

## ROZWÓJ GPW W WARSZAWIE NA TLE GIEŁD EUROPEJSKICH

Marta Juszczyk

Katedra Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw

Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

**Abstrakt.** W opracowaniu określono pozycję Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie na tle innych giełd europejskich. W analizie wykorzystano główne wskaźniki, świadczące o rozwoju rynków giełdowych. W latach 2008–2012 GPW wzmocniła swoją pozycję i silnie się rozwijała. Warszawska giełda jest obecnie największą giełdą instrumentów finansowych w Europie Środkowo-Wschodniej oraz jednym z najdynamiczniej rozwijających się rynków na całym kontynencie. Silna pozycja warszawskiego parkietu wynika z liczby notowanych na nim spółek, kapitalizacji, wielkości obrotu oraz pierwszych ofert publicznych (IPO).

**Słowa kluczowe:** Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, inwestorzy, pozycja konkurencyjna

### WSTĘP

Giełda jako podstawowa forma organizacji rynku wtórnego papierów wartościowych zapewnia koncentrację popytu i podaży na instrumenty finansowe, a dzięki temu dużą płynność obrotu i efektywną wycenę kapitału oraz największe bezpieczeństwo obrotu (Tomaszewski 2007, s. 331). Jednocześnie, dobrze rozwinięta i sprawnie funkcjonująca giełda, stanowi jeden z niezbędnych atrybutów silnej gospodarki, co wynika przede wszystkim z funkcji, jakie spełnia, będąc centralną instytucją publicznego rynku kapitałowego (Piekunko-Mantiuk 2007, s. 341).

W początkowym okresie funkcjonowania rozwój GPW był powolny, co spowodowane było małym zainteresowaniem ze strony inwestorów, głębokim kryzysem gospodarczym w Polsce w latach 1990–1992 oraz dużą konkurencją ze

strony korzystnie oprocentowanych lokat bankowych (Kulpaka 2007, s. 124). Decydującym wydarzeniem dla rozwoju GPW było wprowadzenie do obrotu obligacji Skarbu Państwa w połowie 1992 r. – jednocześnie pierwszych instrumentów notowanych na warszawskiej giełdzie w systemie notowań ciągłych. W kolejnych latach funkcjonowania GPW SA odnotowano debiuty kolejnych instrumentów finansowych. W 1994 r. dopuszczono do obrotu prawa poboru, a w 1998 r. uruchomiono rynek instrumentów pochodnych oraz wprowadzono do obrotu giełdowego pierwsze warranty. W okresie lat 2000–2003 zainicjowano obrót kolejno: obligacjami korporacyjnymi, certyfikatami inwestycyjnymi, jednostkami indeksowymi, obligacjami zamiennymi na akcje, prawami pierwszeństwa i opcjami. W 2006 r. miał miejsce debiut produktów strukturyzowanych, a w 2011 r. wprowadzono do obrotu Certyfikaty TURBO – nowatorski na polskim rynku rodzaj instrumentów finansowych. Dynamicznie następował także rozwój informacyjno-technologiczny GPW. Oprócz indeksu WIG (Warszawski Indeks Giełdowy), w 1994 r. wprowadzono indeks 20 największych i najpłynniejszych spółek WIG 20, a w 1995 r. indeks rynku równoległego WIRR. W 2007 r. na warszawskim parkiecie pojawiły się kolejne indeksy, tj. 40 średnich spółek giełdowych mWIG40 oraz indeks 80 małych spółek giełdowych sWIG80. Ponadto od 1999 r. zaczęto wprowadzać kolejne subindeksy sektorowe, w tym: WIG-banki, WIG-budownictwo, WIG-chemia, WIG-deweloperzy, WIG-informatyka, WIG-media, WIG-paliwa, WIG-spożywczy, WIG-telekomunikacja. W 2012 r. rozpoczęto natomiast obliczanie i publikację pierwszego indeksu regionalnego WIG-CEE, a od 23 września 2013 r. – indeksu WIG30. Jednocześnie Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie przeszła w ostatnich latach duże zmiany usprawniające jej działanie. Od 15 kwietnia 2013 r. polski rynek kapitałowy funkcjonuje, opierając się na systemie UTP (Universal Trading Platform), spełniającym najwyższe światowe standardy oraz gwarantującym organizację obrotu zgodnie z rosnącymi wymaganiami uczestników rynku i światowymi trendami. Obok rynku regulowanego dla akcji oraz instrumentów pochodnych, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie od 2007 r. prowadzi także alternatywny system obrotu New Connect dla młodych i dynamicznych spółek, a od 2009 r. – Catalyst, tj. rynek przeznaczony dla emitentów obligacji korporacyjnych i komunalnych oraz rynek energii. Od 9 listopada 2010 r. GPW jest notowana na Głównym Rynku GPW, co stworzyło jej dalsze perspektywy rozwoju. Celem warszawskiej giełdy, jako spółki publicznej, jest stałe wzmacnianie pozycji międzynarodowej poprzez: poszerzanie oferty produktowej dla inwestorów i emitentów, poszukiwanie nowych spółek i pośredników, doskonalenie rynku w obszarze organizacji, technologii i uregulowań prawnych. GPW realizuje strategię rozwoju, mającą na celu wzmocnienie atrakcyjności i konkurencyjności polskiego rynku na arenie międzynarodowej oraz umocnienie pozycji regionalnego centrum finansowego (Rocznik giełdowy 2013, s. 9). Ponadto Giełda

Papierów Wartościowych w Warszawie zwiększa swoje zasługi także poprzez poszerzanie obszarów działalności w ramach grupy kapitałowej. Na początku 2012 r. GPW sfinalizowała transakcję przejęcia kontrolnego pakietu akcji, organizującej obrót energią Towarowej Giełdy Energii, która w grudniu tego samego roku rozpoczęła również obrót gazem.

Stan i perspektywy rozwoju warszawskiej giełdy spowodowały, że instytucja ta stała się członkiem wielu branżowych organizacji międzynarodowych. GPW od października 1994 r. jest pełnym członkiem Światowej Federacji Giełd (WFE – World Federation of Exchanges), tj. organizacji grupującej wszystkie najważniejsze giełdy świata. Jako pierwsza spośród krajów Europy Środkowej i Wschodniej GPW otrzymała w maju 1997 r. status desygnowanego rynku zagranicznego nadany przez Amerykańską Komisję Giełd i Papierów Wartościowych, co stanowiło potwierdzenie pozycji warszawskiego parkietu, jako dobrze uregulowanego rynku kapitałowego, zgodnego ze standardami uznawanymi w USA. Ponadto od 1992 r. GPW współpracuje z Federacją Europejskich Giełd Papierów Wartościowych (FESE – Federation of European Stock Exchanges), a od czerwca 2004 jest jej pełnoprawnym członkiem (Rocznik giełdowy 2013, s. 12).

Ostatnie lata XX wieku wskazują na bardzo dynamiczny rozwój polskiego rynku kapitałowego. Warszawska giełda stała się atrakcyjna zarówno dla firm krajowych, jak i zagranicznych, o czym świadczy powiększająca się z roku na rok liczba debiutów. Rosnąca atrakcyjność oraz coraz silniejsza międzynarodowa pozycja warszawskiej giełdy dają podstawy do formułowania optymistycznych prognoz dotyczących przyszłości. Miejsce i rola giełdy we współczesnej gospodarce uzależnione są jednak od czynników wewnętrznych oraz zewnętrznych. Silna konkurencja na rynku globalnych przepływów kapitałowych sprawia, że struktura europejskich rynków finansowych ulega zmianom w bardzo szybkim tempie. Problem określenia pozycji Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie względem innych europejskich giełd, zwłaszcza dobrze rozwiniętych, jest bardzo istotny, stanowi bowiem nie tylko o pełnionych przez tę instytucję funkcjach, lecz również o sile i kierunku zmian notowań giełdowych.

## CEL I METODY BADAŃ

Celem artykułu jest określenie pozycji Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie wśród giełd europejskich. Do oceny stopnia rozwoju polskiego rynku giełdowego wykorzystano podstawowe miary bezwzględne: wartość kapitalizacji rynkowej, obroty akcjami, liczba debiutów oraz notowanych spółek, a następnie porównano je ze wskaźnikami dla innych giełd w Europie. Okres badawczy obejmuje lata 2008–2012. Materiał empiryczny zebrano na podstawie danych



Europejskiej Federacji Giełd Papierów Wartościowych FESE (ang. Federation of European Securities Exchanges), jak również danych GPW. W badaniu wykorzystano analizę opisową, elementy analizy dynamiki zjawisk, metody analizy porównawczej oraz analizy przyczynowo-skutkowej. Wyniki zaprezentowano w formie tabelarycznej.

## WYNIKI BADAŃ

Jednym z najistotniejszych mierników rozwoju działalności giełd jest kapitalizacja. Wskaźnik ten informuje o zainteresowaniu spółek rynkową wyceną kapitału, jak również stanowi wyznacznik zainteresowania alokacyjnego inwestorów (Gruszczyńska-Broźbar i Przybylska-Kapuścińska 2010, s. 88).

Tabele 1 i 2 przedstawiają kapitalizację giełd europejskich w latach 2008–2012 oraz dynamikę ich wzrostu.

**TABELA 1.** Kapitalizacja wybranych giełd europejskich (mld euro)

Giełda	Lata					Zmiana 2008–2012	
	2008	2009	2010	2011	2012	Liczba	%
NYSE Euronext	1508,4	2000,0	2184,1	1884,7	2148,2	639,8	42,4
Deutsche Börse	797,1	900,8	1065,7	912,4	1127,4	330,3	41,4
SIX Swiss Exchange	616,2	738,7	916,7	835,1	933,1	316,9	51,4
NASDAQ OMX Nordic	404,1	569,6	776,8	648,7	755,3	351,1	86,9
BME (Spanish Exchanges)	680,6	999,9	873,3	794,2	754,8	74,1	10,9
Istanbul Stock Exchange	84,9	162,2	226,6	152,5	240,0	155,2	182,9
Oslo Børs	102,0	157,8	219,5	170,0	184,1	82,1	80,6
Warsaw Stock Exchange	65,2	105,2	142,3	107,5	134,8	69,6	106,8
Irish Stock Exchange	35,5	42,7	45,0	83,5	82,7	47,1	132,7
CEESEG – Vienna	54,8	79,5	93,9	65,7	80,4	25,7	46,9
Luxembourg Stock Exchange	47,8	73,2	75,4	52,1	53,4	5,5	11,6
Athens Stock Exchange	64,7	78,5	50,4	26,0	34,0	-30,7	-47,4
CEESEG – Prague	29,6	31,3	31,9	29,2	28,2	-1,4	-4,8
CEESEG – Budapest	13,3	20,9	20,6	14,6	15,7	2,4	18,1
Bucharest Stock Exchange	6,5	8,4	9,8	10,8	12,1	5,6	86,7
Bulgarian Stock Exchange	6,4	6,0	5,5	6,4	5,0	-1,3	-21,1
CEESEG – Ljubljana	8,5	8,5	7,0	4,9	4,9	-3,6	-42,0
Bratislava Stock Exchange	3,9	3,6	3,4	4,2	4,1	0,2	4,8

Źródło: Opracowanie własne na podstawie FESE.



Wśród wszystkich parkietów w Europie dominującą rolę odgrywają giełdy tworzące NYSE Euronext oraz giełda londyńska<sup>1</sup>. NYSE Euronext (w której skład wchodzi giełda paryska, amsterdamska, brukselska oraz giełda w Lizbonie), w całym okresie pozostała niekwestionowanym liderem pod względem wartości rynkowej spółek. W badanym czasie stwierdzono wzrost kapitalizacji NYSE Euronext z 1508,42 mld EUR w 2008 roku do 2148,22 mld EUR w 2012 roku (+42,4%).

**TABELA 2.** Dynamika kapitalizacji wybranych giełd europejskich (rok poprzedni = 100, w %)

Giełda	Lata			
	2009	2010	2011	2012
Istanbul Stock Exchange	191,1	139,7	67,3	157,4
Athens Stock Exchange	121,3	64,2	51,6	130,8
Warsaw Stock Exchange	161,3	135,3	75,5	125,4
Deutsche Börse	113,0	118,3	85,6	123,6
CEESEG – Vienna	145,2	118,2	69,9	122,4
NASDAQ OMX Nordic	140,9	136,4	83,5	116,4
NYSE Euronext	132,6	109,2	86,3	114,0
Bucharest Stock Exchange	129,8	116,4	110,7	111,7
SIX Swiss Exchange	119,9	124,1	91,1	111,7
Oslo Børs	154,7	139,1	77,5	108,3
CEESEG – Budapest	156,8	98,7	70,9	107,6
Luxembourg Stock Exchange	153,1	103,0	69,1	102,4
CEESEG – Ljubljana	99,9	83,1	69,3	100,8
Irish Stock Exchange	120,3	105,3	185,6	99,0
Bratislava Stock Exchange	92,5	93,5	123,8	97,9
CEESEG – Prague	105,6	102,1	91,5	96,5
BME (Spanish Exchanges)	146,9	87,3	90,9	95,0
Bulgarian Stock Exchange	94,7	91,2	115,6	79,0

Źródło: Opracowanie własne na podstawie FESE.

Silną pozycję na tle pozostałych giełd odznaczają się także niemiecka Deutsche Börse oraz giełda szwajcarska, których wzrost kapitalizacji w latach 2008–2012 wyniósł odpowiednio 41,4 i 51,4%. Kapitalizacja GPW, kształtująca się od 2009 roku na poziomie powyżej 100 mld euro, upoważnia do zaliczenia jej w Europie do giełd średniej wielkości (Ciejpa-Znamirowski 2007, s. 194).

<sup>1</sup> Brak danych w tabeli.



Rok 2008 był dla większości giełd europejskich najłagodniejszym okresem pod względem kapitalizacji z uwagi na światowy kryzys i pogarszającą się koniunkturę gospodarczą w systemie rynkowym. Wyjątek stanowiły kraje o średnio najniższych poziomach wskaźnika w badanym okresie, m.in. Słowacja, Słowenia, Bułgaria i Praga, dla których najłagodniejszy pod tym względem był 2012 rok. W 2009 roku w przeważającej liczbie krajów (z wyjątkiem giełd w Bułgarii, Słowenii i Słowacji), kapitalizacja uległa znacznemu podwyższeniu wraz z poprawą sytuacji gospodarczej oraz polepszeniem nastrojów na globalnych giełdach. Największy wzrost dynamiki kapitalizacji miał miejsce na giełdzie tureckiej (+91,1% w skali r/r) oraz warszawskiej. Polska giełda zwiększyła wówczas poziom kapitalizacji, z 65,18 do 105,15 mld euro, tj. o 61,3%. Wzrosty na GPW w Warszawie oraz na parkietach większości krajów europejskich kontynuowane były jeszcze w kolejnym roku, dochodząc maksymalnie do 40%, a w 2011 roku uległy załamaniu. Dla przeważającej części giełd dużej i średniej wielkości nastąpiło zwiększenie dynamiki kapitalizacji w 2012 r., a najbardziej wyraźnie zmiany zaobserwowano w Istambule (+57,5%), Atenach (+30,8%) oraz Warszawie (+25,4%).

Warszawską giełdę wyróżnia silna dynamika wzrostu w latach 2008–2012, wynosząca 106,8%. Wyżej pod tym względem plasowały się jedynie dwie giełdy, tj. w Istambule, której wzrost kapitalizacji wyniósł 182,9% (z 84,85 mld EUR do 240,03 mld EUR) oraz giełda irlandzka, na której wzrost wartości rynkowej notowanych na niej spółek sięgnął 132,8% (z 35,52 do 82,67 mld EUR). Kapitalizacja GPW w Warszawie w 2008 roku wynosiła 65,18 mld EUR, na koniec 2012 wzrosła ponaddwukrotnie – do 134,76 mld EUR (+106,8%). Polską giełdę, mimo bardzo wysokiej dynamiki wzrostu w ostatnich latach, do największych europejskich giełd dzieli duży dystans. Warszawska giełda może poszczycić się jednak mianem lidera wśród państw Europy Środkowo-Wschodniej, wyprzedzając w znacznej mierze wszystkie giełdy z regionu, m.in. w Wiedniu, Pradze, Budapeszcie, Słowenii czy Słowacji.

Wartość obrotów akcjami na giełdzie stanowi jeden z najważniejszych wskaźników bezwzględnych, umożliwiających analizę porównawczą zróżnicowania rynków kapitałowych (Przybylska-Kapuścińska 2008, s. 122).

W tabelach 3 i 4 przedstawiono obroty akcjami na giełdach europejskich w latach 2008–2012 oraz dynamikę ich wzrostu.

Dla większości giełd najwyższy poziom wskaźników miał miejsce w 2008 roku. Znaczącą przewagą w stosunku do pozostałych parkietów wyróżniały się wówczas Deutsche Börse i NYSE Euronext, w których przypadku wartość obrotów wyniosła odpowiednio 3223,50 mld EUR i 3072,52 mld EUR (najwięcej w omawianych latach), podczas gdy obroty GPW w Warszawie ukształtowały się w tym czasie na poziomie 47,85 mld EUR.

Giełdy badanych krajów w przeważającej mierze zareagowały nagłym spadkiem wartości obrotów w 2009 roku. Rosnącą dynamikę tego wskaźnika

**TABELA 3.** Wartość obrotów akcji na wybranych giełdach europejskich (mld EUR)

Giełda	Lata					Zmiana 2008–2012	
	2008	2009	2010	2011	2012	Liczba	%
NYSE Euronext	3072,5	1469,5	1629,1	1629,0	1273,4	-1799,1	-58,6
Deutsche Börse	3223,5	1243,4	1425,8	1340,5	1007,8	-2215,7	-68,7
BME (Spanish Exchanges)	1654,6	1148,6	1250,4	1098,8	821,3	-833,2	-50,4
NASDAQ OMX Nordic	918,4	542,4	612,7	640,0	491,3	-427,1	-46,5
SIX Swiss Exchange	1024,0	543,9	610,2	635,6	456,2	-567,9	-55,5
Istanbul Stock Exchange	172,0	218,3	313,9	299,9	264,3	92,3	53,6
Oslo Børs	308,2	175,8	217,2	186,0	126,4	-181,8	-59,0
Warsaw Stock Exchange	47,9	41,4	59,7	70,2	50,2	2,3	4,8
Irish Stock Exchange	56,2	26,6	22,8	17,8	18,7	-37,6	-66,8
CEESEG – Vienna	71,9	36,4	36,8	30,2	18,1	-53,8	-74,8
Athens Stock Exchange	78,0	50,7	34,8	21,2	12,9	-65,1	-83,4
Boerse Stuttgart	9,9	8,2	10,4	11,5	11,3	1,4	14,4
CEESEG – Prague	34,2	17,6	15,4	15,1	10,0	-24,2	-70,8
CEESEG – Budapest	21,0	18,5	20,0	13,8	8,4	-12,6	-59,9
Bucharest Stock Exchange	1,1	0,6	0,7	2,3	1,6	0,5	50,5
CEESEG – Ljubljana	1,6	0,7	0,4	0,4	0,3	-1,3	-81,1
Bulgarian Stock Exchange	1,3	0,4	0,3	0,2	0,3	-1,0	-79,2
Bratislava Stock Exchange	0,0	0,1	0,2	0,3	0,1	0,1	733,6
Luxembourg	1,3	0,2	0,2	0,1	0,1	-1,2	-92,2

Źródło: Opracowanie własne na podstawie FESE.

większość parkietów europejskich odnotowała w latach 2010–2011. Wzrost obrotów na GPW w 2010 roku wyniósł wówczas 44,2%, co po giełdzie w Bratysławie (+88,9%) oznaczało największą dynamikę spośród omawianych krajów. Na koniec 2011 roku nastąpiło zwiększenie obrotów na GPW w stosunku do roku poprzedniego o 17,5%, do 70,16 mld EUR. Największa dynamika wzrostu cechowała w tym okresie giełdę w Rumunii (+233,3%) oraz w Słowacji (+51,5%). Dla giełd w Istambule, Stuttgarcie, Bukareszcie i Warszawie to największe obroty giełdowe wystąpiły w 2011 roku. W 2012 roku zaobserwowano tendencję spadkową wartości obrotów dla niemal wszystkich omawianych krajów (z wyjątkiem giełd w Irlandii i Bułgarii).

Biorąc pod uwagę zmianę w całym okresie, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie jako jeden z nielicznych krajów nie odnotowała ujemnego tempa wzrostu dynamiki obrotów akcjami. Spadek tempa wzrostu obrotów miał



**TABELA 4.** Dynamika obrotów akcji na wybranych giełdach europejskich (rok poprzedni = 100, w %)

Giełda	Lata			
	2009	2010	2011	2012
Bulgarian Stock Exchange	27,1	78,6	88,3	110,7
Irish Stock Exchange	47,2	85,7	78,3	104,7
Boerse Stuttgart	82,9	126,7	110,5	98,5
Luxembourg Stock Exchange	16,3	76,3	68,7	91,1
Istambul Stock Exchange	126,9	143,8	95,5	88,1
NYSE Euronext	47,8	110,9	100,0	78,2
CEESEG – Ljubljana	44,9	50,1	109,3	76,9
NASDAQ OMX Nordic	59,1	113,0	104,5	76,8
Deutsche Börse	38,6	114,7	94,0	75,2
BME (Spanish Exchanges)	69,4	108,9	87,9	74,7
SIX Swiss Exchange	53,1	112,2	104,2	71,8
Warsaw Stock Exchange	86,5	144,2	117,5	71,5
Oslo Børs	57,0	123,6	85,6	68,0
Bucharest Stock Exchange	60,9	110,0	333,3	67,4
CEESEG – Prague	51,4	87,6	98,3	66,0
Athens Stock Exchange	65,0	68,5	60,9	61,0
CEESEG – Budapest	88,1	108,3	69,0	61,0
CEESEG – Vienna	50,7	101,0	81,9	60,0
Bratislava Stock Exchange	802,0	188,9	151,5	36,3

Źródło: Opracowanie własne na podstawie FESE.

miejsce na wszystkich europejskich parkietach, głównie na skutek osłabienia koniunktury giełdowej w 2011 roku i zmniejszenia aktywności gospodarczej. Oprócz GPW, której obroty w latach 2008–2012 wzrosły o 4,8%, rosnącą dynamikę odnotowały także giełdy we Frankfurcie (+14,4%), w Rumunii (+50,5%), Istambule (+53,6%), a zwłaszcza giełda w Bratysławie (+733,6%). Najsilniejsze giełdy europejskie charakteryzowały się w badanym okresie umiarkowanym spadkiem wartości obrotów akcjami – NYSE Euronext (–58,6%), Deutsche Börse (–68,7%). Spadek wskaźnika na podobnym poziomie odnotowały w latach 2008–2012 także giełdy BME (–50,4%) i NASDAQ OMX Nordic (–46,5%). W 2012 roku obroty na warszawskim parkiecie (wynoszące 50,15 mld euro) były ponaddwukrotnie większe niż dla giełdy wiedeńskiej w tym samym okresie (18,08 mld EUR) i około pięciokrotnie większe niż w przypadku giełd w Pradze i Budapeszcie. W stosunku do krajów Europy Środkowo-Wschodniej, takich



jak: Rumunia, Słowenia czy Słowacja, obroty GPW w ostatnich latach pozwalają utrzymać polskiej giełdzie znaczną przewagę.

Pierwsza oferta publiczna (IPO) oznacza oferowanie akcji danej spółki po raz pierwszy za pośrednictwem rynku publicznego (Przybylska-Kapuścińska 2008, s. 128, za Siwek 2005, s. 12). Tabela 5 przedstawia liczbę debiutów na giełdach europejskich.

W 2008 roku na GPW w Warszawie odbyło 91 debiutów. Pod względem liczby pierwszych ofert publicznych polską giełdę wyprzedziła wówczas jedynie London Stock Exchange (99 debiutów). Warszawski parkiet okazał się znacznie bardziej atrakcyjny od największych giełd europejskich, takich jak NYSE Euronext (65 debiutów), Deutsche Borse (12 debiutów) czy NASDAQ OMX (65 debiutów). W 2009 roku liczba pierwszych ofert publicznych w przypadku większości giełd w Europie uległa zmniejszeniu. Choć na warszawskim parkiecie zadebiutowało wówczas 38 spółek, był to jednocześnie największy w Europie i pierwszy tak dobry wynik w historii polskiego rynku kapitałowego. W 2010 roku, podobnie jak w 2008 roku, GPW zajmowała 2 miejsce w Europie (112 debiutów), za giełdą londyńską (114 debiutów). W latach 2011–2012 Giełda Papierów Wartościowych powróciła

**TABELA 5.** Liczba debiutów na giełdach europejskich

Giełda	Lata					Zmiana 2008–2012	
	2008	2009	2010	2011	2012	Liczba	%
Warsaw Stock Exchange	91	38	112	203	105	14	15,4
London Stock Exchange	99	25	114	101	73	-26	-26,3
Deutsche Börse	12	5	23	18	25	13	108,3
NYSE Euronext	65	9	32	27	19	-46	-70,8
NASDAQ OMX Nordic	26	11	24	30	17	-9	-34,6
Luxembourg Stock Exchange	19	22	36	20	7	-12	-63,2
BME (Spanish Exchanges)	1	3	12	9	5	4	400,0
Oslo Børs	14	2	16	13	4	-10	-71,4
SIX Swiss Exchange	6	4	4	2	4	-2	-33,3
Borsa Italiana	6	6	8	6	4	-2	-33,3
CEESEG – Vienna	0	0	0	2	0	0	0,0
Irish Stock Exchange	1	0	0	1	0	-1	-100,0
Athens Stock Exchange	0	1	0	0	0	0	0,0
RAZEM	340	126	381	432	263	-77	-22,6

Źródło: Opracowanie własne na podstawie IPO Watch Europe. Review of the year 2012, PriceWaterhouseCoopers, s. 8; IPO Watch Europe. Review of the year 2010, s. 9; IPO Watch Europe. Review of the year 2008, s. 4.



do pozycji lidera pod względem liczby pierwszych ofert publicznych, z liczbą debiutów odpowiednio 203 i 105. Na London Stock Exchange w 2011 roku zadebiutowało 101 spółek, podczas gdy w 2012 roku – 73 spółki. Największy konkurent parkietu warszawskiego w regionie – giełda wiedeńska, w okresie 2008–2012 odnotowała zaledwie 2 debiuty.

Pod względem wartości pierwszych ofert publicznych, GPW w 2012 roku uplasowała się na piątym miejscu w Europie (tabela 6). W okresie tym łączna liczba IPO przeprowadzonych na GPW wyniosła 105, a wartość wszystkich ofert 731 mln EUR. W 2011 roku na warszawskiej giełdzie miały miejsce 203 debiuty o łącznej wartości 2,2 mld EUR. Najaktywniejszym rynkiem była giełda w Londynie, na której miało miejsce 73 IPO o łącznej wartości 5,1 mld EUR (w 2011 roku było to 101 ofert, o łącznej wartości 14,1 mld EUR). W 2012 roku pod względem wartości debiutów GPW wyprzedziły także Deutsche Borse z 25 debiutami (2141 mln EUR), NYSE Euronext z 19 nowymi firmami (1038 mln EUR) oraz giełda w Szwajcarii, na której zanotowano tylko 4 debiuty o łącznej wartości 801 mln EUR. Pod względem wartości IPO warszawski parkiet na koniec 2012 roku osiągnął przewagę nad giełdami w Luksemburgu (564 mln EUR), Oslo (291 mln EUR), Borsa Italiana (168 mln EUR) i NASDAQ OMX (48 mln EUR).

**TABELA 6.** Wartość IPO na giełdach europejskich (mln EUR)

Giełda	Lata					Zmiana 2008–2012	
	2008	2009	2010	2011	2012	Liczba	%
London Stock Exchange	8884	1660	10519	14104	5137	-3747	-42,2
Deutsche Borse	330	53	2413	1523	2141	1811	548,8
NYSE Euronext	2501	1907	417	154	1038	-1463	-58,5
SIX Swiss Exchange	169	0	163	bd	801	632	374,0
Warsaw Stock Exchange	2502	1594	3810	2200	731	-1771	-70,8
Luxembourg Stock Exchange	285	1575	797	451	564	279	97,9
Oslo Børs	65	91	2445	815	291	226	347,7
Borsa Italiana	129	137	2131	503	168	39	30,2
NASDAQ OMX Nordic	208	66	2029	292	48	-160	-76,9
BME (Spanish Exchanges)	292	19	1562	6083	9	-283	-96,9
CEESEG – Vienna	0	0	0	366	0	0	0,0
Irish Stock Exchange	0	0	0	0	0	0	0,0
Athens Stock Exchange	0	10	0	0	0	0	0,0
RAZEM	15365	7112	26286	26491	10928	-4437	-28,9

Źródło: Opracowanie własne na podstawie IPO Watch Europe. Review of the year 2012, s. 8; IPO Watch Europe. Review of the year 2010, s. 9; IPO Watch Europe. Review of the year 2008, s. 4.



Duża liczba IPO polskiego rynku wynika z atrakcyjności kosztowej. Oferty przeprowadzone w Warszawie są 3–4 razy tańsze niż w Londynie. Na mniejsze koszty w Polsce wpływają także znaczna konkurencyjność wśród instytucji doradczych, jak również koszty osobowe. Ponadto, jak zaznacza Przybylska-Kapuścińska (2008, s. 128–130), czynnikiem wspomagającym atrakcyjność jest duża podaż kapitału w regionie Europy Środkowej.

Ważną determinantą rozwoju giełdy, stanowiącą o jej atrakcyjności dla inwestorów, jest liczba spółek będących przedmiotem obrotu na danym rynku. W tabeli 7 przedstawiono łączną liczbę spółek notowanych na giełdach w Europie w latach 2008–2012. W okresie tym następował systematyczny wzrost liczby spółek na warszawskim parkiecie, w przeciwieństwie do znacznej części giełd, w tym także z europejskiej czołówki, które wyróżniała tendencja spadkowa. W 2012 r., podobnie jak w poprzednich latach, GPW z liczbą 438

**TABELA 7.** Liczba spółek notowanych na giełdach europejskich

Giełda	Lata					Zmiana 2008–2012	
	2008	2009	2010	2011	2012	Liczba	%
BME (Spanish Exchanges)	3576	3472	3345	3276	3200	-376	-10,5
NYSE Euronext	1002	1160	1135	1112	1073	71	7,1
NASDAQ OMX Nordic	824	797	778	773	751	-73	-8,9
Deutsche Börse	832	783	765	746	747	-85	-10,2
Warsaw Stock Exchange	375	379	400	426	438	63	16,8
Bulgarian Stock Exchange	399	399	390	393	387	-12	-3,0
Luxembourg Stock Exchange	261	266	289	298	293	32	12,3
Istanbul Stock Exchange	250	248	264	264	271	21	8,4
SIX Swiss Exchange	323	318	296	280	268	-55	-17,0
Athens Stock Exchange	292	288	280	272	265	-27	-9,2
Oslo Børs	259	238	239	238	228	-31	-12,0
Bratislava Stock Exchange	193	172	165	147	134	-59	-30,6
CEESEG – Vienna	118	115	110	105	99	-19	-16,1
Bucharest Stock Exchange	64	64	69	79	79	15	23,4
CEESEG – Ljubljana	84	76	72	66	61	-23	-27,4
CEESEG – Budapest	43	46	52	54	52	9	20,9
Irish Stock Exchange	68	64	59	55	50	-18	-26,5
CEESEG – Prague	29	25	27	26	29	0	0,0
London Stock Exchange	3096	2792	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d

Źródło: Opracowanie własne na podstawie FESE, GPW.



notowanych spółek wyprzedzała m.in. giełdy w Bułgarii (387), Luksemburga (293), Istambule (271) i Szwajcarii (268). Polska giełda zajmuje pozycję lidera wśród giełd Europy Środkowo-Wschodniej. W 2012 roku notowanych było na niej ponadtrzykrotnie więcej spółek w stosunku do giełdy w Bratysławie (134) i średnio czterokrotnie więcej niż na giełdzie wiedeńskiej (99). GPW w Warszawie wyprzedzała jednocześnie mniej rozwinięte giełdy, m.in. w Pradze (29), Budapeszcie (52) czy Ljublanie (61). Mimo spadku liczby notowanych spółek w latach 2008–2012 na wielu giełdach, w tym hiszpańskiej i NYSE Euronext, dystans dzielący GPW od największych europejskich parkietów jest wciąż bardzo widoczny. W 2012 roku liczba spółek na BME Stock Exchange wyniosła 3200, a na NYSE Euronext 1073. W ostatnich latach nieznacznie zmniejszyła się różnica między GPW w Warszawie a giełdami niemiecką oraz NASDAQ OMX, na których pod koniec 2012 roku notowanych było ok. 750 spółek. Na warszawskim parkiecie liczba spółek uległa zwiększeniu, z 375 w 2008 do 438 na koniec 2012 roku, czyli o 16,8%. Był to jednocześnie jeden z najdynamiczniej rozwijających się rynków w Europie, a większą dynamikę wzrostu odnotowały w tym czasie jedynie giełda w Bukareszcie (+23,4%) i Budapeszcie (+20,9%). W przypadku większości pozostałych krajów widoczny był spadek liczby notowanych spółek, co w największym stopniu dotyczyło giełd w Bratysławie (–30,6%), Ljublanie (–7,4%) oraz Irlandii (–26,5%).

Na GPW w Warszawie można zaobserwować wzrastającą liczbę spółek mających siedziby poza granicami naszego kraju (tabela 8). W latach 2007–2009 liczba spółek zagranicznych utrzymywała się w przedziale 23–25, w 2011 roku wzrosła do 39, a na koniec 2012 roku wyniosła 43. Najwięcej spółek zagranicznych, spośród wszystkich europejskich krajów, notowanych było w Luksemburgu (268), na NYSE Euronext (134) oraz na giełdzie niemieckiej (82). Poważnym konkurentem jest także giełda norweska, która, mimo znacznej przewagi nad warszawskim parkietem w poprzednich latach, w 2012 roku charakteryzowała się liczbą notowanych spółek zagranicznych na zbliżonym do GPW poziomie.

Na koniec 2012 roku na Głównym Rynku były notowane akcje 43 zagranicznych spółek, których wartość rynkowa wynosiła 210 mld zł. Obroty akcjami spółek zagranicznych w całym roku wyniosły ponad 5 mld zł. W 2012 roku na Głównym Rynku debiutowały akcje pięciu nowych spółek zagranicznych (na 19 debiutów łącznie). Najwięcej spółek pochodziło z Ukrainy (11), a w dalszej kolejności miejsca zajmowały odpowiednio spółki z Czech (3), Węgier (2), Bułgarii (2) oraz Estonii (2) (Rocznik Giełdowy 2013, s. 78). Zainteresowanie GPW i jej rosnąca popularność wynika ze stosunkowo małych kosztów wejścia na giełdę dla spółek zagranicznych, w porównaniu z innymi rynkami europejskimi. Przybylska-Kapuścińska (2008, s. 128) podkreśla także fakt, że zagraniczne spółki wchodzą na warszawski parkiet w celu zdobycia kapitału na rozwój w regionie Europy Środkowo-Wschodniej bądź by móc się rozwijać na polskim

**TABELA 8.** Liczba spółek zagranicznych notowanych na giełdach europejskich

Giełda	Lata					Zmiana 2008-2012	
	2008	2009	2010	2011	2012	Liczba	%
Luxembourg Stock Exchange	228	236	260	271	268	40	17,5
NYSE Euronext	n/d	170	152	143	134	n/d	n/d
Deutsche Börse	90	79	75	76	82	-8	-8,9
Oslo Børs	50	48	44	44	44	-6	-12,0
Warsaw Stock Exchange	25	25	27	39	43	18	72,0
BME (Spanish Exchanges)	38	37	35	35	33	-5	-13,2
SIX Swiss Exchange	70	61	50	34	30	-40	-57,1
NASDAQ OMX Nordic	23	24	26	30	29	6	26,1
CEESEG – Vienna	17	18	21	17	15	-2	-11,8
CEESEG – Prague	10	9	11	11	12	2	20,0
Irish Stock Exchange	10	9	9	7	8	-2	-20,0
Athens Stock Exchange	3	3	3	3	3	0	0,0
Bucharest Stock Exchange	1	1	1	2	2	1	100,0
Bratislava Stock Exchange	0	0	0	0	1	1	x
CEESEG – Budapest	3	4	4	2	1	-2	-66,7
Istanbul Stock Exchange	0	0	1	1	1	1	x
Bulgarian Stock Exchange	0	0	0	0	0	0	0,0
CEESEG – Ljubljana	0	0	0	0	0	0	0,0
London Stock Exchange	681	613	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d

Źródło: Opracowanie własne na podstawie FESE, GPW.

rynku. Dla części z nich GPW jest jednym z dwóch, a w niektórych przypadkach jednym z kilku rynków, na których notowane są ich akcje (tzw. dual listing).

## WNIOSKI

W opracowaniu określono pozycję GPW w Warszawie względem innych giełd europejskich. Na podstawie przeprowadzonych badań sformułowano następujące wnioski:

1. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2008-2012 dynamicznie się rozwijała. Jest największą giełdą instrumentów finansowych w Europie Środkowo-Wschodniej i jednym z najdynamiczniej rozwijających się rynków na całym kontynencie. Międzynarodowy charakter warszawskiej giełdy podkreślają notowane na niej spółki zagraniczne i duże zaangażowanie zagranicznych inwestorów.



2. Pomimo trudnej sytuacji na rynkach finansowych, warszawski parkiet utrzymuje się na pozycji lidera w regionie pod względem liczby notowanych instrumentów, kapitalizacji i obrotu notowanych spółek, a z roku na rok przewaga ta się powiększa. W latach 2011–2012 polska giełda zajęła pierwsze miejsce w Europie pod względem liczby IPO.
3. Rozwój GPW zawdzięcza m.in. zróżnicowanej ofercie produktowej, istotnym zmianom informacyjno-technologicznym oraz dużej aktywności uczestników rynku.

## Spis literatury

- CIEJPA-ZNAMIROWSKI K. 2007: Przesłanki rozwoju polskiego rynku kapitałowego, Wydawnictwo Uniwersytetu w Białymstoku, Białystok.
- Federation of European Securities Exchanges, [www.fese.be](http://www.fese.be).
- GRUSZCZYŃSKA-BROŻBAR E. 2007: Funkcjonowanie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, wyd. AE w Poznaniu, Poznań.
- GRUSZCZYŃSKA-BROŻBAR E. 2009: Rozwój Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 1999–2007. [w:] Współczesne problemy rynku pieniężnego i kapitałowego. Teoria i praktyka, K. Gabryelczyk i E. Gruszczyńska-Brożbar (red.), Zeszyty Naukowe nr 113, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań.
- GRUSZCZYŃSKA-BROŻBAR E., PRZYBYLSKA-KAPUŚCIŃSKA W. 2010: Rozwój Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w świetle zmian kapitalizacji rynku akcji. [w:] Rynek kapitałów pieniężnych. Wybrane zagadnienia, Zeszyty Naukowe nr 164, Wydawnictwo UE w Poznaniu, Poznań.
- IPO Watch Europe. Review of the year, 2008–2013.
- KULPAKA P. 2007: Giełdy w gospodarce, wyd. PWE, Warszawa.
- PIEKUNKO-MANTIUK I. 2007: Ilościowy rozwój Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie na tle giełd europejskich. [w:] Rynek kapitałowy. Skuteczne inwestowanie, Finanse. Rynki finansowe. Ubezpieczenia nr 6, część 2, Szczecin.
- PRZYBYLSKA-KAPUŚCIŃSKA W. 2008: Rozwój polskiego rynku giełdowego na tle sytuacji giełd europejskich w XXI wieku [w:] Roczniki Ekonomiczne Kujawsko-Pomorskiej Szkoły Wyższej, nr 1, Wydawnictwo Kujawsko-Pomorskiej Szkoły Wyższej w Bydgoszczy, Bydgoszcz.
- Rocznik giełdowy 2013. Giełda Papierów Wartościowych S.A.
- SIWEK P. 2005: Praktyka pierwszych ofert publicznych w Polsce, CeDeWu, Warszawa.
- TOMASZEWSKI J. 2007: Giełda Papierów Wartościowych SA. [w:] Instytucje rynku finansowego w Polsce, praca zbiorowa pod red. A. Szelańskiej, wyd. CeDeWu, Warszawa. [www.gpw.pl](http://www.gpw.pl).

## DEVELOPMENT OF WARSAW STOCK EXCHANGE COMPARING TO OTHER EUROPEAN STOCK EXCHANGES

**Abstract.** The paper concentrates on the development of Warsaw Stock Exchange comparing to the situation in other European stock exchanges. In order to assess the growth of the stock exchange market key indicators of its maturity were used. In 2008-2012, the position of WSE were strengthened and development was dynamic. The Warsaw Stock Exchange is the largest stock exchange financial instruments in Central and Eastern Europe and one of the fastest growing markets on the continent. The strong position of the Warsaw Stock Exchange due to the number of listed companies, capitalization, trading volume and the number of initial public offerings (IPOs).

**Key words:** Warsaw Stock Exchange, investors, competitive position



