„GIEŁDOWE GENIUS LOCI"

Świat giełdowych parkietów, na jaki wstępował warszawski rynek przed 18 laty, znajdował się w stanie gruntownej (podmiotowo–przedmiotowej) rekonstrukcji. Z jednej strony obserwowano centralizację i kurczenie się sieci giełd regionalnych (m.in. we Francji, Włoszech, Szwajcarii, czy Australii), zanik sformalizowanych rynków walutowych (np. w RFN) na rzecz transgranicznych systemów OTC, przekwalifikowanie się różnych giełd, wg dawnej momenklatury pieniężnych i pieniężno - towarowych (m.in. w Australii, Kanadzie, USA) w nowoczesne rynki finansowe, wyspecjalizowane w obrocie instrumentami pochodnymi., w tym m.in. „ciągnionymi" z akcji, obligacji i stóp procentowych. Z drugiej strony, rozpoczynała się ogólnoświatowa eksplozja inicjatyw związanych z tworzeniem giełd papierów wartościowych. Obejmowała ona także kraje, gdzie tradycji takich w ogóle nie było (np. Gwatemala, Nikaragua), bądź sięgały one czasów dawnej, zewnętrznej zwierzchności (np. Liban). Przykładowo w Afryce, w dwóch poprzednich dekadach powstało kilkanaście instytucji typu *stock exchange*.

Równolegle w Europie Zachodniej obserwowano dynamiczny wzrost znaczenia rynków papierów wartościowych. Szczególnie spektakularną formę przybierało to w gospodarkach, w których rola i znaczenie giełd były tradycyjnie mniejsze. Podstawowy wskaźnik opisujący te relacje (kapitalizacja rynku/PKB) wzrósł w latach 1995 – 2000 - w przypadku Belgii z 38,6 % do 80 %, we Francji powiększył się z 31,2 % do 111,7 %, a w Szwecji urósł z 70,3 % do 112,7 %.

Generalnie przyjęto uważać, że kształtowanie się tego parametru na poziomie powyżej 100 %, sytuuje dany kraj w sferze tzw. „giełdokracji", czyli gospodarki, w której system zorientowany jest nie tylko na sektor bankowy, ponieważ rynek kapitałowy stanowi realną alternatywę finansowania. Obok gospodarek anglosaskich (USA, Kanada, Wielka Brytania, RPA, Australia), gdzie rozwinięte instytucje rynku papierów wartościowych są podstawowymi cechami modelowymi, podobny, a niekiedy znacznie większy iloraz kapitalizacji i PKB ma miejsce w Azji. Z tą różnicą, że jest to w dużym stopniu rezultat modelowej ułomności azjatyckiej bankowości komercyjnej.

Jedną z perspektyw ukazujących rozmiary obecnego kryzysu może być pomiar wielkości, o jakie pomiędzy rokiem 2007, a 2008 skurczyły się największe światowe „giełdokracje". Jeśli jeszcze doda się do tego załamanie na podaży kredytu bankowego, to mamy wyobrażenie o ogromie zapaści jaka dotknęła globalne finanse.

Giełda polska pod względem rynkowej wartości notowanych na niej spółek plasuje się przy końcu czwartej dziesiątki. Jej współczynnik kapitalizacji do PKB spadł w minionym roku z 50 % do 17,2 %, tj. poziomu z lat 1998 – 2000. Nie mniej jednak istotnym probierzem, a zarazem wektorem dalszego jej rozwoju może być pozycja, jaką zajmuje nasza gospodarka na świecie. Pod względem wartości wypracowanego (nominalnie) produktu krajowego brutto, jesteśmy po 2008 r. na 18 miejscu, z ok. 0,8 % udziałem w globalnym PKB. Podczas, gdy udział warszawskiej GPW w światowej kapitalizacji giełdowej szacować można na ok. 0,2 %. Ustępuje on pod tym względem giełdom z krajów o niższym od naszego PKB, jak np.: Chile, Izrael, Malezja, czy Tajlandia.

Tabela 1. Parametry kapitalizacyjne dla wiodących rynków giełdowych i ich gospodarek (dane w USD)

Nazwa giełdy	Kapitalizacja* (mln USD)	Kapitalizacja/PKB (%)	
		2008**	2007***
1.NYSE Euronext (USA)	9 208 934,1	64,5	129,9
2.Tokyo Stock Exchanges Group	3 115 803,7	63,3	98,8
3.NASDAQ OMX	2 396 344,3	16,8	113,3
4.NYSE Euronext (Europe)	2 101 745,9	46,8[1]	104,3[1]
5.London Stock Exchange	1 868 153,0	69,8	137,3
6.Shanghai Stock Exchange	1 425 354,0	32,3	112,6
7.Hong Kong Exchanges	1 328 768,5	616,4	1281,1
8.Deutsche Börse	1 110 579,6	30,3	63,4
9.TSX Group	1 033 448,5	68,4	152,2
10.BME Spanish Exchanges	948 352,3	58,8	123,7
11.SIX Swiss Exchange	857 306,3	174,0	297,6
12.Australian Stock Exchange	683 871,6	67,6	142,8
13.Bombay Stock Exchange	647 204,8	53,5	165,3
14.National Stock Exchange India	600 281,6	49,6	150,8
15.BM & FBOVESPA	591 965,5	37,6	104,3
16.NASDAQ OMX Nordic Exchange	563 099,6	45,1[3]	104,3[3]
17.Borsa Italiana	522 087,8	22,5	51,0

18.Johannesburg Stock Exchange	482 700,0	174,1[2]	292,5[2]
19.Korea Exchange	470 797,7	49,6	115,7
20.Russian Trading System	374 686,8	22,3	103,4
21.Taiwan Stock Exchange Corp.	356 710,6	90,8	173,2
22.Shenzen Stock Exchange	353 430,0	80,2	23,9
23.MICEX Stock Exchange	337 088,8	20,1	94,7
24.Singapore Stock Exchange	264 974,4	145,6[2]	334,3[2]
25.Saudi Stock Market	246 337,2	51,1	138,0
26.Mexican Exchange	234 054,9	21,5	38,9
27.Bursa Malaysia	189 086,6	85,1	174,2
28.Osaka Stock Exchange	147 436,3	3,0	4,8
29.Oslo Børs	145 906,3	31,9	90,7
30.Tel Aviv Stock Exchange	134 802,4	66,8	143,2
31.American Stock Exchange	132 367,2	0,9	1,8
32.Santiago Stock Exchange	131 808,0	77,7	129,9
33.Thailand Stock Exchange	103 128,2	37,7	80,3
34.Indonesia Stock Exchange	98 760,6	19,3	48,9
35.Athenes Exchanges	90 945,0	25,4	84,4
36. Jasdaq	93 176,5	1,9	2,8
37.**Warsaw Stock Exchange**	**90 815,5**	**17,2**	**50,0**
(…)			
41.Wiener Börse	76 288,7	18,3	63,7

źródło: *World Federation of Exchanges (WFE)*;*stan na 31.12.2008 r. **obliczenia własne na podstawie danych MFW i WFE; ***dane WFE dla 2007 r.; [1]w relacji do łącznego wolumenu PKB: Belgii, Francji, Holandii i Portugalii; [2]łącznie ze spółkami zagranicznymi; [3]w relacji do łącznego wolumenu PKB: Danii, Estonii, Finlandii, Islandii, Litwy, Łotwy i Szwecji

Nakreślony powyżej układ sił na giełdowej mapie świata wraz ze strukturalną dekoniunkturą w tle wskazują, że zmiana architektury globalnych rynków finansowych jest już przesądzona. W akcelerację tych procesów wpisuje się m.in. dynamiczny rozwój specjalistycznych rynków kapitałowych, ukierunkowanych na potrzeby małych i średnich przedsiębiorstw. Będący rodzajem systemowego *antidotum* na redukcję bankowej oferty kredytowej. Tego typu inicjatywy w przekroju przedmiotowym nie są czymś zupełnie nowym, gdyż w znacznej mierze wypełniają miejsce przed laty upuszczone przez giełdy regionalne. Zresztą znamiennym jest, że są rynki, pełniące w przeszłości funkcje komplementarne względem giełdy centralnej, a które obecnie postawiły na ogólnokrajową specjalizację w obsłudze „small i „mid-capów”.

Za doskonały przykład w tym względzie służą lokalne giełdy japońskie (Fukuoka, Nagoya, Osaka, Sapporo), czy tokijski Jasdaq. Ten ostatni z wymienionych do podobnych zadań został już przed wielu laty wydzielony z głównego parkietu Tokyo Stock Exchange.

Rywalizacja w tym obszarze rynku kapitałowego trwa więc w najlepsze, i z każdym kolejnym rokiem będzie zapewne przybierać na sile. Zwiększać się też powinno w sposób widoczny znaczenie tych rynków w gospodarce. Jeśli jeszcze nie ilościowo, to na pewno w wymiarze jakościowym.

Z tym większą satysfakcją można odnotować, że na podstawie danych Światowej Federacji Giełd Papierów Wartościowych (*World Federation of Exchanges*) nasz *New Connect*, mimo „niemowlęcego wieku", zajmuje ze swą kapitalizacją lokatę znacznie wyższą (25.), niż jego starszy „pełnoletni brat" (37.). Warto tutaj zwrócić uwagę na dość niejednorodne i ograniczone w sumie aspekty porównawcze, spychające tego typu zestawienia na pole pewnej umowności. Wyższe miejsca w kapitalizacyjnym rankingu niektórych rynków wynikają najprawdopodobniej z przesunięcia w ramach giełdy sporej części „substancji podmiotowej". W rezultacie tworzy to nienaturalnie wysoką dla tej klasy podmiotów wartość spółki, będącą nie tyle rezultatem procesów ekonomicznych, ale bardziej decyzji administracyjnych. I to nawet przy uwzględnieniu obecność funduszy inwestycyjnych, jak np. w Brazylia, czy na Mauritiusie. Ku takim przypuszczeniom skłania też i to, że podczas ubiegłorocznego „tąpnięcia" akurat rynki o stosunkowo małej lub/i blisko „standardowej" kapitalizacji (mediana 33,6 mln USD) albo zyskały, jak: egipski *Nilex* (+1763,5 %) i skandynawski *First North* (+114,8 %), bądź, tak jak nasz *NewConnect* (-3,2 %) poniosły zdecydowanie najmniejsze ubytki w kapitalizacji.

Podstawowych czynników „konserwujących" wartość notowanych na tych rynkach firm, upatrywać należy w aspekcie preferencji rzadkości, konsekwentnej, prorozwojowej strategii działania oraz w typowej dla mniejszych struktur gospodarczych umiejętności elastycznego reagowania i dostosowywania się do zmian w otoczeniu, jakiekolwiek one by nie było.

Obserwacja krajowego sektora małych i średnich przedsiębiorstw może skłonić do przypuszczenia, że w segmencie, w którym *NewConnect* rywalizuje ze swymi zagranicznymi odpowiednikami, będzie awansował w międzynarodowych rankingach szybciej, niż pozostała cześć naszego rynku kapitałowego.

Tabela 2. Kapitalizacja rynków alternatywnych oraz „small parkietów"(stan 31.12.2008 r.)

Nazwa giełdy	Nazwa rynku	Kapitalizacja (mln USD)	Zmiana 2008/2007 (w %)
1.Shenzen Stock Exchange	*SME Board*	255 335,8	+75,2
2.SIX Swiss Exchange	*SPI Extra (small-and mid-cap sector)*	161 889,0	-39,2
3.London Stock Exchange	*AIM*	54 723,6	-71,8
4.Korea Exchange	*Kosdaq*	34 934,6	-67,3
5.Bombay Stock Exchange	*Indonext*	41 831,0*	bd
6.BM&BOVESPA	*Organized OTC market*	17 220,1	-34,6
7.TSX Group	*TSX Venture*	14 098,6	-76,1
8.Tokyo Stock Exchange	*Mothers*	13 560,3	-45,3
9. Borsa Italiana	*Mercato Expandi (AIM Italia)*	11 238,2	-28,4
10.Deutsche Börse	*Entry Standard*	10 567,0	bd
11.Athenes Exchange	*Athenes Medium &SmallCap.Camp.*	9 292,9	bd
12.Osaka Stock Exchange	*Nippon New Market „Hercules"*	7 783,0	-48,9
13.Hong Kong Exchanges	*Growth Enterprise Market*	5 827,2	-71,8
14.NASDAQ OMX Nordic	*First North*	4 881,8	+114,8
15.NYSE Euronext (Europe)	*Alternent*	4 523,9	-46,1
16.Singapore Exchange	*SGX Catalist*	2 453,9	-65,1
17.Bursa Malysia	*Second Board*	2 494,0	-43,5
18.Johannesburg SE	*Alternative Exchange*	1 841,9	-59,7
19.Wiener Börse	*Sec.Regulated Market&Third Market*	1 515,8	-35,2
20.Bursa Malysia	*Mesdaq Market*	1 528,3	-54,1
21.Irish Stock Exchange	*Irish Enterprise Exchange*	1 343,1	-70,2
22. Mauritius SE	*Development & Enterprise Market*	744,7	-31,7
23.Thailand Stock Exchange	*Market for Alternative Investment*	620,4	-42,7
24.Istambul Stock Exchange	*Second National Market*	486,3	-66,1
25. Warsaw Stock Exchange	**New Connect**	**466,2**	-3,2
26.New Zealand Exchange	*NZAX (Alternative Market)*	390,3	-11,0
27.Athenes Exchange	*Alternative Market (EN.A)*	317,0	bd
28.Jasdaq	*NEO*	242,8	-55,7
29.Egyptian Exchange	*NILEX*	109,8	+1 763,5
30.Philippine SE	*SME Board*	46,9	-57,1
31.Istambul Stock Exchange	*New Economy Market*	33,8	-66,4
32.Johannesburg SE	*Venture Capital Market*	16,8	-92,5
33.Johannesburg SE	*Development Capital Market*	16,6	-50,7
34.Buenos Aires SE	*Pyme Board*	5,3	-16,4

źródło: *World Federation of Exchanges ; * dane dla roku 2007*

Tabela 3. Średnia kapitalizacja spółek na rynkach alternatywnych i „small parkietach" w 2008 r.

Nazwa giełdy	Nazwa rynku	Średnia kapitalizacja notowanej spółki (mln USD)
1.Shenzen Stock Exchange	*SME Board*	935,2
2.SIX Swiss Exchange	*SPI Extra (small-and mid-cap sector)*	774,5
3.London Stock Exchange	*AIM*	35,3
4.Bombay Stock Exchange	*Indonext*	bd
5. Korea Exchange	*Kosdaq*	33,6
6.BM&BOVESPA	*Organized OTC market*	193,4
7.TSX Group	*TSX Venture*	6,3
8.Tokyo Stock Exchange	*Mothers*	68,5
9. Borsa Italiana	*Mercato Expandi (AIM Italia)*	69,3
10.Deutsche Börse	*Entry Standard*	91,8
11.Athenes Exchange	*Athenes Medium &SmallCap.Camp.*	57,3
12.Osaka Stock Exchange	*Nippon New Market „Hercules"*	45,8
13.Hong Kong Exchanges	*Growth Enterprise Market*	33,5
14.NASDAQ OMX Nordic	*First North*	36,9
15.NYSE Euronext (Europe)	*Alternent*	35,3
16.Singapore Exchange	*SGX Catalist*	18,3
17.Bursa Malysia	*Second Board*	11,3
18.Johannesburg SE	*Alternative Exchange*	23,9
19.Wiener Börse	*Second Regulated Market&Third Market*	43,3
20.Bursa Malysia	*Mesdaq Market*	12,5
21.Irish Stock Exchange	*Irish Enterprise Exchange*	49,7
22. Mauritius SE	*Development & Enterprise Market*	15,2
23.Thailand Stock Exchange	*Market for Alternative Investment*	12,6
24.Istambul Stock Exchange	*Second National Market*	27,0
25. Warsaw Stock Exchange	**New Connect**	**5,5**
26.New Zealand Exchange	*NZAX (Alternative Market)*	12,6
27.Athenes Exchange	*Alternative Market (EN.A)*	35,2
28.Jasdaq	*NEO*	60,7
29.Egyptian Exchange	*NILEX*	36,6
30.Philippine SE	*SME Board*	23,4
31.Istambul Stock Exchange	*New Economy Market*	11,2
32.Johannesburg SE	*Venture Capital Market*	2,4

33.Johannesburg SE	*Development Capital Market*	2,7
34. Buenos Aires SE	*Pyme Board*	2,6
35. Lima SE	*BVL Venture Exchange*	bd

źródło: obliczenia własne na podstawie danych *World Federation of Exchanges*

Tabela 4. Ilość spółek i wartość obrotów spółek na rynkach alternatywnych i „small parkietach" w 2008 r.

Nazwa giełdy	Nazwa rynku	Ilość spółek	Obroty (mln USD)
1.Shenzen Stock Exchange	*SME Board*	273	240 169,6
2.SIX Swiss Exchange	*SPI Extra (small-and mid-cap sector)*	bd	bd
3.London Stock Exchange	*AIM*	1 550	89 457,4
4.Bombay Stock Exchange	*Indonext*	bd	bd
5. Korea Exchange	**Kosdaq**	1 037	277 388,8
6.BM&BOVESPA	*Organized OTC market*	89	683,2
7.TSX Group	*TSX Venture*	2 443	22 204,0
8.Tokyo Stock Exchange	*Mothers*	198	59 134,9
9. Borsa Italiana	*Mercato Expandi (AIM Italia)*	39	1 589,5
10.Deutsche Börse	*Entry Standard*	115	3 669,2
11.Athenes Exchange	*Athenes Medium &SmallCap.Camp.*	162	2 645,8
12.Osaka Stock Exchange	*Nippon New Market „Hercules"*	170	21 581,5
13.Hong Kong Exchanges	*Growth Enterprise Market*	174	6 692,4
14.NASDAQ OMX Nordic	*First North*	132	2 893,2
15.NYSE Euronext (Europe)	*Alternent*	128	1 342,0
16.Singapore Exchange	*SGX Catalist*	134	2 677,1
17.Bursa Malysia	*Second Board*	221	1 600,2
18.Johannesburg SE	*Alternative Exchange*	77	605,9
19.Wiener Börse	*Sec.Regulated Market&Third Market*	35	738,8
20.Bursa Malysia	*Mesdaq Market*	122	1 064,1
21.Irish Stock Exchange	*Irish Enterprise Exchange*	27	842,5
22. Mauritius SE	*Development & Enterprise Market*	49	47,0
23.Thailand Stock Exchange	*Market for Alternative Investment*	49	1 413,6
24.Istambul Stock Exchange	*Second National Market*	18	1 807,5
25. Warsaw Stock Exchange	**New Connect**	84	**173,4**
26.New Zealand Exchange	*NZAX (Alternative Market)*	31	12,4
27.Athenes Exchange	*Alternative Market (EN.A)*	9	4,4
28.Jasdaq	*NEO*	4	2 316,1

29.Egyptian Exchange	*NILEX*	3	bd
30.Philippine SE	**SME Board**	2	0,3
31.Istambul Stock Exchange	**New Economy Market**	3	169,3
32.Johannesburg SE	**Venture Capital Market**	7	9,3
33.Johannesburg SE	**Development Capital Market**	6	0,8
34. Buenos Aires SE	**Pyme Board**	2	0,1
35. Lima SE	*BVL Venture Exchange*	8	69,3

źródło: *World Federation of Exchanges*

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, z całą pewnością należy do największych osiągnięć w historii gospodarczej Polski. Dla współczesnych może być powodem do dumy i satysfakcji, porównywalnej z tym czym dla międzywojennego pokolenia były budowa portu w Gdyni, Centralnego Okręgu Przemysłowego, czy reforma walutowa Władysława Grabskiego. O sukcesie warszawskiej GPW zadecydowały przede wszystkim talenty, inteligencja i pasja środowiska rynku kapitałowego (tj. jego architektów, włodarzy i uczestników rynku). Dodać należy, że stało się tak również dzięki, niestety dość rzadkiemu przejawowi zbiorowej mądrości, której towarzyszyły zdolności dyplomatyczne szefostwa tej instytucji, dzięki czemu naszej giełdzie udało się zachować autonomiczność i apolityczność. Dalszy jej pomyślny rozwój zależy od kontynuacji tej linii, i to w stopniu znacznie większym, niż się to powszechnie wydaje.

Wojciech Szymon Kowalski
Główny Ekonomista
INWEST CONSULTING S.A.