

Wyjątkiem była tu sytuacja na giełdach w Londynie i Dublinie oraz już dla 2002 r. – na giełdzie hiszpańskiej (BME) i szwajcarskiej (SWX). W kolejnych

Tabela 4. Wartość obrotów akcjami na najważniejszych giełdach europejskich w latach 2000–2007 (w mln euro)

Giełda	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Athens Exchange	117 165,60	41 696,90	24 465,10	34 480,50	35 183,80	52 146,50	85 053,90	122 364,40
Borsa Italiana	1 013 633,20	709 945,60	669 820,00	721 525,60	772 960,80	1 050 298,40	1 258 027,60	1 680 199,70
Deutsche Börse	2 296 156,30	1 617 532,20	1 279 857,20	1 138 628,00	1 237 672,50	1 545 794,50	2 164 847,60	3 144 150,40
Euronext	2 533 294,70	2 318 358,40	2 083 842,80	1 700 586,90	1 987 297,80	2 345 528,00	3 047 587,00	4 086 811,00
Irish Stock Exchange	15 734,00	25 521,00	35 126,80	38 757,70	36 252,60	54 395,80	64 592,60	99 550,20
London Stock Exchange	4 943 464,60	5 074 989,50	4 227 753,00	3 174 121,40	4 150 660,30	4 583 167,00	5 990 491,50	7 544 970,00
OMX Nordic Exchange	857 408,10	709 514,60	541 948,90	477 492,60	639 539,10	772 685,40	1 036 961,70	1 321 806,60
Oslo Børs	75 158,90	69 809,80	59 244,70	68 431,80	108 410,10	189 566,70	320 971,50	399 053,80
Spanish Exchanges (BME)	660 784,80	606 517,70	689 670,70	820 437,40	963 367,80	1 263 605,00	1 535 634,00	2 160 320,80
SWX Swiss Exchange	692 258,00	410 294,00	653 392,30	550 017,70	633 196,40	783 186,30	1 103 205,30	1 368 772,70
Warsaw Stock Exchange	21 053,50	10 845,40	8 308,40	8 776,70	13 147,40	24 110,70	43 235,20	63 876,10
Wiener Börse	10 497,00	8 615,00	6 449,80	9 803,90	19 400,80	37 503,40	64 892,60	94 488,80

Źródło: na podstawie danych FESE (www.fese.be/en/).

Tabela 5. Dynamika obrotów akcjami najważniejszych giełd europejskich w latach 2001–2007 (rok poprzedni = 100, w %)

Indeksy dynamiki giełd	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Athens Exchange	35,59	58,67	140,94	102,04	148,21	163,11	143,87
Borsa Italiana	70,04	94,35	107,72	107,13	135,88	119,78	133,56
Deutsche Börse	70,45	79,12	88,97	108,70	124,90	140,05	145,24
Euronext	91,52	89,88	81,61	116,86	118,03	129,93	134,10
Irish Stock Exchange	162,20	137,64	110,34	93,54	150,05	118,75	154,12
London Stock Exchange	102,66	83,31	75,08	130,77	110,42	130,71	125,95
OMX Nordic Exchange	82,75	76,38	88,11	133,94	120,82	134,20	127,47
Oslo Børs	92,88	84,87	115,51	158,42	174,86	169,32	124,33
Spanish Exchanges (BME)	91,79	113,71	118,96	117,42	131,17	121,53	140,68
SWX Swiss Exchange	59,27	159,25	84,18	115,12	123,69	140,86	124,07
Warsaw Stock Exchange	51,51	76,61	105,64	149,80	183,39	179,32	147,74
Wiener Börse	82,07	74,87	152,00	197,89	193,31	173,03	145,61

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych FESE (www.fese.be/en/).

latach wystąpił szybki przyrost tempa dynamiki obrotów akcjami. W 2007 r. szczególnie wysokim tempem zmian badanego wskaźnika charakteryzowały się giełdy irlandzka, niemiecka, warszawska i wiedeńska.

5. LICZBA NOTOWANYCH SPÓŁEK KRAJOWYCH I ZAGRANICZNYCH NA GIEŁDACH EUROPEJSKICH

Atrakcyjność danego rynku giełdowego dla inwestorów i emitentów określa liczba spółek. Z tego też względu ważną determinantą rozwoju giełdy jest ilość spółek będących przedmiotem obrotu na konkretnym rynku. Jednocześnie obecność spółek zagranicznych jest bardzo istotnym wyróżnikiem postrzegania giełdy papierów wartościowych i potwierdza jej rolę ekonomiczną w regionie funkcjonowania. Informacji na ten temat dostarczają tabele 6 i 7.

Choć tradycje funkcjonowania GPW w Warszawie w warunkach gospodarki rynkowej nie są zbyt długie, to jednak udało się jej bez wątpienia osiągnąć pozycję lidera wśród giełd Europy Wschodniej. Wyprzedziła ona także giełdę wiedeńską, mając trzykrotnie wyższą liczbę notowanych spółek w 2007 r. Nie wielki spadek liczby spółek notowanych na GPW miał miejsce w latach 2002–2003, którego powodem było zakończenie tzw. hossy internetowej z lat wcześniejszych i osłabienie koniunktury światowej. W badanym okresie, tzn. latach 2000–2007 stała się ona poważnym konkurentem giełdy rzymskiej, ateńskiej, norweskiej, szwajcarskiej i irlandzkiej co do wprowadzania nowych spółek do obrotu. Natomiast nie mogła sprostać w tym zakresie konkurencji z giełdami londyńską, hiszpańską, niemiecką, euronextem, czy skandynawskim OMX-em.

Gdy chodzi o dynamikę przyrostu liczby notowanych spółek Warszawska Giełda Papierów Wartościowych w latach 2000–2007 osiągnęła drugie miejsce w Europie (156%) – po giełdzie hiszpańskiej (341%) i wyprzedziła dynamiką tej wielkości giełdę londyńską (110%).

Szybki przyrost spółek na GPW w ostatnich latach spowodowany jest dużą aktywnością prywatnych inwestorów, co przekłada się na wysoką liczbę otwartych rachunków inwestycyjnych, która wyniosła w październiku 2007 r. przeszło 990 tys.⁶ Rozwój GPW został przyspieszony przez dynamiczny rozwój funduszy inwestycyjnych, uczestnictwo Otwartych Funduszy Emerytalnych w alokacji kapitału na rynku giełdowym oraz wzrostem zamożności społeczeństwa i jego świadomości rynkowej w procesach inwestycyjnych. Również relatywnie niski koszt wejścia na GPW sprzyja jej popularności.

Z kolei spadek liczby notowanych spółek, obserwowany na niektórych parkietach europejskich wynika z różnych przyczyn. Jedną z nich może być występowanie dużej liczby małych spółek, które z czasem nie radzą sobie z konkurencją rynkową lub słaba płynność i płytkość rynku. Poza tym na niektórych giełdach większą rolę w obrotach stanowią obligacje niż akcje przedsiębiorstw.

⁶ *Dlaczego warszawska giełda?*, www.wseinternational.eu

Tabela 6. Liczba spółek notowanych na najważniejszych giełdach europejskich w latach 2000–2007 (na koniec roku)

Giełda	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Athens Exchange	310	332	338	340	321	304	290	283
Borsa Italiana	297	294	295	279	278	282	290	307
Deutsche Börse	989	984	934	866	819	764	760	866
Euronext	1286	1194	1114	1047	999	966	954	1043
Irish Stock Exchange	96	87	77	66	65	66	68	73
London Stock Exchange	2929	2891	2824	2692	2837	3091	3256	3307
OMX Nordic Exchange	779	749	757	714	675	704	791	851
Oslo Børs	214	212	203	180	188	219	229	248
Spanish Exchanges (BME)	1036	1482	3015	3223	3315*	3337*	3378	3537
SWX Swiss Exchange	416	412	398	419	409	400	348	341
Warsaw Stock Exchange	225	230	217	203	230	255	284	351
Wiener Börse	111	113	129	125	120	111	113	119

Źródło: Dane na podstawie FESE (www.fese.br/en/).

Tabela 7. Liczba spółek zagranicznych notowanych na najważniejszych giełdach europejskich w latach 2000–2007 (na koniec roku)

Giełda	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Athens Exchange	1	1	1	1	2	2	2	3
Borsa Italiana	6	6	7	8	9	7	6	6
Deutsche Börse	245	235	219	182	159	116	104	105
Euronext	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Irish Stock Exchange	20	19	15	11	12	13	11	13
London Stock Exchange	501	453	419	381	351	334	343	719
OMX Nordic Exchange	34	33	29	30	30	24	26	26
Oslo Børs	23	26	24	20	22	28	34	40
Spanish Exchanges (BME)	16	21	29	32	n/a	n/a	39	39
SWX Swiss Exchange	164	149	140	130	127	116	92	84
Warsaw Stock Exchange	0	0	0	1	5	7	12	23
Wiener Börse	14	14	20	21	21	19	17	17

Źródło: Dane na podstawie FESE.

Gdy chodzi o notowania spółek zagranicznych na europejskich rynkach giełdowych, to niekwestionowanym liderem był i jest Londyn, jedno ze światowych tradycyjnych centrów finansowych. Następną pozycję zajmuje giełda frankfurcka i w kolejności szwajcarska. Na ich tle pozycja GPW z 23 spółkami zagranicznymi w 2007 r. nie wygląda zbyt obiecująco. Tymczasem na podkreślenie zasługują następujące fakty. GPW wyprzedza pod względem notowanych na parkiecie spółek zagranicznych – giełdy: ateńską, włoską, irlandzką, a jest w bliskiej pozycji w stosunku do giełdy skandynawskiej OMX-u. Jest także liderem wśród giełd pochodzących z nowych państw członkowskich UE w badanym aspekcie.

Tę pozycję osiągnęła ona relatywnie szybko, zważywszy, że pierwsza notowana spółka zagraniczna pojawiła się w 2003 r., a z końcem 2007 r. było ich już 23. Zainteresowanie GPW w Warszawie i jej relatywna popularność bierze się ze stosunkowo niskich kosztów wejścia na giełdę dla firm zagranicznych w porównaniu z innymi rynkami europejskimi. Poza tym zagraniczne spółki plasują swoje walory na warszawskiej giełdzie albo dla zdobycia kapitału na rozwój w regionie Europy Środkowej i Wschodniej, albo by móc się rozwijać na polskim rynku⁷. Oprócz tych przesłanek – dla części firm zagranicznych jest ona kolejną giełdą, na którą wprowadzają swoje akcje w ramach tzw. *dual listing* (np. czeski CEZ – energetyka, bank włoski Unicredit czy CEDC – amerykański dystrybutor alkoholi).

6. PIERWSZE OFERTY PUBLICZNE (IPO) NA GIEŁDACH EUROPEJSKICH

Pierwsza oferta publiczna oznacza oferowanie akcji danej spółki po raz pierwszy za pośrednictwem rynku publicznego⁸. Na tle giełd europejskich aktualnie (2007 r.) GPW zajmuje czwarta pozycję pod względem IPO. Wyprzedzają ją pod względem pierwszych publicznych ofert giełda londyńska (4-krotnie), Euronext i giełdowy rynek skandynawski (OMX). Warszawski parkiet okazał się bardziej atrakcyjny w 2007 r. od Deutsche Börse.

Pod względem liczby pierwszych ofert publicznych GPW w Warszawie jest liderem wśród krajów Europy Środkowej, Wschodniej i Południowo-Wschodniej. Jej pozycja na najbliższe lata w tym zakresie jest niezagrożona ze strony innych giełd tej części Europy. Przepaść, jaka dzieli pozostałe rynki giełdowe wschodnie i środkowoeuropejskie od GPW, jest przez nie na krótką metę nie do pokonania.

Duża liczba IPO na warszawskim parkiecie wynika z jego atrakcyjności kosztowej. Oferty przeprowadzone w Warszawie są 3–4 razy tańsze niż w Londynie⁹. Na niższe ich koszty w Polsce wpływają konkurencyjność wśród firm

⁷ *Zagraniczne spółki na GPW*, www.wseinternational.eu/indeks.php?page=1414.

⁸ P. Siwek, *Praktyka pierwszych ofert publicznych w Polsce*, CeDeWu, Warszawa 2005, s. 12.

⁹ *Dlaczego warszawska giełda...*, op. cit.

Tabela 8. Liczba IPO na najważniejszych giełdach europejskich w latach 2000–2007

Giełda	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Athens Exchange	bd	bd	13	0	2	2	2	3
Borsa Italiana	bd	bd	8	5	8	15	21	29
Deutsche Börse	bd	bd	6	1	10	43	89	62
Euronext	bd	bd	32	29	48	65	134	127
Irish Stock Exchange	bd	bd	0	0	2	3	8	10
London Stock Exchange	bd	bd	91	94	305	354	426	324
OMX Nordic Exchange	bd	bd	10	3	7	11	59	85
Oslo Børs	bd	bd	5	3	2	30	15	37
Spanish Exchanges (BME)	bd	bd	2	2	3	1	10	12
SWX Swiss Exchange	bd	bd	5	2	4	10	9	10
Warsaw Stock Exchange	13	9	6	5	36	35	38	81
Wiener Börse	8	6	3	6	1	7	7	6

Źródło: Dane IPO na podstawie IPO Watch Europe. Review of the year 2007, PriceWaterhouseCoopers, s. 4; IPO Watch Europe. Review of the year 2005, PriceWaterhouseCoopers, s. 5; IPO Watch Europe. Review of the year 2003, PriceWaterhouseCoopers, s. 8.

doradczych i niższe koszty osobowe. Czynnikiem wspomagającym atrakcyjność na GPW w Warszawie jest podaż kapitału w regionie Europy Środkowej¹⁰ (OFE, fundusze inwestycyjne, duża liczba inwestorów indywidualnych i zagranicznych).

Dzięki relatywnie dużej liczbie debiutów w 2007 r. parkiet warszawski został sklasyfikowany przez FESE na 4 miejscu w Europie.

7. WSKAŹNIKI PŁYNNOŚCI GIEŁD EUROPEJSKICH

Przedstawione w poprzednich fragmentach opracowania wskaźniki opisujące wielość poszczególnych europejskich rynków giełdowych miały charakter bezwzględny. Dla uzyskania właściwego obrazu sytuacji konieczne jest także wzięcie pod uwagę wskaźników względnych¹¹, co jest szczególnie ważne w analizach porównawczych.

Wskaźnik płynności zaliczany jest do tej właśnie grupy miar, a oblicza się go jako relację obrotów do kapitalizacji. W opiniach analityków giełdowych¹² wskaźnik ten jest bodaj najistotniejszy wśród pozostałych mierników względnych, takich jak np. indeks kapitalizacji/PKB. Wskaźnik płynności rynku giełdowego wskazuje na szybkość przesunięć kapitałowych na nim występujących.

Największą płynnością w całym badanym okresie charakteryzowały się giełda londyńska, włoska i niemiecka. Z kolei najniższą płynność posiadały w tym samym okresie giełdy ateńska, wiedeńska i warszawska.

De facto GPW zajmuje ostatnią pozycję wśród rozpatrywanych największych giełd europejskich. Jej płynność w latach 2000–2007 spadała do 2005 r. Od 2006 r. wskaźnik płynności stopniowo się poprawiał, ale wciąż nie osiągnął poziomu z 2000 r. Od giełdy wiedeńskiej dzieli ją nadal różnica 14 pkt. procentowych wskaźnika płynności (w 2007 r.). Nie jest to dobry prognostyk, w sytuacji gdy GPW w Warszawie ma ambicje stania się centrum finansowym Europy Środkowej, chcąc w tym zakresie pokonać bardziej płynne giełdy (w 2007 r.) – poza wiedeńską, takie jak – w Pradze (76,23%) czy Budapeszcie (109,78%).

Na relatywnie niską płynność warszawskiego parkietu wpływa średnia niska wartość spółek, które notowane są na GPW, przy jednoczesnym dużym udziale pasywnych inwestorów (strategicznych i branżowych, OFE) oraz niewielkiej krótkiej sprzedaży akcji¹³. Oprócz tych przesłanek na jej słabą płynność oddziałuje sposób konstrukcji pierwotnych ofert, gdzie na GPW trafiają przede wszystkim mniejszościowe pakiety akcji, co osłabia skłonność do dokonywania transakcji (*free float*). Są też i takie giełdy, gdzie nastąpił zanik obrotów akcjami i brak jest płynności – np. w Bratysławie.

¹⁰ Końca hossy nie widać, „Private Banking” 2007, nr 5.

¹¹ R. Sieradzki, *Rynek akcji na GPW w Warszawie na tle innych krajów Unii Europejskiej. (Za) krótka historia GPW*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2006, nr 12 (192), s. 93.

¹² Ibidem.

¹³ R. Sieradzki, *Rozwój rynku akcji na giełdach Europy Środkowo-Wschodniej. Dobrze, coraz lepiej*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2007, nr 2 (194), s. 31.

Tabela 9. Wskaźniki płynności (obroty/kapitalizacja) najważniejszych giełd europejskich w latach 2000–2007 (w %)

Giełda	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Athens Exchange	99,33	43,01	37,20	40,78	38,19	42,38	55,88	67,52
Borsa Italiana	123,86	119,86	146,25	148,02	133,07	155,23	161,60	229,03
Deutsche Börse	169,72	134,38	204,03	141,93	145,66	151,67	174,31	218,35
Euronext	102,02	109,25	141,08	103,31	110,65	102,21	108,37	141,49
Irish Stock Exchange	18,04	30,18	61,05	57,47	43,19	56,24	52,17	101,14
London Stock Exchange	180,11	210,29	247,49	165,05	200,34	176,78	208,22	286,38
OMX Nordic Exchange	109,02	122,24	140,68	101,98	117,93	109,65	121,79	155,52
Oslo Børs	106,64	89,08	90,77	90,30	104,19	117,06	151,21	165,11
Spanish Exchanges (BME)	123,04	115,34	155,65	142,49	139,20	155,27	153,06	175,48
SWX Swiss Exchange	81,84	69,31	125,28	95,41	103,81	98,76	120,00	157,44
Warsaw Stock Exchange	62,36	37,60	30,71	29,90	25,34	30,38	38,32	44,26
Wiener Börse	32,92	30,43	20,01	21,88	30,04	35,04	44,39	58,42

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych FESE (www.fese.be/en/).

Tabela 10. Wskaźnik koncentracji giełd europejskich w latach 2000–2007 (w %)

Giełda	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Athens Exchange	29,67	26,82	45,23	34,70	41,02	40,14	44,72	45,91
Borsa Italiana	39,60	43,50	49,90	38,40	48,33	47,70	40,00	58,42
Deutsche Börse	39,80	43,90	40,00	40,63	36,56	37,18	28,57	30,57
Irish Stock Exchange	52,00	67,57	80,39	70,29	60,09	58,32	60,62	61,57
London Stock Exchange	29,01	29,68	26,89	23,39	0,22	22,57	18,81	36,36
Oslo Bors	47,88	51,84	68,14	67,12	67,92	51,08	62,42	53,19
Spanish Exchanges	77,59	74,78	71,40	61,07	65,95	60,59	59,19	61,58
Euronext	Bd	Bd	59,42	49,9	53,58	54,71	49,18	50,45
OMX Nordic Exchange	69,00	67,24	63,74	65,68	63,33	64,29	55,28	58,75
Warsaw Stock Exchange	60,57	64,38	67,39	56,02	51,72	44,14	34,34	48,55
Wiener Börse	57,78	53,47	70,00	57,64	67,94	57,60	52,72	52,74

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych FESE (www.fese.be/en/).

8. WSKAŹNIKI KONCENTRACJI GIEŁD EUROPEJSKICH

Innym wskaźnikiem względnym, stosowanym w analizach porównawczych jest wskaźnik koncentracji. Informuje on o obrotach akcjami pięciu największych spółek w całości obrotów¹⁴. Określone wartości wskaźnika mają swoją wymowę. Jeśli wartość wskaźnika koncentracji przekroczy 60%, zagraża ona wówczas płynności tego rynku giełdowego. Na rynkach dojrzałych – udział pięciu największych spółek nie przekracza na ogół 35–45% łącznych obrotów. Z kolei – w przypadku małych, nierozwiniętych giełd występuje silna koncentracja na kilku dużych spółkach¹⁵.

Najniższe wartości wskaźników koncentracji odnotowały w 2007 r. giełdy londyńska, nieniecka, ateńska i warszawska. O ile w latach 2000–2002 – dla GPW w Warszawie wskaźnik koncentracji przekraczał 60% i zagrażał płynności polskiej giełdy, o tyle w 2003 r. można zauważyć stopniową poprawę w kierunku korygowania wskaźników jej koncentracji; zaczyna ona w związku z tym nabierać charakteru giełdy „dojrzewającej do rynkowego wymiaru”. Porównując ją z wiedeńską giełdą, wywodzącą się z regionu Europy Środkowej, należy podkreślić, że wskaźniki koncentracji na GPW w Warszawie są znacznie poprawniejsze, stąd jej przewaga nad swoim głównym wiedeńskim konkurentem. W tym kontekście nie mogą dziwić ambicje przedstawicieli GPW w Warszawie do uzyskania pozycji czołowego centrum finansowego w Europie Środkowej.

Nie oznacza to jednak, by w zakresie koncentracji sytuacja na polskiej giełdzie nie mogła ulegać dalszej poprawie, ponieważ od najlepszej sytuacji pod względem koncentracji, jaką posiada giełda niemiecka czy londyńska, dzieli ją jeszcze określony dystans.

W stosunku do rynków giełdowych nowych państw członkowskich Unii Europejskiej – GPW w Warszawie jest bezprzecznie liderem. One z kolei mają także ogromny dystans do odrobienia w relacji do niej w zakresie koncentracji¹⁶.

9. WSKAŹNIK KAPITALIZACJI/PKB

Kolejnym wskaźnikiem, umożliwiającym porównanie różnych rynków, jest relacja kapitalizacji do produktu krajowego brutto.

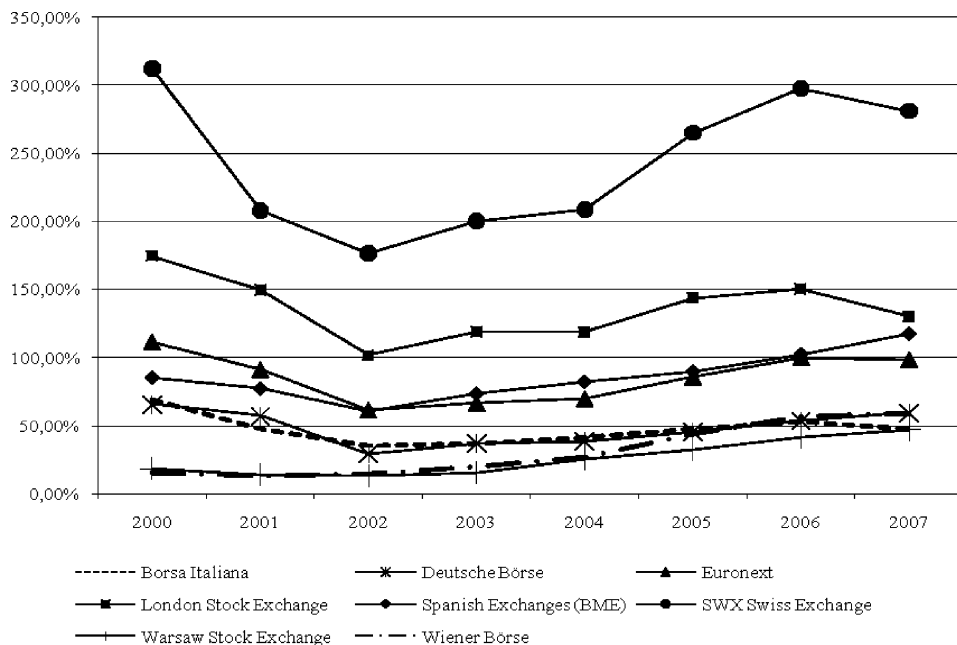
Miernik ten dostarcza informacji na temat, ile kapitału wyceniane jest za pośrednictwem giełdy w stosunku do PKB. Na ogół przyjmuje się, że jeśli wartość tego wskaźnika kształtuje się powyżej 40%, wówczas giełda ma znaczenie dla gospodarki danego kraju¹⁷.

¹⁴ E. Gruszczyńska-Broźbar, *Funkcjonowanie...*, op. cit., s. 103.

¹⁵ K. Stępień, *Drogie akcje i niewielka płynność*, „Parkiet” 2003, nr 2304.

¹⁶ Por. W. Przybylska-Kapuścińska, *Zmiany na rynku kapitałowym nowych państw członkowskich Unii Europejskiej*, [w:] *Rynek kapitałowy w procesie integracji*, Wydawnictwo UMCS, Lublin 2008, s. 98.

¹⁷ E. Gruszczyńska-Broźbar, *Funkcjonowanie...*, op. cit., s. 103.



Rys 1. Wskaźnik kapitalizacji/PKB dla największych giełd europejskich w latach 2000–2007

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych FESE (www.fese.be/en/).

Na podstawie wykresu 1 można zaobserwować, że analizowana relacja zmieniała się w różny sposób na poszczególnych rynkach giełdowych.

Odnotowano spadek relacji kapitalizacji do PKB dla wszystkich rozpatrywanych giełd europejskich w latach 2001–2002, choć obniżenie się wartości wskaźnika nie było równomierne. Silniejsze miało miejsce na SWX Swiss Exchange i giełdzie londyńskiej, natomiast słabsze w przypadku Euronextu, Deutsche Börse czy BME. W kolejnych latach po poprawie koniunktury gospodarczej badany wskaźnik osiągnął wyższe wartości w okresie 2003–2006. Jego obniżenie odnotowano w 2007 r. na rynku szwajcarskim, londyńskim i włoskim. Na rynku Euronext wskaźnik ten w zasadzie się nie zmienił. Jego wzrost natomiast odnotowały giełda warszawska, wiedeńska, niemiecka i hiszpańska.

10. WSKAŹNIK PRZECIĘTNEJ WIELKOŚCI SPÓŁKI

Ostatni wskaźnik względny, rozpatrywany w ocenach porównawczych giełd wyznacza przeciętną wielkość spółki. Wielkość spółki ma ogromne znaczenie, ponieważ, iż im jest ona większa, tym większą rolę odgrywa dana giełda w aktywizacji gospodarki. Informacje na ten temat zawiera tabela 11.

Wynika z niej, że GPW w Warszawie, jak i giełda hiszpańska znajdują się na końcu rankingu rozpatrywanych giełd europejskich. Pomimo, iż pod wzglę-

Tabela 11. Przeciętna wielkość spółki giełdowej notowanej na najważniejszych giełdach europejskich w latach 2000–2007 (w mln euro)

Giełda	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Athens Exchange	380,50	292,02	194,56	248,67	287,04	404,72	524,85	640,40
Borsa Italiana	2 755,50	2 014,69	1 552,52	1 747,12	2 089,50	2 399,31	2 684,49	2 389,62
Deutsche Börse	1 367,98	1 223,25	671,61	926,36	1 037,51	1 333,99	1 634,16	1 662,77
Euronext	1 930,82	1 777,26	1 325,95	1 572,28	1 797,83	2 375,60	2 947,86	2 769,24
Irish Stock Exchange	908,47	972,04	747,27	1 021,88	1 291,27	1 465,49	1 820,93	1 348,37
London Stock Exchange	937,07	834,75	604,91	714,40	730,27	838,77	883,60	796,67
OMX Nordic Exchange	1 009,60	774,97	508,91	655,74	803,39	1 000,96	1 076,43	998,73
Oslo Børs	329,33	369,68	321,53	421,00	553,46	739,42	926,95	974,53
Spanish Exchanges (BME)	518,38	354,82	146,96	178,64	208,76	243,88	297,01	348,06
SWX Swiss Exchange	2 033,33	1 436,80	1 310,45	1 375,80	1 491,27	1 982,55	2 641,79	2 549,49
Warsaw Stock Exchange	150,05	125,42	124,68	144,58	225,60	311,19	397,27	440,01
Wiener Börse	287,24	250,50	249,88	358,49	538,14	964,29	1 293,78	1 359,08

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych FESE (www.fese.be/en/).

dem liczby spółek notowanych na warszawskim parkiecie jest ona na 6 miejscu wśród giełd europejskich, to jednak ich wielkość jest nieduża. Stąd wskaźnik przeciętnej wielkości spółki nie jest w przypadku GPW w Warszawie satysfakcjonujący.

Większość spółek notowanych na niej – to spółki małe i średnie. Przeciętna wielkość spółki notowanej w Warszawie wyniosła 440 mln euro. Nawet słabsze od GPW giełdy Europy Środkowej charakteryzują wyższe wskaźniki przeciętnej wielkości spółki, gdy w Wiedniu wielkość ta wynosiła 1294 mln euro, a w Pradze – 2000 mln euro, nie mówiąc już o europejskich gigantach giełdowych, jak Euronext.

Z drugiej strony możliwość debiutowania na giełdzie przez małe i średnie spółki należy ocenić pozytywnie, bo stwarza atrakcyjne możliwości rozwojowe dla słabszych podmiotów, co jest wyjątkowym zjawiskiem na skalę światową¹⁸ i wyróżnia GPW w Warszawie.

12. PODSUMOWANIE

W okresie przemian systemowych do chwili obecnej obserwować można dynamiczny rozwój polskiego rynku giełdowego. Na tle sytuacji giełd europejskich w latach 2000–2007 warszawski parkiet wzmocnił stopniowo swoją pozycję i rozwinął się najsilniej. Stąd jest on liczącym się rynkiem w Europie. Jednocześnie pod wieloma względami rozpatrywanymi w tym opracowaniu, wskazano, że GPW w Warszawie zajmuje pozycję lidera wśród giełd Europy Środkowej, Wschodniej i Południowo-Wschodniej. Pozycja ta wynika zarówno z osiągniętej kapitalizacji, dynamiki, liczby spółek na niej notowanych, jak i pierwszych ofert publicznych. Jest ona giełdą średniej wielkości, która dąży do osiągnięcia wskaźników kapitalizacji, płynności, koncentracji, które wskazywałyby na poprawę jej „dojrzałości rynkowej” w odniesieniu do europejskich potęg giełdowych. Natomiast, czy zrealizuje ona swoje ambicje stworzenia środkowoeuropejskiego centrum finansowego, pokaże czas.

BIBLIOGRAFIA

- Ciejpa-Znamirowski K. *Przełamanie rozwoju polskiego rynku kapitałowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu w Białymstoku, Białystok 2007.
- U. Ziarko-Siwiek (red.) *Giełdy kapitałowe w Europie*, Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2007/2008.
- Gruszczyńska-Broźbar E. *Funkcjonowanie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie*, Wydawnictwo AE Poznań, Poznań 2007.
- Końca hossy nie widać, „Private Banking” 2007, nr 5.

¹⁸ Por. R. Sieradzki, *Rozwój rynku...*, op. cit., s. 30.

- Przybylska-Kapuścińska W. *Zmiany na rynku kapitałowym nowych państw członkowskich Unii Europejskiej*, [w:] *Rynek kapitałowy w procesie integracji*, Wydawnictwo UMCS, Lublin 2008.
- Sieradzki R. *Rozwój rynku akcji na giełdach Europy Środkowo-Wschodniej. Dobrze, coraz lepiej*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2007, nr 2 (194).
- Sieradzki R. *Rynek akcji na GPW w Warszawie na tle innych krajów Unii Europejskiej. (za) krótka historia GPW*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2006, nr 12 (192).
- Siwiek P. *Praktyka pierwszych ofert publicznych w Polsce*, CeDeWu, Warszawa 2005.
- Stępień K. *Drogie akcje i niewielka płynność*, „Parkiet” 2003, nr 2304.
www.wseinternational.eu.

DEVELOPMENT OF WARSAW STOCK EXCHANGE COMPARING TO OTHER EUROPEAN STOCK EXCHANGES IN XXI CENTURY

Summary: The paper concentrates on the development of Warsaw Stock Exchange (WSE) comparing to the situation in other European stock exchanges in XXI century. In order to assess the growth of WSE we use different absolute and relative measures. The first ones are: capitalization, turnover, number of local and foreign companies as well as the number of IPOs. The second ones are: liquidity, concentration capitalization to GDP and the average size of the companies. All those measures taken for 2000–2007 were compared with the results for the most important European stock exchanges. In conclusion we point out the successes and weaknesses as well as the changes seen on WSE in that period.

Key-words: stock-exchange, market capitalization, shares turnover value, liquidity index and concentration index

*Prof. zw. dr hab. Wiesława Przybylska-Kapuścińska
Akademia Ekonomiczna w Poznaniu
Katedra Teorii Pieniądza i Polityki Pieniężnej
Al. Niepodległości 10
60-967 Poznań
e-mail: w.kapuscinska@ae.poznan.pl*