

ELŻBIETA GRUSZCZYŃSKA-BROŻBAR

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

CECHY ROZWOJU GIEŁDOWEGO RYNKU AKCJI W POLSCE

Streszczenie

W artykule podjęto zagadnienie cech rozwoju giełdowego rynku akcji w Polsce. Cechy te badano na podstawie porównania z cechami giełd światowych. Uwagę badawczą zwrócono na wartość kapitalizacji i obrotu.

Słowa kluczowe: rozwój, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie

Wprowadzenie

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW) od momentu powstania znajduje się w fazie intensywnego rozwoju. Instytucja ta może poszczycić się infrastrukturą zbliżoną do tej występującej na giełdach światowych. Uwarunkowania ekonomiczne, instytucjonalne oraz czynniki behawioralne powodują, że cechy jej rozwoju różnią się od tych opisujących instytucje dojrzałe. Wzmiankowane różnice postanowiono przybliżyć w artykule, analizując cechy charakterystyczne zmienności kapitalizacji i wartości obrotu. Bazę porównawczą stanowiły mierniki opisujące giełdy w Nowym Jorku (NYSE), Londynie i Frankfurcie nad Menem. Okres badawczy obejmuje lata 1996–2010.

1. Pojęcie rozwoju

Definicja rozwoju wydaje się pojęciem pierwotnym, a więc trudnym do zdefiniowania. Przyjmuje się, że – w najbardziej ogólnym ujęciu – rozwój oznacza pewien długotrwały proces przemian i przeobrażeń mających pewien kierunek. Rozwijanie się można porównać do przechodzenia z jednego stanu do drugiego, doskonalszego od poprzedniego. Można również przyjąć, że jest to przejście ze stanu mniej do bardziej złożonego [Knippers Black, 1999: 134].

Rzeczony jest pojęciem wieloznacznym, dotyczy bowiem wszelkich sfer życia. Ogólnie w ekonomii może być rozpatrywany co najmniej dualnie Z jednej strony jako postęp i modernizacja, z drugiej zaś w kategoriach europeizacji. Pierwsze spojrzenie pozwala przyjąć, że przez proces zmian jest osiąganym stan doskonalszy od poprzedniego [Megier, Stiglitz 2002: 97–140]. Z kolei zgodnie z poglądami zwolenników europeizacji kraje, które przeszły z gospodarki centralnie planowanej do wolnorynkowej, powinny nadrabiać zaległości, przyjmując jako wykładnię cech te spotykane w Europie Zachodniej.

Europeizacja stanowi swoistą formę rozumienia rozwoju jako modernizacji, czyli procesu o charakterze teleologicznym, normalizującym, ujednocającym i technicznym, na wzór Europy Zachodniej [Smith 2002: 647–670]. Współcześnie – w dobie globalizacji rynków – uniwersalny model rozwoju zazwyczaj odnosi się do doświadczeń Ameryki Północnej [Dicken 2003: 25]. Myślenie o rozwoju w kategoriach modernizacji i postępu jest uproszczone, oparte na dychotomicznym wyobrażeniu przestrzeni, w ramach której występuje podział na kraje rozwinięte i słabo rozwinięte [Hoff, Stiglitz 1999: 7]. Pierwsze z nich tzw. centra są uznawane jako wzorzec przyszłego rozwoju dla pozostałych (peryferia)¹.

Proces rozwoju ma, jak się wydaje, charakter otwarty i nie zmierza do z góry określonego stanu końcowego. Istotne jest, w jakiej skali czasowej jest on rozpatrywany [Lucas 2002: 109–188]. Stąd często w badaniach naukowych stosowane jest to pojęcie jako proces długotrwałych ukierunkowanych zmian oraz korzystanie z wzorców rozwojowych innych rynków bez konieczności nadmiernego ujednociania i generalizacji.

¹ Gospodarki postsocjalistyczne zaliczane są do „rynków wschodzących” (*emerging markets*). Problemy wynikające ze źródeł ryzyka alokacyjnego w jednym kraju mogą prowadzić do wycofania kapitału z wszystkich krajów umieszczonych w tej grupie ryzyka [Sidaway, Pryke 2000: 187–201]. Skutkiem peryferyjnego statusu jest silne uzależnienie od międzynarodowych ratingów. Obniżenie ich może mieć daleko idące skutki dla traktowania tych państw na światowych rynkach finansowych.

Problemy związane z jednoznacznym określeniem pojęcia rozwoju są równie aktualne dla przybliżenia definicji rozwoju finansowego [Huang 2005: 132]. Opisywanego rozwoju nie należy traktować w kategoriach znalezienia złotej definicji, która za sprawą czarodziejskiej różdżki przyjmie jedną słuszną interpretację. Przyjmuje się, że redukcja kosztów transakcyjnych konwersji aktywów niepłynnych w aktywa płynne stanowi jedną z powoływanych cech świadczących o rozwoju rynku finansowego [Roubini, Sala-i-Martin 1992: 65]. Zagadnienie sprecyzowania cech rozwoju rynku finansowego ma, jak wcześniej stwierdzono, charakter otwarty, a więc można posiłkować się innymi spostrzeżeniami, które jako wykładnię definicji przyjmują kryteria przedmiotowe i funkcjonalne. W opisowej definicji rozwoju rynku finansowego wskazuje się, że takowy wymaga poszerzenia proponowanych szerokiej publiczności instrumentów i innowacji finansowych. Zwraca się również uwagę na ulepszanie procedur i rozwiązań prawnych, a także działań zmierzających do wydłużenia struktury czasowej instrumentów finansowych [Von Pischke 1991: 32].

Wzmiankowane innowacje powinny być ukierunkowane na zwiększenie płynności instrumentów, czyli możliwości łatwego kupna bądź sprzedaży papierów wartościowych i aprecjację liczby klientów korzystających z usług [Demirguc-Kunt, Levine 1996: 291–321]. Płynność jest ważnym atrybutem rozwoju rynków akcji, ponieważ w teorii płynne rynki poprawiają alokację kapitału i zwiększają potencjał długoterminowego wzrostu gospodarczego [Abu-sharia, Junankar 2003: 11]. Istotne wydaje się to, że cechą rynków płynnych jest możliwość obsługi wielkich obrotów bez dużych zmian cen [Levine 1996: 48]. Badania wskazują, że na wzmiankowaną płynność oddziałuje prognoza wzrostu gospodarczego, nawet po uwzględnieniu różnych czynników niematerialnych, wpływających na wskazany wzrost [Abu-sharia, Junankar 2003: 15]. Mechanizm ten działa w dwie strony, ponieważ płynność rynku akcji jest nadal wiarygodnym wskaźnikiem prognozującym długoterminowy wzrost gospodarczy, w świetle analizy empirycznej takich zmiennych, jak inflacja, polityka fiskalna, stabilność polityczna, edukacja, wydajność systemu prawnego, polityka stóp procentowych, otwarcie na handel międzynarodowy [Levine, Zervos 1996: 323–339].

2. Cechy rozwoju giełd wschodzących

Istnieje niewiele teoretycznych i empirycznych opracowań dotyczących kwantyfikacji determinant rozwoju rynku akcji na rynkach wschodzących. Model częściowej równowagi wzrostu rynku akcji Calderona-Rossella stanowi jak do tej pory najbardziej kompleksową próbę stworzenia podstaw finansowych teorii rozwoju rynku papierów wartościowych [Calderon-Rossell 1991: 136–159]. Najnowsze prace koncentrują się na roli finansowej liberalizacji we wspieraniu rynku walorów. Można znaleźć twierdzenia mówiące o tym, że liberalizacja finansowa sprzyja przejrzystości i odpowiedzialności, ograniczeniu negatywnej selekcji i pokusy nadużycia. To poprawia tendencje do zmniejszenia kosztów pożyczek na giełdach, które w końcu zwiększą płynność i wielkość rynku akcji [Mishkin 2001: 43–77]. Stwierdzenie to wydaje się istotne, gdy weźmie się pod uwagę fakt, że wschodzące rynki finansowe wykazują większe prawdopodobieństwo dużych zmian cen aniżeli rozwinięte rynki giełdowe [De Santis, Selahattin 1997: 561–579].

Immanentną cechą większości wschodzących rynków giełdowych jest to, że handel na nich odbywa się tylko kilkoma akcjami, które stanowią znaczną część całkowitej kapitalizacji rynkowej. Dodatkowo istnieją poważne braki informacyjne i te dotyczące ujawniania informacji, a także niedociągnięcia dotyczące przejrzystości transakcji [Yartey 2008: 17–26].

Wielu ekonomistów i inwestorów oczekuje, że ceny na rynkach wschodzących powinny być zmienne. Twierdzenie to znalazło potwierdzenie empiryczne i jest tłumaczone m.in. krótkim okresem działalności firm, w ramach którego nie nabrały one jeszcze renomy [El-Erian, Kumar 1995: 16–17]. Wykładnią interpretacji takiej sytuacji, jak się wydaje, są przede wszystkim uwarunkowania ekonomiczne, instytucjonalne oraz zachowania behawioralne.

Instytucjonalne cechy giełd wschodzących należy rozpatrywać, analizując elementy składowe źródła ryzyka instytucjonalnego. Szczególną uwagę zwracają na nie inwestorzy zagraniczni, gdyż rynki rozwinięte pod tym względem wydają się duże i płynne [Demirguc-Kunt, Levine 1996: 291–321]. W literaturze wykorzystuje się trzy środki jakości instytucjonalnej. Pierwszym z nich jest jakość zarządzania. Zalicza się do niej możliwość występowania korupcji, a także prawa polityczne, efektywność sektora publicznego i obciążenia regulacyjne. Drugi zwraca uwagę na prawną ochronę własności prywatnej i sposób egzekwowania prawa. Trzeci koncentruje się na odpowiedzialności i ograniczeniach wprowa-

dzanych dla przywódców politycznych [Edison 2003: 35–37]. Akcentuje się spostrzeżenie, że niskie ryzyko polityczne dowodzi istnienia dobrej jakości instytucji [La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer 1997: 113–150]. Należy zauważyć, że ocena jakości instytucjonalnej kraju może być nieco zniekształcona, ponieważ problemy inwestorów krajowych nie są problemami napotykanymi przez inwestorów zagranicznych [Perotti, Van Oijen 2001: 43–69].

System finansowy ma zasadnicze znaczenie dla gospodarki, ponieważ jest odpowiedzialny za zasoby alokacji [Rousseau, Sylla 2001: 87–94]. Stąd poziom rozwoju rynku akcji jest wysoko skorelowany z takimi uwarunkowaniami instytucjonalnego rozwoju, jak skuteczne funkcjonowanie banków, firm ubezpieczeniowych i funduszy emerytalnych [Demirguc-Kunt, Levine 1996: 291–321]. Trzeba nadmienić, że większość z rozwijających się państw zainicjowała instytucjonalne rozwiązania dotyczące wzmocnienia bezpieczeństwa, ochrony interesów inwestorów oraz organizacji zasad handlu na podstawie wspólnego prawodawstwa [Garcia, Liu 1999: 17–32].

Podsumowując, można stwierdzić, że duże rynki giełdowe szybciej rosną, są bardziej płynne, mniej zmienne i bardziej międzynarodowo zintegrowane w stosunku do rynków wschodzących [Demirguc-Kunt, Levine 1996: 291–321; Ben Naceur, Ghazouani, Omran 2007: 477–489].

Ekonomiści podnoszą wreszcie chyba jedną z najistotniejszych cech różnicujących rynki rozwinięte od rozwijających się. Powszechnie uważa się, że bogatsze kraje mają z reguły bardziej rozwinięte rynki akcji aniżeli te zaliczane do biedniejszych. Należy zauważyć, że badania empiryczne wykazują występowanie „intuicyjnych” korelacji między poszczególnymi wskaźnikami giełdowego rozwoju [Levine, Zervos 1996: 323–339].

3. Cechy rozwoju GPW w Warszawie w świetle zmian kapitalizacji i wartości obrotu

Analizę cech rozwoju GPW w Warszawie postanowiono rozważyć w zestawieniu z danymi dotyczącymi wiodących rynków kwalifikowanych do dojrzałych, a zaliczanych przez autorkę opracowania do centrum w znaczeniu modernizacji wywodzącej się z nurtu europeizacji. Badania zainicjowano od wskazania jej pozycji wśród giełd rozwiniętych na podstawie wybranych charakterystyk kapitalizacji zawartych w tabeli 1.

Dane pozwalają potwierdzić prymat NYSE w zakresie funkcjonowania wtórnego rynku akcji. Istotny wydaje się fakt, że GPW w Warszawie jest „mikroorganizmem” w stosunku do giełd światowych, z medianą kapitalizacji wynoszącą około 0,3%, w stosunku do „królowej giełd”. Znaczący wzrost tej miary nastąpił w okresie hossy giełdowej i wynikał z zachowań spekulacyjnych, o czym świadczy indeks bazowy kapitalizacji pomniejszonej o wartość nowych emisji. Zauważono jego szczególną aprecjację między 2003 a 2007 rokiem (z 9,1 do 50,31). Ujawnił się instynkt stadny, bazujący na psychologii rynku, a nie jego fundamentach. Potwierdzenie niniejszej obserwacji znajduje odzwierciedlenie w wartościach współczynnika zmienności kapitalizacji, który osiągnął we wskazanym okresie wartości równe bądź wyższe od mediany (oprócz 2007 roku – 11%).

W tym samym czasie giełdy światowe wykazywały wartości opisywanego indeksu poniżej bądź równą medianie. Świadczyć to może o stabilności wzrostów kursów. Zaobserwowano, co wydaje się istotne dla treści niniejszego opracowania, że im większa giełda, tym niższa wzmiankowana miara przeciętna (tabela 1). Duża zmienność wskazanej miary może być argumentowana dla polskiego wtórnego rynku akcji wielowątkowo. Po pierwsze, wynikała z napływu inwestorów zagranicznych i mobilizacji krajowych w czasach wzrostów giełdowych. Po drugie, ujawnił się wówczas niedorozwój instytucjonalny polskiego rynku wynikający z nierównowagi podażowo-popytowej. Małe emisje nie były w stanie zaspokoić zapotrzebowania zgłaszanego przez fundusze inwestycyjne i otwarte fundusze emerytalne.

Świadczyć o tym może indeks średniej miesięcznej wartości kapitalizacji na jedną spółkę (tabela 1). Dane dla 1996 roku ujawniają, że GPW w Warszawie była zdominowana przez małe i średnie spółki, które w stosunku do firm notowanych na rynkach światowych charakteryzowały się w najlepszym przypadku (giełda w Niemczech) prawie trzy i półkrotnie niższą kapitalizacją. Znaczący wzrost debiutów na warszawskim parkiecie, mający miejsce od 2003 roku, istotnie obniżył średnią kapitalizację polskich spółek. Obrazuje to zestawienie jej z indeksem bazowym kapitalizacji. Maksima tych dwóch miar zostały osiągnięte w 2007 roku, przy czym wartość indeksu kapitalizacji była prawie sześciokrotnie większa od mediany (50,31, mediana – 9,1), gdy tymczasem średnia wartość kapitalizacji na jedną spółkę była wyższa tylko około trzykrotnie (6,48, mediana 2,2). Sytuacja taka, jak się wydaje, jest niebezpieczna, stabilność rynku zapewniana jest bowiem m.in. przez udział w nim dużych emitentów, których kursy są trudniejsze do zmanipulowania.

Tabela 1

Wskaźniki kapitalizacji GPW w Warszawie i wybranych giełd światowych (centra) w latach 1996–2010

Lata	Wskaźniki kapitalizacji na podstawie danych miesięcznych														
	relacja kapitalizacji giełd w stosunku do NYSE* (1996 rok w mld dol=100)			indeks bazowy kapitalizacji pomniejszonej o nowe emisje (1995=100)			współczynnik zmienności kapitalizacji			indeks średniej miesięcznej wartości kapitalizacji na jedną spółkę (1996 w mld dol=100)					
	L	F	W	NY	L	F	W	NY	L	F	W	NY	L	F	W
1996	1711229	664783,5	8373,8	1,20	1,28	1,17	1,99	0,07	0,09	0,05	0,11	3033,6	721,5	338,6	99,8
1997	0,238	0,095	0,001	1,57	1,56	1,47	2,81	0,09	0,08	0,07	0,14	1,19	1,06	0,97	0,98
1998	0,229	0,105	0,002	1,82	1,74	1,93	4,82	0,06	0,06	0,08	0,18	1,40	1,25	0,91	0,88
1999	0,228	0,107	0,002	2,03	2,24	2,55	7,26	0,04	0,09	0,08	0,12	1,63	1,49	0,67	1,15
2000	0,239	0,124	0,003	2,02	1,94	2,24	7,61	0,04	0,04	0,08	0,13	1,77	1,58	4,42	1,37
2001	0,203	0,113	0,002	1,97	1,62	2,13	6,29	0,05	0,07	1,39	0,12	1,84	1,27	3,78	1,13
2002	0,196	0,090	0,003	1,61	1,34	1,24	7,02	0,10	0,09	0,21	0,08	1,72	1,11	2,91	1,24
2003	0,201	0,083	0,003	2,02	1,83	1,95	9,10	0,09	0,13	0,17	0,14	1,74	1,18	2,73	1,59
2004	0,215	0,089	0,004	2,26	2,13	2,15	16,65	0,03	0,05	0,06	0,21	2,12	1,48	3,69	2,36
2005	0,224	0,088	0,006	2,36	2,30	2,16	22,81	0,03	0,04	0,03	0,14	1,87	1,52	4,27	3,36
2006	0,240	0,100	0,008	2,76	2,82	2,93	36,27	0,04	0,05	0,07	0,14	2,65	1,67	5,58	4,57
2007	0,246	0,120	0,012	2,79	2,87	3,78	50,31	0,03	0,03	0,08	0,11	2,85	2,10	7,16	6,48
2008	0,224	0,123	0,012	1,61	1,33	2,00	21,41	0,17	0,23	0,23	0,27	2,15	1,61	5,60	4,18
2009	0,278	0,110	0,010	2,08	2,52	2,33	35,38	0,13	0,19	0,14	0,30	1,41	1,22	4,08	2,25
2010	0,266	0,100	0,013	2,37	2,71	2,58	44,29	0,05	0,07	0,08	0,11	1,76	1,51	4,76	3,10
Mediana	0,229	0,100	0,003	2,02	1,94	2,15	9,10	0,05	0,07	0,08	0,14	1,8	1,5	4,1	2,2

* L – Londyn Stock Exchange, NY – New York Stock Exchange, F – Frankfurt am Main, W – GPW w Warszawie. **Pogrubiona czcionka** – wartości poniżej mediany.

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych World Federation of Exchanges

Podstawowy problem giełdy w Warszawie jest związany z małą płynnością wyrażoną wartością obrotów. Relacja obrotu GPW w Warszawie w stosunku do NYSE w żadnym z badanych lat nie przekroczyła 1%, w przeciwieństwie do relacji kapitalizacji. Istotnej dyspersji podlegał obrót, wyrażony współczynnikiem zmienności. Niepokojące jest to, że mediana średniego obrotu na jedną spółkę w odróżnieniu do giełd światowych jest niższa od mediany średniej kapitalizacji na jedną spółkę, a jego wartość bezwzględna (1996 rok) była aż sześciokrotnie niższa w stosunku do najłabszego wyniku osiągniętego przez giełdę we Frankfurcie nad Menem (tabela 2). Cecha ta odbiega od sytuacji zaistniałych w przypadku giełd światowych. Instytucje te nadal się rozwijają w znaczeniu zwiększania wartości obrotu w stosunku do okresu wyjściowego. Znamienną ich cechą jest jednak to, że w przewadze odnotowywały obrót wyższy w stosunku do kapitalizacji, co obrazuje wartość mediany indeksu średniego obrotu na jedną spółkę. Świadczy to o wysokiej płynności tych instytucji zarówno w okresach dobrej, jak i złej koniunktury gospodarczej, a przyczynia się do spełniania giełdowych funkcji, szczególnie transformacji i alokacji kapitału.

Cechą rynków płynnych jest możliwość obsługi wielkich obrotów bez dużych zmian cen [Levine 1996: 48]. Teza ta nie dotyczy GPW w Warszawie, o czym świadczy wartość wskaźnika płynności, wskazującego szybkość przemieszczeń kapitałowych. Pośrednio informuje on o dojrzałości rynku, ponieważ wysoka jego wartość (powyżej 60%), szczególnie w okresie spadków giełdowych, sugeruje dojrzałość alokacyjną uczestników obrotu. Obrót, będący jednym z mierników płynności giełdy, powinien być wysoki zarówno w okresie dobrej, jak i złej sytuacji giełdowej. Warszawska GPW najwyższą wartość tego wskaźnika osiągnęła w 1996 i 1997 roku, co, jak się wydaje, wynikało, z niskiej kapitalizacji rynku akcji.

Wysoka wartość współczynnika w 2000 roku stanowiła efekt hossy internetowej. Przyciągnęła część zagranicznego kapitału spekulacyjnego i spowodowała wzrost zarówno kapitalizacji, jak i obrotu na rodzimym parkiecie. Wymienione lata były jedynymi w ramach opisywanego okresu, kiedy GPW zbliżyła się do wartości wskaźnika uzyskiwanego przez giełdy dojrzałe. Podstawowy problem z płynnością ujawnia się w latach hossy giełdowej. Wysoki wzrost kapitalizacji wynikający z niedojrzałości instytucjonalnej rynku oraz przyciągania kapitału spekulacyjnego nie znalazł odzwierciedlenia w odpowiednim wzroście obrotów. Współczynnik obrotu na warszawskim parkiecie w latach 2004–2008 nie przekroczył 45%, gdy tymczasem giełdy światowe aprecjonowały nawet do 260% (Frankfurt nad Menem – tabela 2). Pocięszające mogą być lata 2008–2009 cha-

Tabela 2

Wskaźniki obrotu GPW w Warszawie i wybranych giełd światowych w latach 1996–2010

Lata	Wskaźniki obrotu na podstawie danych miesięcznych																							
	relacja obrotów giełd w stosunku do NYSE* (1996 w mld dol.=100)						współczynnik zmienności wartości obrotów						wskaźnik płynności (%)						indeks średniej miesięcznej wartości obrotu na jedną spółkę (1996 w mld dol.=100)					
	L	F	W	NY	L	F	W	NY	L	F	W	NY	L	F	W	NY	L	F	W	NY	L	F	W	
1996	115612,2	81884,8	517,6	0,09	0,11	0,22	0,20	0,20	0,22	0,20	0,20	59	41	106	75	144,89	46,21	37,72	6,17	144,89	46,21	37,72	6,17	
1997	0,345	0,186	0,001	0,12	0,18	0,18	0,19	0,19	0,18	0,19	0,19	66	44	135	72	1,30	1,20	1,03	0,87	1,30	1,20	1,03	0,87	
1998	0,394	0,204	0,001	0,10	0,23	0,20	0,27	0,27	0,20	0,27	0,27	70	47	138	58	1,59	1,76	1,01	0,69	1,59	1,76	1,01	0,69	
1999	0,380	0,174	0,001	0,09	0,14	0,17	0,22	0,22	0,14	0,17	0,22	75	57	117	46	1,95	2,15	0,66	0,71	1,95	2,15	0,66	0,71	
2000	0,414	0,190	0,002	0,11	0,15	0,34	0,69	0,69	0,15	0,34	0,69	88	69	129	66	2,53	2,89	5,09	1,17	2,53	2,89	5,09	1,17	
2001	0,434	0,137	0,001	0,11	0,14	0,20	0,42	0,42	0,14	0,20	0,42	87	84	118	38	2,49	2,81	3,24	0,63	2,49	2,81	3,24	0,63	
2002	0,389	0,117	0,001	0,14	0,14	0,17	0,25	0,25	0,14	0,17	0,25	95	97	125	29	2,49	2,52	2,75	0,48	2,49	2,52	2,75	0,48	
2003	0,313	0,136	0,001	0,12	0,13	0,14	0,40	0,40	0,12	0,14	0,40	89	107	148	29	4,56	3,82	2,36	1,33	4,56	3,82	2,36	1,33	
2004	0,368	0,133	0,001	0,09	0,09	0,14	0,47	0,47	0,09	0,14	0,47	90	117	134	34	5,56	5,34	2,95	2,25	5,56	5,34	2,95	2,25	
2005	0,187	0,098	0,002	0,09	0,11	0,09	0,25	0,25	0,09	0,11	0,25	99	110	149	39	4,50	3,92	3,92	3,51	4,50	3,92	3,92	3,51	
2006	0,181	0,065	0,001	0,10	0,14	0,18	0,21	0,21	0,14	0,18	0,21	134	125	174	45	10,76	4,30	5,89	2,81	10,76	4,30	5,89	2,81	
2007	0,362	0,150	0,003	0,18	0,17	0,16	0,12	0,12	0,17	0,16	0,12	167	154	208	43	7,36	5,69	9,42	3,75	7,36	5,69	9,42	3,75	
2008	0,193	0,143	0,002	0,19	0,30	0,32	0,29	0,29	0,19	0,30	0,29	240	153	264	44	8,03	3,61	8,33	2,58	8,03	3,61	8,33	2,58	
2009	0,192	0,087	0,003	0,12	0,17	0,14	0,24	0,24	0,12	0,17	0,14	159	91	123	51	4,27	1,53	4,15	1,57	4,27	1,53	4,15	1,57	
2010	0,154	0,092	0,004	0,15	0,15	0,18	0,18	0,18	0,15	0,15	0,18	130	76	119	41	4,41	1,64	4,66	1,77	4,41	1,64	4,66	1,77	
Mediana	0,348	0,137	0,001	0,11	0,14	0,18	0,25	0,25	0,11	0,14	0,18	90	91	134	44	4,41	2,89	3,92	1,57	4,41	2,89	3,92	1,57	

* L – Londyn Stock Exchange, NY – New York Stock Exchange, F – Frankfurt am Main, W – GPW w Warszawie. **Pogrubiona czcionka** – wartości poniżej mediany.

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych World Federation of Exchanges.

rakteryzujące się „dekoniunkturą” giełdową, ze współczynnikiem zmienności kapitalizacji w wysokości 27% i 30%. W tym okresie, tj. od 2007 roku, zmniejszyła się różnica opisywanego współczynnika między GPW a innymi giełdami (oprócz 2009 roku). Może stanowi to światelko w tunelu.

Należy zauważyć, że obrót jest podstawową zmienną rozwoju giełdy. Rynek powinien koncentrować podaż i popyt zarówno w okresie hossy, jak i bessy giełdowej. Taka cecha charakteryzuje rynki rozwinięte naznaczone zaufaniem ze strony alokujących. Informuje również o dojrzałości inwestorów uczestniczących w przemieszczeniach kapitałowych i przyczynia się do zmniejszenia kosztów transakcyjnych.

Widoczne jest, że hossa giełdowa zwiększa podobieństwo GPW w Warszawie do giełd światowych. Z kolei zawirowania na rynkach finansowych powodują nie tylko wycofywanie się kapitału zagranicznego z rynków rozwijających się, traktowanych jako ryzykowne, lecz także działają wewnętrzne ograniczenia, związane, jak się wydaje, z niedojrzałością inwestycyjną publiczności, której wiedza alokacyjna jest zdawkowa, a dominują zachowania behawioralne.

Podsumowanie

Rynki rozwijające się mają wiele zalet alokacyjnych, szczególnie w okresach hossy giełdowej. Wzrosty cen akcji pozwalają na osiąganie wyższych stóp zwrotu w porównaniu z giełdami światowymi. Aprecjacja kapitalizacji wynika często z nierównowagi popytowo-podażowej, a także niskich wartości kapitalizacji większości spółek notowanych na GPW. Wzmoczone zainteresowanie walorami, często spekulacyjne, powoduje natychmiastowe wzrosty. Niestety, taki stan rynku ma konsekwencje w przypadku spadków. Akcje w szybkim tempie podlegają wartościowej deprecjacji, stąd przy dużych wahaniami kursów zaobserwowano wysoką zmienność wskaźnika kapitalizacji. Cecha ta jest charakterystyczna dla rynków rozwijających się, podobnie jak zmienność wartości obrotu. Może być wysoka, ale dla parkietów w fazie dojrzwania niska w wartościach absolutnych. Ta o większej wartości identyfikuje rynki rozwinięte z dużymi przepływami kapitału. Charakterystyczne jest, że giełdy światowe koncentrują przemieszczenia kapitałowe w każdej sytuacji rynkowej. Naznaczone cechą dojrzałości zapewniają płynność walorów, natychmiastową możliwość zamiany jednych aktywów na inne.

Stwierdzono, że hipotezy stawiane w literaturze przedmiotu, a odnoszące się do analizy zmienności obrotu i kapitalizacji znalazły potwierdzenie na przy-

kładzie funkcjonowania rodzimego parkietu. Giełda w Warszawie jest dojrzała od strony techniczno-organizacyjnej. Natomiast analizowane wskaźniki funkcjonalne kwalifikują ją do rynków rozwijających się, będących w fazie dojrzewania. Podstawowym jej problemem jest zwiększenie obrotów oraz pozyskanie dużych spółek, trudniejszych dla potencjalnych spekulantów. Działania powinny być wielopłaszczyznowe. Jednak wiodące – zdaniem autorki opracowania – związane są z uwarunkowaniami ekonomicznymi rozwoju rynku kapitałowego.

Bibliografia

- Abu-sharia R., Junankar P. [2003], *Stock Market Development, Economic Reform and Economic Growth: A Case Study of Arab Stock Markets*, Memo, School of Economics and Finance, University of Western Sydney, Australia.
- Ben Naceur S., Ghazouani S., Omran M. [2007], *The determinants of the Stock market development in the MENA countries*, „Managerial Finance” Vol. 33, No. 7.
- Calderon-Rossell R.J. [1991], *The determinants of stock market growth*, w: S. Ghon Rhee and Rosita P. Chang, *Pacific Basin Capital Markets Research Proceeding of the First Annual Pacific Basin Finance Conference*, Taipei, China, 13–15 March 1989.
- Demirguc-Kunt A., Levine R. [1996], *Stock Market Development and Financial Intermediaries: Stylized facts*, „World Bank Economic Review”, Oxford University Press, Vol. 10 (2).
- De Santis G., Selahattin I. [1997], *Stock Returns and Volatility in Emerging Financial Markets*, „Journal of International Money and Finance”, Vol. 16.
- Dicken P. [2003], *Global Shift: reshaping the Global Economic Map in the 21st Century*, Sage Publications, London.
- Edison H. [2003], *Testing the links: How strong are the links between institutional quality and economic performance?*, „Finance and Development”, Vol. 40.
- El-Erian M. Kumar M.S. [1995], *Emerging Stock markets in Middle Eastern Countries*, Corporate Finance and Economic Growth, Washington.
- Garcia F.V., Liu L. [1999], *Macroeconomic determinants of Stock market development*, „Journal of Applied Economics”, Vol. 2 (1).
- Hoff K., Sriglitz J.E. [1999], *Modern Economic Theory and Development*, The World Bank, November 5.
- Huang Y. [2005], *What determines financial development?*, Department of Economics University of Bristol, Discussion Paper No. 05/580.
- Knippers Black J.K. [1999], *Development in theory and practice: paradigms and paradoxes*, Westview Press, Boulder, CO.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. [1997], *Legal determinants of external finance*, „Journal of Finance”, Vol. 52.

- Levine R. [1996], *Stock Markets: A Spur to Economic Growth*, Working Paper, Finance and Development Division, The World Bank's Policy Research Department, Washington.
- Levine R., Zervos S. [1996], *Stock Market Development and long-Run Growth*, World Bank Economic Review, Oxford University Press, Vol. 10 (2).
- Lucas R.E. [2002], *The industrial revolution: Past and future, Lectures on Economic Growth*, Cambridge and London, Harvard University Press.
- Meier G.M., Stiglitz J.E. [2002], *Frontiers of development economics, The future in perspective*, Oxford University Press, London.
- Mishkin F.S. [2001], *Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging market Countries*, NBER Working Paper No. 8087.
- Perotti C.E., Van Oijen P. [2001], *Privatisation, political risk and stock market development in emerging economies*, „Journal of International Money and Finance”, Vol. 20 (1).
- Roubini N., Sala-i-Martin X. [1992], *Financial Repressions and Economic Growth*, „Journal of Development Economics”, Vol. 39.
- Rousseau P.L., Sylla R. [2001], *Financial systems, economic growth and globalization*, NBER Working Paper No. 8323.
- Sidaway J., Pryke M. [2000], *The strange geographies of emerging markets*, Transaction of Institute of British Geographers, t. 25.
- Smith A. [2002], *Imagining geographies of the new Europe: geo-economic power and the new European architecture of integration*, Political Geography, t. 21.
- Von Pischke J.D. [1991], *Finance at the frontier. Debt and the Role of Credit in the Private Economy*, The World Bank, Washington.
- Yartey C.A. [2008], *The determinants of stock market development in emerging economies: Is South Africa different?* IMF Working Paper No. 08/32.

FEATURES OF DEVELOPMENT OF STOCK MARKETS IN POLAND

Summary

In article take question of features of development stock market in poland. It rese- arch these features on base of comparison with features of world exchanges. It return investigative note on value of capitalization and value of share trading.

Keywords: development, Warsaw Stock Exchange

Translated by Elżbieta Gruszczyńska-Broźbar