

ELŻBIETA GRUSZCZYŃSKA-BROŻBAR

PŁYNNOŚĆ JAKO WYZNACZNIK ROZWOJU GIEŁDY PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W WARSZAWIE W LATACH 1996-2008

I. WSTĘP

Rozwój – w najogólniejszym znaczeniu – można opisać jako długotrwały proces zmian mających pewien kierunek. Nie jest on możliwy – jak się wydaje – bez postępu społecznego, stabilnej sytuacji gospodarczej, bez zmian w funkcjonowaniu instytucji i ich infrastruktury.

Reaktywowanie rynku kapitałowego w Polsce wiązało się ściśle z powołaniem Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Przechodziła ona w swoim historycznym rozwoju wiele etapów, osiągając statut giełdy wiodącej wśród rynków wschodzących Europy. Określenie to z jednej strony napawa optymizmem, z drugiej zaś obliguje do podejmowania jeszcze intensywniejszych działań prorozwojowych, zwiększających jej wskaźniki funkcjonowania. Wynika to między innymi z faktu, że instytucja ta, jak się wydaje, nadal pozostaje w fazie dojrzewania.

Celem artykułu jest przybliżenie rozwoju GPW w Warszawie przez pryzmat zmian płynności giełdowego rynku akcji w latach 1996-2008. Wzmiankowana płynność jest elementem konstytuującym funkcjonowanie każdej giełdy, a jednocześnie pośrednio bądź bezpośrednio współtworzy konstrukcję większości wskaźników wskazanej instytucji. Główną uwagę analityczną zwrócono na zmiany wartości obrotu akcjami oraz wskaźnika płynności, rozumianego jako iloraz obrotu akcjami do ich kapitalizacji. Obszar badawczy dotyczył warszawskiego parkietu oraz przyjętej jako model rozwoju Giełdy w Nowym Jorku. Analizy dodatkowo poszerzono o dane dotyczące Giełdy w Wiedniu, najczęściej porównywanej z GPW w Warszawie.

Badania przeprowadzono na podstawie elementów statystyki opisowej oraz analizy dynamiki i dyspersji zjawisk. Wykorzystano również metody analizy porównawczej oraz przyczynowo-skutkowej.

Artykuł składa się z trzech części, w ramach których podjęto próbę charakterystyki płynności jako podstawowej cechy funkcji spełnianych przez giełdy. Następnie przybliżono mierniki działalności opisywanych instytucji obrotu papierem wartościowym. Opracowanie sfinalizowano analizą porównawczą wybranych wskaźników płynności GPW w Warszawie oraz Giełdy w Nowym Jorku i w Wiedniu.

II. PŁYNNOŚĆ JAKO ELEMENT FUNKCJI GIEŁD PIENIĘŻNYCH

Giełda papierów wartościowych jest rynkiem formalnym, regulowanym, za pośrednictwem którego przeprowadzane są transakcje w określonym czasie i miejscu tzw. instrumentami zamiennymi¹. Immanentną cechą tego rynku jest przekształcanie różnego rodzaju wolnych kapitałów pieniężnych w tzw. kapitały związane. Narzędziem tak określanej transformacji jest papier wartościowy, który wiąże źródło finansowe z emitentem².

„Dojrzałe” giełdy papierów wartościowych spełniają określone funkcje. Dwie z nich zamykają się w konstatacji, że zapewnia ona wolny obrót kapitałami pieniężnymi oraz stanowi miejsce finansowania nowych przedsięwzięć inwestycyjnych. Z tych pierwotnych zadań wynikają następne, będące pochodnymi wymienionych.

Opisywana instytucja przyczynia się do efektywnego transferu kapitału dzięki utrzymaniu płynności walorów. Płynność ta daje możliwość transformacji wiarygodności finansowej na formę najbardziej płynnego aktywu, czyli pieniądza³. Zamiana może także dotyczyć jednych walorów na inne. Wzmiankowane operacje przyczyniają się do wzrostu liczby i wielkości transakcji. Płynność giełdy uzależniona jest od ilości papierów wartościowych dopuszczonych do notowań, ich rodzaju, a także przejrzystego upowszechniania informacji giełdowych kierowanych do szerokiej publiczności. Nie bez znaczenia jest zapewnienie bezpieczeństwa obrotu. Z tego powodu państwo sprawuje nadzór nad rynkiem papierów wartościowych, wprowadzając regulacje prawne oraz powołując odpowiednie instytucje nadzorczo-rozliczeniowe⁴.

Giełda stanowi miejsce alokacji kapitału, który może być inwestowany poza nią w alternatywny, a atrakcyjniejszy dla publiczności sposób. Analiza tej funkcji wymaga rozważenia całego skomplikowanego procesu podejmowania subiektywnej decyzji inwestycyjnej, uwzględniającej wartość wewnętrzną waloru bądź oczekiwaną stopę zwrotu i ryzyko jej osiągnięcia. Alternatywę dla alokacji giełdowej może stanowić sprawnie funkcjonujący i rozwinięty system bankowy. Istotne jest to, aby zapewniał on efektywnie funkcjonujący mechanizm alokacji kapitałów w oparciu o zaciągnięte kredyty, a jednocześnie potrafił wykreować usługi wynikające z prężnej działalności rynku kapitałowego⁵. Jednocześnie należy zaznaczyć, że współczesna gospodarka rynkowa prowadzona w wybranych krajach działa w systemie finansowym, dającym określone preferencje bankom bądź też rynkom papierów wartościowych⁶.

¹ *Giełdy w gospodarce światowej*, red. W. Januszkiewicz, PWE, Warszawa 1991, s. 146.

² Z. Knakiewicz, *Rynek pieniężno-kredytowy i polityka finansowa państwa kapitalistycznego*, w: *Finanse w gospodarce kapitalistycznej*, Wydawnictwo AE w Poznaniu, Poznań 1986, s. 53.

³ F. S. Mishkin, *Ekonomia pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, PWN, Warszawa 2002, s. 57.

⁴ E. Gruszczyńska-Brozbar, *Giełdowa alokacja kapitałów pieniężnych*, Wydawnictwo AE w Poznaniu, Poznań 2002, s. 26-27.

⁵ R. Levine, S. Zerros, *Stock Markets, Banks, and Economic Growth*, „The American Economic Review” 1998, vol. 88, nr 3, s. 537.

⁶ Różnice i podobieństwa między bankową a giełdową alokacją kapitałów pieniężnych uwypuklone są w: F. Allen, *Stock markets and resource allocation*, Center for Economic Policy Research, Cambridge University Press 1993, s. 81-89.

Kolejną funkcją opisywanej instytucji jest mobilizacja kapitału (funkcja handlowa). Znajduje ona wyraz w możliwości „uruchomienia” tezauryzowanego pieniądza na zakup walorów. Ważki wpływ na pełnienie funkcji handlowej wywiera motyw spekulacyjny. Hipoteza ta oparta jest na przypuszczeniu, że transakcje kupna-sprzedaży nie muszą być zawierane w celu zagospodarowania czasowo wolnych funduszy, ale mogą służyć realizacji zysku na różnicy kursowej. Giełda umożliwia więc przeprowadzenie transakcji spekulacyjnych⁷.

Należy zaznaczyć, że wybrani ekonomiści postrzegają giełdę jako barometr gospodarki⁸. Hipotezę tę, zdaniem autorki opracowania, należy traktować dyskusyjnie. W świetle obserwacji praktyki giełdowej, mającej miejsce w dobie globalizacji rynków finansowych, instytucja ta jest barometrem – ale gospodarek rozwiniętych, szczególnie USA. Można stwierdzić, że wzrost gospodarczy zostanie potwierdzony aprecjacją kursu na rynkach wschodzących, jeżeli nie ma przewidywań dotyczących spowolnienia bądź też recesji dla gospodarek wiodących. Dodatkowo należy przyjąć, że światowe indeksy giełdowe, a przede wszystkim giełdy amerykańskiej, powinny charakteryzować się co najmniej średnioterminowym trendem wzrostowym bądź horyzontalnym.

Wymienione funkcje spełniane są w pełni wówczas, gdy giełda prezentuje wysoki poziom rozwoju. Rozwój ten charakteryzowany jest przez pryzmat rozwiązań technicznych, uwarunkowań instytucjonalnych (w tym legislacyjnych) oraz spełnianych przez giełdę funkcji i zadań. Szczególne znaczenie przypisuje się płynności rynków, jako podstawie ich sprawnego funkcjonowania, a przede wszystkim, jako konstytuancie funkcji giełd. Uważa się bowiem, że dojrzałe rynki osiągają taki poziom płynności, który może przyciągnąć kapitał z rynków światowych. Stąd też konkurencyjność danego kraju czy też regionu w zakresie prowadzenia obrotu papierami wartościowymi wymusza powstanie wydajnego mechanizmu obsługi rosnącego przepływu transakcji ich rozliczania, a przede wszystkim ograniczania ryzyka⁹.

Wielokrotnie powtarzane w opracowaniu pojęcie płynności występuje w różnych działach ekonomii i stanowi istotę ważkich semantycznych i intelektualnych dyskusji. Problematyka ta zaczęła wzbudzać istotne zainteresowanie po opublikowaniu dzieła J. M. Keynesa *Ogólna teoria zatrudnienia procentu i pieniądza*. Wątki tego dzieła wydają się istotne dla zdefiniowania płynności jako podstawowego warunku sprawnego funkcjonowania giełd papierów wartościowych.

Zgodnie z postulatem J. M. Keynesa, preferencja płynności wyznaczona jest przez część jej zasobów mierzonych w jednostkach płac bądź pieniądzu, którą podmiot chce zachować w postaci gotówki¹⁰. Stąd miarą niechęci podmiotów do wyrzeczenia się płynności jest wynagrodzenie w postaci stopy procentowej¹¹.

⁷ E. Gruszczyńska-Broźbar, op. cit., s. 26-27.

⁸ Funkcje giełd finansowych por.: P. Kulpa, *Giełdy w gospodarce*, PWE, Warszawa 2007, s. 51-63.

⁹ *Securities Lending, Liquidity and Capital Market- Based Finance*, State Street White Paper, December 2001, s. 13-14.

¹⁰ J. M. Keynes, *Ogólna teoria zatrudnienia procentu i pieniądza*, PWN, Warszawa 1956, s. 211.

¹¹ *Ibidem*, s. 213.

Alokujący także żądają premii za płynność w ramach obrotu papierem wartościowym. Należy przyjąć, że jest to premia za ryzyko płynności. Wyznacza ją, jak się wydaje, oczekiwana wymagana stopa zwrotu przez inwestora.

Poszczególne kategorie preferencji płynności uzależnione są od motywu: transakcyjnego, ostrożnościowego i spekulacyjnego¹². Jednocześnie należy zgodzić się z J. M. Keynesem, że brak zorganizowanego rynku dla obrotu wierzytelnościami może stanowić przyczynek do zwiększenia się preferencji płynności wywołanej motywem ostrożności. Istnienie takowego pozwala na rozległe wahania preferencji płynności, powiązanej z tematyką niniejszego opracowania, tj. tej, wynikającej z pobudek spekulacyjnych¹³. Z kolei wzmiankowana spekulacja zwiększa liczbę zawieranych transakcji. Płynność jest więc podstawową przesłanką sprawnego funkcjonowania rynku kapitałów pieniężnych, określanych w literaturze ekonomii jako ta część oszczędności, która ma przynosić strumienie nowych wartości¹⁴.

Przenosząc spostrzeżenia na rynek akcji można stwierdzić, że płynność rynku oznacza przede wszystkim łatwość zawierania transakcji, która jest konsekwencją dużej skali obrotów¹⁵. Definicję tę postanowiono poszerzyć, biorąc pod uwagę techniczne elementy płynności. Wybrane źródła literaturowe wskazują, że płynność należy wiązać z elementami konstytuującymi transakcję. Płynne rynki charakteryzowane są przez transakcje przeprowadzane szybko, sprawnie, bez nadmiernych kosztów i przy minimalnym wpływie na rynek¹⁶.

Rynek zapewniający płynność opisany jest szeregiem cech. Pierwszą z nich jest utrzymywanie ceny, czego wyrazem jest występowanie małej rozpiętości cen, szczególnie wówczas, gdy nie pojawia się nowa informacja. Kolejną cechą jest głębokość rynku. Związana jest ona z aktywnością inwestorów, dotyczącą sprzedaży walorów powyżej (oraz do kupna poniżej) obecnej ceny. Jednocześnie musi być spełniona zasada, że duża liczba transakcji nie wpływa istotnie na ceny rynkowe¹⁷. Ostatnią z najistotniejszych cech płynnego rynku jest pokupność, czyli zdolność do szybkiej sprzedaży bądź kupna danego instrumentu¹⁸.

Płynny rynek charakteryzuje się bezpieczeństwem, które wynika z możliwości szybkiego pozbycia się aktywów, koncentracji obrotów, łatwości dostępu inwestorów do informacji o emitentach papierów wartościowych¹⁹. Należy stwierdzić, że opisywana płynność ewoluuje i jej elementy składowe powinny być poszerzone o analizę infrastruktury rynku, uregulowań prawnych, obciążeń podatkowych, przepisów gwarantujących bezpieczeństwo inwestorów, obowiązujących systemów rozliczeń²⁰.

¹² J. R. Hicks wprowadził do nauki czwarty motyw – tzw. portfelowy.

¹³ J. M. Keynes, op. cit., s. 217.

¹⁴ E. Taylor, *Wstęp do ekonomiki*, Spółdzielnia Wydawnicza Żeglarz, Gdynia 1947, s. 356.

¹⁵ A. Sławiński, *Rynki finansowe*, PWE, Warszawa 2006, s. 22.

¹⁶ *Securities Lending...*, s. 11.

¹⁷ A. Gerig, *A Theory for Market Impact: How Order Flow Affects Stock Price*, Quantitative Finance Papers, April 2008, <http://ideas.repec.org/>.

¹⁸ *Securities Lending...*, s. 11.

¹⁹ A. Sławiński, op. cit., s. 22-23.

²⁰ *Securities Lending...*, s. 12.

Ważne znaczenie dla określenia aktualnej sytuacji rynkowej bądź wybranego instrumentu finansowego przypisywane jest miernikom „koniunktury” giełdowej. Ich wartość i dynamika zmian świadczą o poziomie rozwoju giełdy.

III. MIERNIKI DZIAŁALNOŚCI GIEŁDY

Wskaźniki giełdowe z punktu widzenia ich znaczenia funkcjonalnego można podzielić na te znajdujące zastosowanie przy podejmowaniu decyzji alokacyjnej oraz te o charakterze informującym o rozwoju giełdy i jej znaczeniu, w gospodarce (pośrednio o bezpieczeństwie inwestycyjnym)²¹. Podział ten nie jest ostry, co oznacza, że wybrane z nich mogą należeć zarówno do jednej, jak i do drugiej grupy.

Do mierników rozwoju giełdy zalicza się przede wszystkim wskaźniki: koncentracji, kapitalizacji do PKB, płynności. Pierwszy z wymienionych informuje o obrotach zazwyczaj pięciu spółek w całości obrotów akcjami. Należy zaznaczyć, że jego wartość przekraczająca 60% może zagrozić płynności na rynku kapitałowym. Rynek kapitałowy odgrywa znaczenie w gospodarce, jeżeli wskaźnik kapitalizacji do wartości PKB kształtuje się powyżej 40%. Jednocześnie giełdy rozwinięte odnotowują często jego wartość powyżej 100%. Zadowalająca obserwacja często bywa dyskusyjna, ponieważ wysoka kapitalizacja może wynikać z zachowań spekulacyjnych rynku. Stąd ekonomiści istotniejsze znaczenie diagnostyczne przypisują wskaźnikowi płynności, określając jego dobrym miernikiem szybkość przemieszczeń kapitałowych.

Wskaźnikami, które można zaliczyć zarówno do informujących o rozwoju giełdy, jak i sytuacji alokacyjnej, są przede wszystkim kapitalizacja, wolumen obrotu, wartość obrotu (iloczyn kursu i liczby sprzedanych i kupionych papierów wartościowych, liczonych podwójnie) oraz wartość indeksów giełdowych.

Z kolei do pierwszej grupy wskaźników, przy zastrzeżeniu nieostrych podziałów, włączono: średnią liczbę transakcji, średnią wartość transakcji, stopy zwrotu z akcji lub indeksu, zmienność kursu w skali roku itd.

Kwestia ilości i doboru wskaźników do badań analitycznych jest, jak się wydaje, zagadnieniem otwartym. Opis zachowań rynkowych wymaga często ich „mutacji”. Stąd też i płynność danego instrumentu będącego w obrocie giełdowym można mierzyć na kilka sposobów. Pierwszym z nich jest analiza rozpiętości między cenami kupna i sprzedaży (*bid-ask spread*) waloru. Drugim jest całkowita wartość papierów wartościowych danego rodzaju, które mogą hipotetycznie stanowić przedmiot transakcji. Ważkie znaczenie przypisywane jest także rozproszeniu akcji wśród akcjonariuszy (*free float*). Jednak największe zainteresowanie ze strony analityków rynku wzbudzają wskaźniki powiązane z obrotem.

²¹ E. Gruszczyńska-Brożbar, *Funkcjonowanie GPW w Warszawie*, MD, Wydawnictwo AE w Poznaniu, Poznań 2007, s. 103.

IV. PŁYNNOŚĆ POLSKIEGO GIEŁDOWEGO RYNKU AKCJI W ŚWIETLE PŁYNOŚCI NYSE I GIEŁDY W WIEDNIU

Płynność rynku akcji opisywana jest – jak wcześniej stwierdzono – przez wiele wskaźników. Najistotniejszymi z nich pod względem diagnostycznym są obrót i wskaźnik płynności. Stąd w pierwszej kolejności postanowiono przeanalizować rozwój GPW w Warszawie w aspekcie zmiany miar płynności, biorąc pod uwagę wartości obrotu. Następnie przebadano wartość obrotu rodzimego parkietu oraz Giełdy w Wiedniu do wartości obrotów NYSE. Osiągnięcie celu badawczego możliwe było dzięki odwołaniu się do różnic między wartościami kapitalizacji i obrotu, osiągniętymi w badanym okresie. Potwierdzenia uzyskanych wyników szukano w przybliżeniu zmian dotyczących kształtowania się wskaźnika płynności. Analizy sfinalizowano spostrzeżeniami wynikającymi ze zmian indeksu łańcuchowego obrotu, posilając je dodatkowo badaniem dyspersji indeksu.

Jak stwierdzono, badania zainicjowano danymi dotyczącymi kształtowania się wartości łącznego obrotu akcjami na Giełdzie w Nowym Jorku oraz tymi, które opisują dwa europejskie parkiety: w Wiedniu oraz w Warszawie (tabela 1). Wielkości te trudno rozpatrywać w wartościach absolutnych, ponieważ może pojawić się wrażenie marginalizacji znaczenia GPW w Warszawie oraz Giełdy w Wiedniu. Należy jednak zauważyć, że NYSE zostało powołane w badaniach jako parkiet modelowy, a bliżej: „wzorcowy”. Dojrzałość wzmiankowanej instytucji determinowana jej historyczną działalnością, a nade wszystko uwarunkowaniami ekonomicznymi pierwszej gospodarki świata. Te z kolei powodują, że w ujęciu globalnych przepływów kapitałowych, to właśnie ta instytucja ma decydujące znaczenie dla wymiernych zmian sytuacji giełdowej na innych parkietach świata. Wiodące znaczenie „królowej giełd” wynika także z czynników instytucjonalnych, w tym dojrzałych zachowań alokacyjnych inwestorów. Należy się zatem zastanowić, w jakim kierunku podążają poddane pod rozwagę badawczą parkiety, uwzględniając dojrzałe zasady działania NYSE.

Pierwszym z analizowanych wskaźników jest relacja wartości obrotu GPW oraz Giełdy w Wiedniu do wartości obrotu odnotowanego dla Giełdy w Nowym Jorku. Wskazane instytucje są – mówiąc potocznie – „mikroorganizmami” w stosunku do „królowej giełd”. Żadna z nich nie osiągnęła w badanym okresie nawet 1% wartości obrotów NYSE. Najwyższe wartości wzmiankowanego wskaźnika miały miejsce na szczycie hossy giełdowej w 2007 r. i wyniosły dla GPW 0,3%, a dla parkietu wiedeńskiego 0,45%.

Charakterystyczne jest to, że wartości powyżej mediany ukształtowały się w Warszawie w okresie hossy giełdowej, w latach 2004-2007 oraz w czasie hossy internetowej z 2000 r. Można na tej podstawie przyjąć wstępne stwierdzenie, że giełdy dojrzewające zwiększają obroty wówczas, gdy pozwala na to wysoki zysk kapitałowy. Niniejsze spostrzeżenie powinno być potwierdzone analizą łańcuchowego indeksu obrotu, o czym traktować będzie dalsza część opracowania. Jednocześnie, mimo niskiej wartości wskaźnika wzmiankowanej relacji, wartość obrotu na GPW w Warszawie wzrastała w większości

Tabela 1

Wartość obrotów i relacje wartości obrotów wybranych giełd do obrotów NYSE w latach 1996-2008

Lata/ wskaźniki	Giełdy				
	NYSE	Giełda w Wiedniu		GPW w Warszawie	
	Wartość obrotów (mln \$)	Wartość obrotów (mln \$)	Relacja obrotów w stosunku do NYSE	Wartość obrotów (mln \$)	Relacja obrotów w stosunku do NYSE
1996	4063654,6	10692,41	0,00263	5543,8	0,00136
1997	5777601,5	12723,83	0,00220	7952,869	0,00138
1998	7317948,5	18677,18	0,00255	8913,367	0,00122
1999	8945205,2	12733,86	0,00142	11139,37	0,00125
2000	11060046	9641,639	0,00087	19305,44	0,00175
2001	10489031	7692,651	0,00073	9875,961	0,00094
2002	10311156	6108,922	0,00059	7811,173	0,00076
2003	9691335,3	11134,96	0,00115	9662,707	0,00100
2004	11618151	24158,64	0,00208	16269,3	0,00140
2005	17858366	46468,3	0,00260	30421,53	0,00170
2006	21790596	82049,06	0,00377	55702,12	0,00256
2007	29113787	129974	0,00446	87962,22	0,00302
2008	33638937	104687,6	0,00311	69499,1	0,00207
Suma	181675813	476743	–	340059	–
Mediana	10489031	12733,86	0,00220	11139,37	0,00138
Średnia geometryczna	11721987	21458,91	0,00183	17091,08	0,00146

Wartość relacji powyżej mediany przedstawiono wytłuszczoną czcionką.

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych www.world-exchanges.org.

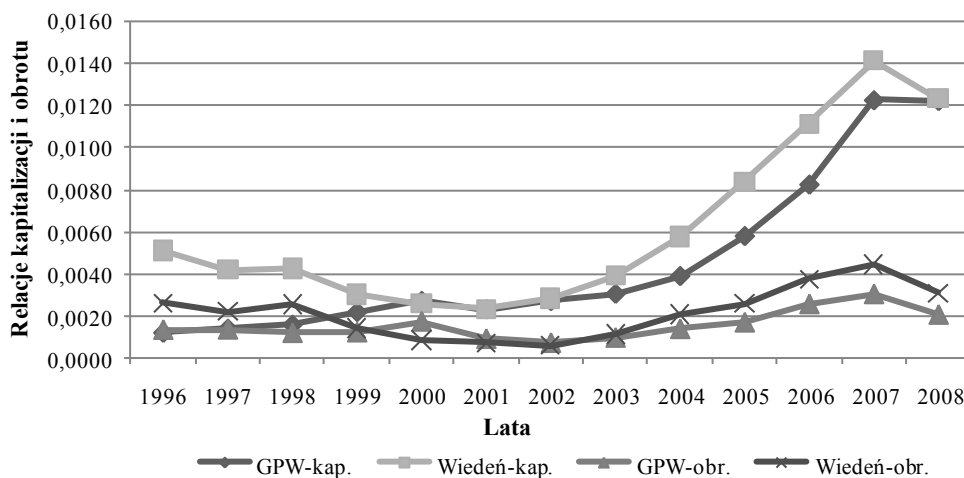
obserwacji, a w każdym przypadku była wyższa od tej charakteryzującej rok 1995 (indeks jednopodstawowy, zwany dalej podstawowym – tabela 2). Maksimum wartości obrotów miało miejsce w 2007 r., z wartością indeksu podstawowego w stosunku do 1995 r. w wysokości około 31. Indeks ten był znacznie wyższy od indeksu dla Giełdy w Wiedniu, który swoje maksimum również osiągnął w 2007 r., ale w wartości około 9,73. Należy jednak zauważyć, że w większości obserwacji to właśnie Giełda w Wiedniu osiągała wyższe wartości obrotów w ujęciu absolutnym (tabela 1), w porównaniu z parkietem warszawskim (9 razy). Stąd wynik ten pozwolił uplasować ją wyżej w porównaniu z GPW, w zakresie relacji obrotów do NYSE.

Przeprowadzoną analizę postanowiono poszerzyć, zatem przebadano wskaźniki relacji obrotu i kapitalizacji GPW w Warszawie i Giełdy w Wiedniu w stosunku do mierników dotyczących Giełdy w Nowym Jorku (wykres 1).

Obserwacja wzmiankowanych danych pozwala stwierdzić, że w analizo-

Wykres 1

Kapitalizacja i wartość obrotów GPW i Giełdy w Wiedniu w stosunku do kapitalizacji i wartości obrotu NYSE w latach 1996-2008

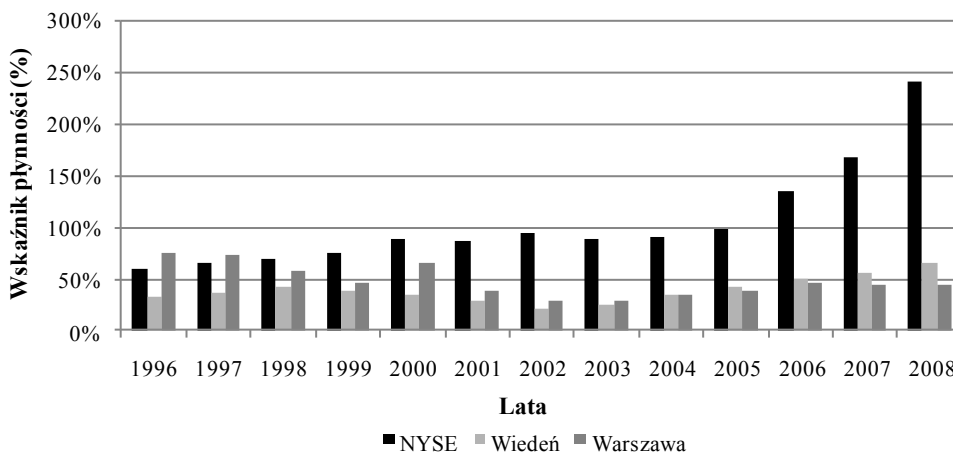


Źródło: obliczenia własne na podstawie: www.world-exchanges.org.

wanym okresie odnotowano dla GPW w Warszawie znacznie szybsze zmniejszanie dystansu do NYSE w zakresie kapitalizacji, aniżeli obrotu. Kapitalizacja rodzimego parkietu osiągnęła maksimum w wysokości około 1,2% kapitalizacji NYSE w 2007 r. W tym samym czasie maksimum obrotu nieznacznie przekroczyło 0,3%. Podobne uwagi dotyczą Giełdy w Wiedniu. Uzyskała ona jednak wyższe od Warszawy wartości wskaźników relacji kapitalizacji i obrotu w stosunku do wskazanych miar charakteryzujących NYSE. Sytuacja taka, jak się wydaje, dotyczy rynków dojrzewających. Kapitalizacja jest iloczynem liczby notowanych akcji oraz ich ceny rynkowej, kształtującej się często na podstawie spekulacji rynkowej. Dotyczy ona w rozpatrywanym przypadku rynków z nierównowagą podaży-popytu, która to w okresie hossy giełdowej toruje drogę kolejnym wzrostom kursów. Nakłada się na to niedojrzałość alokacyjna inwestorów dokonujących transakcji bez podstaw wynikających z fundamentów rynku i spółki, a często w oparciu o stadne zachowania. Potwierdzeniem niedorozwoju obrotu w stosunku do kapitalizacji na GPW w Warszawie jest kształtowanie się wskaźnika płynności. Jak wcześniej wzmiankowano, jest on ilorazem obrotów do kapitalizacji

Wykres 2

Wskaźnik płynności NYSE, GPW w Warszawie i Giełdy w Wiedniu w latach 1996-2008



Źródło: opracowanie własne na podstawie: www.world-exchanges.org.

(w analizowanym artykule – akcji). Wartości tego wskaźnika przedstawiono na wykresie 2.

Wskaźnik płynności wskazuje na szybkość przemieszczeń kapitałowych. Pośrednio informuje on o dojrzałości rynku, ponieważ wysoka jego wartość (powyżej 60%), szczególnie w okresie spadków giełdowych, sugeruje dojrzałość alokacyjną uczestników rynku. Obrót, będący jednym z mierników płynności giełdy, powinien być wysoki zarówno w okresie dobrej, jak i złej sytuacji giełdowej. Odstępstwa od tej zasady można ująć w formule, że dany rynek ma na takich inwestorów, jak jest przez nich postrzegany. GPW w Warszawie najwyższą wartość tego wskaźnika osiągnęła w 1996 i 1997 r., co, jak się wydaje, wynikało z niskiej kapitalizacji rynku akcji (wykres 1). Wysoka wartość współczynnika w 2000 r. stanowiła efekt hossy internetowej. Przyciągnęła ona 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, z tym, że interpretacja ta jest zafałszowana niedojrzałością kapitalizacji rynku akcji.

Podstawowy problem z płynnością ujawnia się w latach hossy giełdowej. Wysoki wzrost kapitalizacji, wynikający z niedojrzałości instytucjonalnej rynku (zbyt mało emisji akcji bądź też ich niska kapitalizacja, w połączeniu z dużą ofertą popytową) 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 Giełda w Nowym Jorku potwierdzała swoją pozycję „królowej giełd”

odnotowując kolejne wzrosty wzmiankowanego wskaźnika – w analogicznym okresie – od 90% do 240%. Wyższą notę osiągnęła także Giełda w Wiedniu, której wskaźnik płynności aprecjonował, przyjmując wartości od 35% w 2004 r. do 66% w 2008 r.

W końcowej części badania postanowiono przeanalizować zmienność obrotów wyrażoną indeksami dynamiki zmian wartości obrotów oraz elementami ich dyspersji. Tabela 2 przybliży, oprócz wspomnianego już indeksu podstawowego obrotu, także jego indeks łańcuchowy.

Tabela 2

Dynamika i dyspersja wartości obrotu na GPW, NYSE i w Wiedniu w latach 1996-2008

Lata	Giełdy					
	NYSE		Giełda w Wiedniu		GPW w Warszawie	
	Indeks łańcuchowy	Indeks podstawowy	Indeks łańcuchowy	Indeks podstawowy	Indeks łańcuchowy	Indeks podstawowy
1996	1,318	1,318	0,800	0,800	1,952	1,952
1997	1,422	1,874	1,190	0,953	1,435	2,800
1998	1,267	2,374	1,468	1,398	1,121	3,138
1999	1,222	2,902	0,682	0,953	1,250	3,922
2000	1,236	3,588	0,757	0,722	1,733	6,797
2001	0,948	3,402	0,798	0,576	0,512	3,477
2002	0,983	3,345	0,794	0,457	0,791	2,750
2003	0,940	3,144	1,823	0,834	1,237	3,402
2004	1,199	3,769	2,170	1,809	1,684	5,728
2005	1,537	5,793	1,923	3,479	1,870	10,711
2006	1,220	7,068	1,766	6,143	1,831	19,612
2007	1,336	9,444	1,584	9,730	1,579	30,970
2008	1,155	10,911	0,805	7,837	0,790	24,470
Mediana	1,222	3,402	1,190	0,953	1,435	3,922
Śr. geometr.	1,202	3,802	1,172	1,607	1,279	6,017
ERZ	0,597	9,533	1,488	9,273	1,440	29,018
Odch. stand.	0,178	2,939	0,534	3,128	0,464	9,582

Czcionka wytłuszczona – wartość powyżej mediany.

Źródło: obliczenia własne na podstawie: www.world-exchanges.org.

Można stwierdzić, że gdyby nie przeprowadzono wcześniejszych analiz dotyczących absolutnych wartości obrotów, współczynnika płynności oraz relacji obrotów wybranych giełd w porównaniu z NYSE, to konstatacja dotycząca rozwoju obrotu na GPW w Warszawie byłaby zdecydowanie

pozytywna. Wskazują na to indeksy łańcuchowe rocznych zmian obrotu. Tylko trzy lata wykazały spadek obrotu w stosunku do poprzedniego okresu. Spadki te dotyczyły trudnych dla gospodarki lat 2001-2002. Deprecjację odnotowano także w 2008 r., czyli w okresie obniżenia notowań spowodowanych światowym kryzysem finansowym.

Giełda w Warszawie zwiększała wartość opisywanego indeksu przede wszystkim w okresach krótko- bądź długoterminowych hoss giełdowych, podobnie jak Giełda w Wiedniu (wartości indeksu łańcuchowego powyżej mediany). Ostatnia z wymienionych aż sześciokrotnie obniżała wartość obrotów w stosunku do poprzedniego roku, co i tak nie zmienia faktu, że w wartościach absolutnych osiągnęła lepsze wyniki od GPW w Warszawie.

Istotne dla opisanego rozwoju GPW w Warszawie przez pryzmat jednego z elementów płynności, tj. obrotu, wydaje się porównanie osiągniętych wyników z modelową giełdą pieniężną, tj. NYSE. Instytucja ta, podobnie jak GPW, trzykrotnie zanotowała spadek indeksu łańcuchowego obrotu. Miało to miejsce po wielkiej hossie internetowej z 2000 r., w okresie dekonjunktury gospodarczej z lat 2001-2002 oraz w pierwszym roku hossy giełdowej z lat 2003-2007. Znamienne jest jednak to, że NYSE nie reagowała skokowymi zmianami obrotu. Zmienna ta miała charakter stabilny w porównaniu z dwiema analizowanymi giełdami. Zauważono małą różnicę między medianą a średnią geometryczną. Takowa jednak charakteryzowała również Giełdę w Wiedniu. Niemniej wstępna analiza dyspersji przeprowadzona badaniem empirycznego obszaru zmienności opisywanego indeksu, wyniosła dla parkietu w Nowym Jorku tylko 0,597, podczas gdy GPW osiągnęła wartość tej miary w wysokości 1,44 (Wiedeń – 1,488). Wyniki te znalazły odzwierciedlenie w wartościach odchylenia standardowego, w wysokości 17,8% dla NYSE, gdy tymczasem wynik ten dla GPW wyniósł 46,4%, a dla Wiednia 53,4%. Można więc przyjąć, że giełda dojrzała utrzymuje stały wysoki poziom obrotu, charakteryzujący się małą zmiennością w stosunku do jego średniej wartości.

Dodatkowe wnioski można przedłożyć na podstawie analizy 2008 roku. Kryzys finansowy, wykreowany przez działalność wybranych instytucji finansowych w USA, nie wpłynął na zachwianie wartości obrotu odnotowanego dla NYSE. Obrót ten wzrósł w stosunku do 2007 r., czego nie można powiedzieć o opisywanych giełdach europejskich. Sytuację tę należy analizować przez pryzmat rozwoju giełdy, jej dojrzałości. We wcześniejszej części opracowania wskazano, że dojrzałe rynki osiągają taki poziom płynności, który przyciąga kapitał zagraniczny. Postulat ten nabiera istotnego znaczenia w przypadku kryzysów finansowych, kiedy to zaufanie, bezpieczeństwo obrotu, a nade wszystko wzmiankowana płynność powodują, że zainwestowany pieniądź spekulacyjny bądź portfelowy wycofywany jest z rynków wschodzących. Następuje przepływ kapitału na rynki dojrzałe, które najszybciej powinny odbudować swoją pozycję po spadkach. Dodatkowo ważkie wydaje się to, że rynki te skupiają zarówno inwestorów instytucjonalnych, jak i indywidualnych o wysokim poziomie edukacji alokacyjnej, której należy życzyć wszystkim uczestnikom obrotu giełdowego.

V. ZAKOŃCZENIE

Giędy papierów wartościowych odgrywają istotną rolę w gospodarce. Teza ta dotyczy także GPW w Warszawie. Rodzimy parkiet charakteryzuje się dobrym rozwojem infrastrukturalnym, zapewniającym sprawną obsługę transakcji giełdowych. Techniczne rozwiązania dotyczące przebiegu notowań giełdowych, bezpieczeństwa obrotu giełdowego oraz rozliczeń giełdowych pozwalają stwierdzić, że jest to instytucja dojrzała. Tezę tę wzmacnia fakt sprawowania nadzoru nad rynkiem kapitałowym.

Podstawowe problemy związane z działalnością GPW w Warszawie wynikają z jej niedorozwoju funkcjonalnego, powiązanego z mechanizmem rynkowym. Zauważono ciągle wzrost wartości obrotu opisywanej instytucji, biorąc jako podstawę porównań jego wartość w 1995 r. Indeks łańcuchowy wykazał tylko trzykrotne spadki opisywanej noty w latach 1996-2008. Wyniki te, rozpatrywane w alienacji od innych wskaźników i instytucji, mogłyby napawać optymizmem, bowiem zaobserwowano długotrwały proces zmian mających określony kierunek. Tym niemniej nie był to wzrost „dojrzały”. Zestawienie zmian wartości obrotu akcjami ze zmianami ich kapitalizacji uzewnętrznia pierwszy mankament wynikający z niedorozwoju funkcjonalnego instytucji. Wzrost kapitalizacji znacznie przewyższał aprecjację wartości obrotów. Sytuacja taka, jak się wydaje, wynikała z dużej dynamiki zmian kursów akcji, przewyższających wartość wewnętrzną waloru. Z drugiej zaś strony strategiczna polityka Giędy, zmierzająca do zwiększania liczby debiutów giełdowych, spowodowała wzrost liczby notowanych spółek. One również mogły przyczynić się do wzrostu opisywanego wskaźnika. Ilość nie zawsze przekłada się na jakość. Debiuty przedsiębiorstw o niskiej kapitalizacji są dyskusyjne dla bezpieczeństwa obrotu giełdowego, ponieważ podmioty te łatwiej poddają się manipulacjom notowań i innym patologiom rynku. GPW potrzebne są duże spółki. Zachowania inwestorów, w okresie hossy giełdowej często określane jako euforyczne, a od połowy 2007 r. nie jeden raz jako paniczne, wpływają na dużą zmienność kapitalizacji, charakterystyczną dla rynków wschodzących.

Porównanie relacji kapitalizacji i wartości obrotu GPW w Warszawie z kapitalizacją i wartością obrotu osiągniętych przez NYSE ujawniło problemy związane z płynnością obrotu giełdowego. Pierwszy z wymienionych wskaźników przyjął kształt prawie hiperboli, gdy drugi charakteryzował się umiarkowanym wzrostem. Te niepokojące wyniki zostały potwierdzone przez wskaźnik płynności, który – jak się wydaje – jest najistotniejszym miernikiem znaczenia giędy dla życia gospodarczego oraz spełnianych przez nią funkcji. Nota ta informuje o płynności rynku, szybkości przemieszczeń kapitałowych, dojrzałości inwestorów i stanowi problem dla rodzimego parkietu. Wartość tego wskaźnika w apogeum hossy giełdowej wyniosła tylko 45%, podczas gdy NYSE osiągnęła jego wartość powyżej 200%, a Gięda w Wiedniu powyżej 60%. Wskaźniki te muszą ulec znacznym wzrostom, aby GPW w Warszawie mogła zaliczać się do instytucji dojrzałych. To z kolei wymaga uaktywnienia się

zarówno instytucjonalnych, jak i ekonomicznych wyznaczników rozwoju giełdy. Niedojrzałość GPW w Warszawie wynika także z dużej dyspersji indeksów wartości obrotów. Dotyczą one również parkietu z Wiednia. Zauważono, że wzmiankowana zmienność jest znacznie niższa dla NYSE, której zmiany wartości obrotów są stabilne i nawet w okresie bessy giełdowej wzrastają.

Podsumowując należy stwierdzić, że GPW w Warszawie ze względu na przyjętą strategię rozwoju, ujawniającą ambitne perspektywiczne plany działalności oraz nękające ją problemy funkcjonalne, skazana jest na zmiany własnościowe, poprzedzone wnikliwym i przejrzystym pozycjonowaniem. Nie powinny się jednak one odbywać w trakcie zawirowań gospodarczych oraz spadków notowań, skutkujących ceną sprzedaży, ale także ze względu na niepodważalny wkład giełdy w rozwój polskiego rynku kapitałowego.

dr Elżbieta Gruszczyńska-Broźbar
Uniwersytet Ekonomiczny
w Poznaniu

LIQUIDITY AS A DETERMINANT OF THE DEVELOPMENT OF THE WARSAW STOCK EXCHANGE BETWEEN 1996-2008

Summary

The paper focuses on the liquidity of the securities exchange market as a determinant of the development of the Warsaw Stock Exchange during 1996-2008. The main focus has been put on the liquidity ratio and the value of securities turnover at the Warsaw Stock Exchange that were analysed using a descriptive statistics method. The obtained results have been verified using the data from a model exchange i.e. the New York Stock Exchange and the Vienna Stock Exchange, the latter being most frequently compared to the Polish one. It has been found that despite the appreciation in the turnover value expressed as the dynamics of the phenomena, the Warsaw Stock Exchange is still at a developing stage. This finding is confirmed not only by the dispersion of that ratio, but also by the way in which the turnover liquidity ratio has been changing. The disproportion between capitalisation and the turnover ratio as well as the fluctuation in liquidity at the peak of the 2008 crisis is a further proof that the Warsaw Stock Exchange has not been yet fully fledged.

