

# KAPITALIZACJA GPW JAKO MIERNIK ROZWOJU POLSKIEGO RYNKU KAPITAŁOWEGO, KONTEKST REGIONALNY

Arkadiusz NIEDŹWIECKI<sup>1</sup>

## 1. Wstęp

W świetle analizy literatury uprawnione jest stwierdzenie, że przy ocenie roli, jaką giełda papierów wartościowych odgrywa w procesach gospodarczych, mogą być brane pod uwagę pewne wskaźniki, wśród których jednym z pierwszoplanowych jest kapitalizacja. Wielkość ta jest definiowana jako łączna wartość rynkowa udziałowych papierów wartościowych (akcji) będących przedmiotem obrotu giełdowego. W aspekcie tym powszechny jest pogląd, że, im kapitalizacja wyższa, tym giełda finansowa w większym stopniu oddziałuje na gospodarkę.

Jednocześnie regiony administracyjne Polski różnią się między sobą pod względem potencjału rozwojowego, jakim dysponują [6, s. 111–115; 7, s. 63–82]. W związku z tym można domniemywać, iż więcej spółek giełdowych zlokalizowanych powinno być we względnie większych (znaczących) gospodarczo regionach. Przy tym za jedną z kluczowych miar potencjału rozwojowego regionu uważana jest wielkość wytwarzanego na jego obszarze PKB, co zauważa m.in. A. F. Bocian [3, s. 278–280]<sup>2</sup>.

Celem niniejszego opracowania jest charakterystyka umiejscowienia krajowych spółek publicznych w polskiej przestrzeni geograficznej. W związku

---

<sup>1</sup> Dr Arkadiusz Niedźwiecki – Wydział Ekonomii i Zarządzania Uniwersytetu w Białymstoku.

<sup>2</sup> Kwestie rozwoju regionalnego oraz dynamiki polskiego rynku kapitałowego oraz konkurencyjności przedsiębiorstw znajdują się w kręgu głównych zainteresowań badawczych autora przedmiotowego opracowania. W związku z tym nawiązuje ono twórczo do wyników badań zaprezentowanych m.in. w: *Kapitalizacja jako miernik rozwoju subrynków akcji GPW, kontekst regionalny*, [w:] red. Bocian A. F., *Podlasie – dwie dekady transformacji*, Wydawnictwo Uniwersytetu w Białymstoku, Białystok 2008.

W niniejszym opracowaniu wykorzystano wyniki badań realizowanych przez autora w okresie: styczeń 2011 – marzec 2011 w projekcie: „Badania i rozwój w gospodarce opartej na wiedzy” finansowanym ze środków Europejskiego Funduszu Społecznego w ramach Priorytetu IV. Szkolnictwo wyższe i nauka, Działanie 4.2. Rozwój kwalifikacji kadr systemu B+R i wzrost świadomości roli nauki w rozwoju gospodarczym Programu Operacyjnego Kapitał Ludzki 2007–2013 (UDA-POKL.04.02.00–00–020/09–00).

z tym za celowe uważa się zobrazowanie problematyki kapitalizacji spółek publicznych w kontekście ich lokalizacji regionalnej. Ta z kolei wymaga odniesień do teorii lokalizacji działalności gospodarczej.

## **2. Lokalizacja działalności gospodarczej a giełda finansowa**

Lokalizacja jest rozumiana jako kategoria umiejscowienia i realizacji inwestycji, co odnosi się m.in. do lokalizacji działalności podmiotów gospodarczych w skali regionalnej, jak też inwestycji kapitałowych, w przypadku których transfery finansowe mogą być realizowane za pomocą giełdy papierów wartościowych. W opinii autora, na współcześnie rozwijane koncepcje lokalizacji działalności gospodarczej niebagatelny wpływ mają badania korzyści związanych z punktowym skupieniem konsumentów i producentów, prace w zakresie regionalnym (w tym odnośnie ośrodków centralnych), a także opracowania A. Marshalla, jak też ukształtowana m.in. w oparciu o jego poglądy koncepcja gron M. E. Portera. Wg autora, problematyka lokowania działalności gospodarczej jest szczególnie istotna dla spółek akcyjnych, a więc podmiotów względnie ukształtowanych organizacyjnie oraz kształtujących silne więzi kooperacyjne ze współpracującymi z nimi kooperantami.

Jedną z pierwszych teorii lokalizacji przedsiębiorstwa przemysłowego jest koncepcja W. Launhardta. Charakteryzuje ona „problem trzech punktów”, którego rozwiązaniem stanowi optymalna lokalizacja produkcyjna. W koncepcji tej rozpatruje się przestrzeń pomiędzy wierzchołkami trójkąta, którymi są: rynek zbytu produkcji jednego wyrobu po kosztach niezależnych od skali produkcji, a także dwa wykorzystywane źródła surowcowe. W związku z poglądami W. Launhardta optymalna lokalizacja powinna zapewniać minimalne całkowite koszty transportu na jednostkę produkcji, co, jak się uważa, stanowi bezpośrednie nawiązanie do wcześniejszej koncepcji „renty położenia” J. H. von Thüнена.

W opinii autora, za rozwinięcie wcześniejszych koncepcji lokalizacji działalności gospodarczej można również uznać wprowadzanie przez A. Webera do tematyki rozważań ekonomicznych dodatkowych czynników mających wpływ na optymalną lokalizację przedsiębiorstwa. A. Weber zalicza do nich: koszty pracy oraz korzyści aglomeracji wynikające ze skupienia w jednym punkcie zarówno producentów, jak i konsumentów produkcji. Uważa się przy tym, iż zwłaszcza drugi z wymienionych czynników lokalizacyjnych może być przedmiotem analizy w mikroskali, ale też – być rozpatrywany jako prorozwojowy w warunkach gospodarki regionalnej.

Według A. Webera, optymalną lokalizację wyznacza najniższa możliwa wartość sumy iloczynów wagi i odległości transportu wszystkich surowców i półfabrykatów do zakładu produkcyjnego oraz produkcji gotowej do miejsca sprzedaży. Przy tym w celu osiągnięcia jak najwyższej przychodowości, działalność gospodarcza powinna zostać ulokowana dość blisko zasobów, albo we względnie małej odległości od rynków zbytu, czego odzwierciedleniem jest

koncepcja izodapan. A. Weber określa również tzw. czynnik lokalizacji, a więc pierwszoplanową przesłankę oddziałującą na konkretne decyzje w aspekcie lokalizacji. W opinii autora, na uwagę zasługuje również odniesienie w jego koncepcjach do problematyki efektywności, odzwierciedlone w pojęciu wskaźnika materiałowego, czyli jednostkowego zużycia surowców w procesie produkcyjnym.

W świetle analizy literatury należy stwierdzić, że teoria ośrodków centralnych W. Christallera określa prawidłowości charakterystyczne dla rozmieszczenia oraz hierarchii osiedli – rozwijających się ośrodków konsumpcji i zaspokajającej ją produkcji. Zdaniem autora, koncepcja ta wzbogaca wcześniejsze badania przesłanek lokalizacji działalności gospodarczej, które koncentrowały się przede wszystkim na sferze podażowej. W. Christaller odnosi się do dynamiki kształtowania się sieci osadniczej rozumianej jako system, w którym znajdują odzwierciedlenie prawa ekonomiczne i społeczne, „niezależnie od miejsca i czasu”. Analizuje zależności między liczbą, wielkością i rozmieszczeniem miast, które, wg niego, stanowią istotny element struktury krajobrazu gospodarczego. Ich wzrost, zwłaszcza w kategoriach ludnościowych i związanych z nimi realnych możliwości konsumpcyjnych, może przyczynić się do intensyfikacji procesów rozwojowych na względnie dużym obszarze, a więc również wspomagać tworzenie zasobów kapitałowych.

W. Christaller mianem ośrodka centralnego określa miasto, czyli centrum społeczno-ekonomiczne danego regionu; również w aspekcie zgromadzonych zasobów finansowych, a więc pośrednio – możliwości kreacji kapitału. Wskazuje przy tym, iż ośrodki centralne zlokalizowane w danym systemie gospodarczym różnią się wielkością. Jednocześnie ośrodków względnie dużych jest relatywnie mało, za to względnie małych – dość dużo. Ośrodki „wyższego rzędu” oddziałują na większe obszary i spełniają więcej funkcji centralnych. Oferują dobra podstawowe, ale przede wszystkim odgrywają rolę właśnie w zaspokojeniu potrzeb wyższego rzędu. W przeciwieństwie do nich mniejsze ośrodki zapewniają konsumentom niższy poziom zaspokojenia potrzeb. W związku z tym ze społecznego punktu widzenia konieczny staje się ruch osobowy w kierunku ośrodków „wyższego rzędu”, co dodatkowo dynamizuje ich wzrost, jak też przyspiesza cyrkulację środków finansowych, ma również wpływ na względnie efektywną alokację kapitału.

Konsumpcyjna oraz, jak się uważa, pośrednio – produkcyjna, ranga dóbr rynkowych w koncepcji W. Christallera określana jest poprzez przestrzenny zasięg ich sprzedaży. Jednocześnie odległość tę rozumie się nie tylko w aspekcie odległości pokonywanej w celu realizacji transakcji kupna – sprzedaży, ale przede wszystkim w sensie ekonomicznym, jako kategorię czasu i kosztu, co, zdaniem autora, poszerza przedmiot analizy W. Christallera, zwłaszcza w porównaniu z koncepcjami J. H. von Thüнена i W. Launhardta.

Jak się powszechnie uważa, charakterystyczną cechą teorii W. Christallera jest również układ geometryczny wyodrębnionych rynkowych obszarów gospo-

darowania. Mają one kształt sześcioboków, a więc tworzą układ heksagonalny. Przy tym obszary wyższego rzędu są wielokrotnością obszarów niższego rzędu.

Z kolei T. Palander wskazuje, że wielkość obszarów rynkowego oddziaływania poszczególnych podmiotów gospodarczych jest zależna od czynników odzwierciedlających siłę nabywczą, jak też możliwości produkcyjne. Zalicza do nich: wysokość płac oraz jakość siły roboczej, zasoby energetyczne i materiałowe, stan budynków fabrycznych, cenę ziemi i rentę gruntową, możliwości transportowe, odzwierciedlone m.in. w rozwoju infrastruktury komunikacyjnej, możliwości kooperacji produkcyjnej, sytuację finansową podmiotu gospodarczego oraz możliwości pozyskania zewnętrznych źródeł finansowania, warunki życia ludności, poziom podaży i popytu na towary produkowane przez przedsiębiorstwo, rynkowe działania konkurencji, poziom opodatkowania w regionie.

Według T. Palandera, między lokalizacją przedsiębiorstw i ich obszarami rynkowymi zachodzi współzależność, ponieważ „lokalizacja określa przestrzenną rozciągłość obszarów rynkowych, a wielkość obszarów rynkowych jest współwyznacznikiem optymalnej lokalizacji przedsiębiorstw”. Dlatego też optymalna lokalizacja w jego koncepcji oznacza możliwości efektywnego (maksymalizującego zyski) funkcjonowania przedsiębiorstwa na rynku lokalnym w warunkach konkurencji. Jest przy tym rozumiana jako kategoria industrialna, ponieważ dotyczy w szczególności działalności przemysłowej.

A. Lösch za kryterium optymalnej lokalizacji gospodarczej przyjął, podobnie jak T. Palander, maksymalizację zysku generowaną w toku działalności rynkowej. Wg założeń teorii gospodarki przestrzennej A. Löscha, w momencie początkowym rynki zbytu poszczególnych producentów tego samego wyrobu (wyrobów substytucyjnych) mają kształt koła, co zapewnia minimalizację kosztów transportu. Przy tym rynek działalności konkretnego producenta „nakłada się” na obszar oddziaływania innego – konkurencyjnego przedsiębiorstwa. Właśnie ta, „wspólna” dla kilku firm przestrzeń, stanowi miejsce konkurencji, czego wynikiem jest niwelowanie z rynku podmiotów charakteryzujących się względnie niskim poziomem efektywności. W wyniku procesów gospodarczych rynki, na których działają poszczególne przedsiębiorstwa, w odległym horyzoncie czasowym zmieniają kształt z kołowego na sześciokątny. W ten sposób powstaje modelowy układ obszaru gospodarczego, gdzie rynki jednostkowe mają kształt heksagonalny, wypełniając przestrzeń na kształt „plastra miodu”.

W ramach teorii okręgów przemysłowych A. Marshall wykazał kilka źródeł wzrostu produktywności przedsiębiorstw prowadzących działalność w dystrykcie. Można do nich zaliczyć: łatwiejszy i szybszy przepływ wiedzy między przedsiębiorstwami, kreowanie poprzez wspierające sektory przemysłu wyspecjalizowanych czynników produkcji towarowej i usług oraz ukształtowanie się dostosowanego do potrzeb okręgu rynku wykwalifikowanych i przedsiębiorczych pracowników. W związku z tym koncentracja względnie przedsiębiorstw o podobnym profilu daje korzyści zewnętrzne, które przyczyniają się do rozwo-

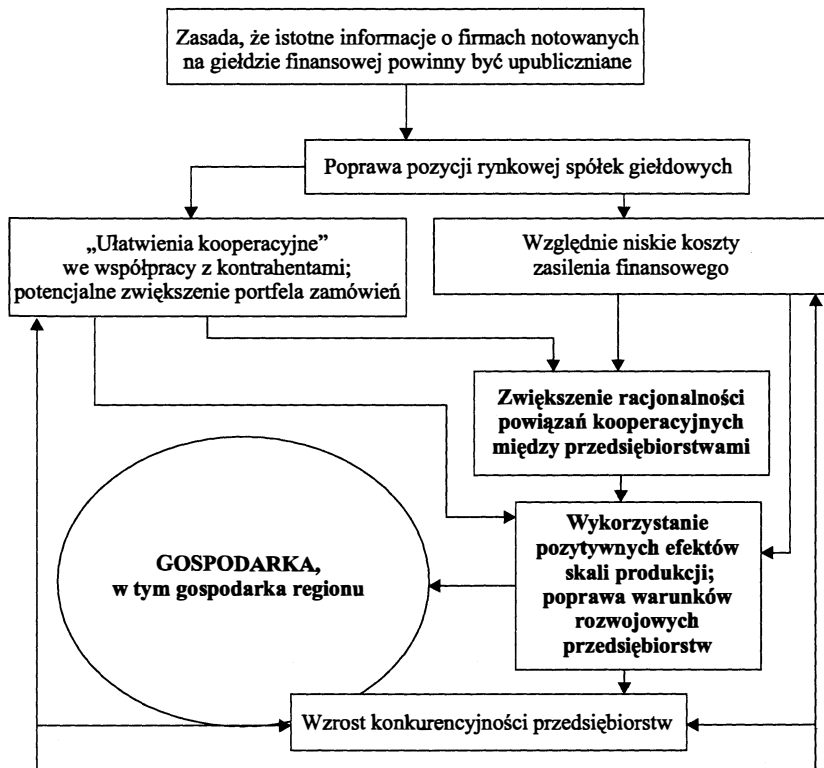
ju całego terytorium (regionu). Jednocześnie, jak wskazują E. Szultka, T. Brodnicki i E. Wojnicka, bieżąca lokalizacja przemysłu wynika zazwyczaj z jego fizycznych właściwości, jednak w odleglejszej perspektywie czasowej prowadzi do zgromadzenia na danym terenie pewnych wyspecjalizowanych kompetencji; często powstaje na nim również koncentracja działalności komplementarnej względem głównej, co podnosi dodatkowo pozycję konkurencyjną danej branży, w rezultacie zmniejsza też wrażliwość danego regionu na zakłócenia gospodarcze. W kontekście tym należy zwrócić uwagę na koncepcje aktywizacji rozwoju regionów niejako „od dołu”, w szczególności teorię rozwoju endogenicznego, która podkreśla znaczenie powstawania nowych przedsiębiorstw, jakie kreują innowacyjne rozwiązania technologiczne, organizacyjne, jak też wprowadzają na rynek nowe produkty. W związku z tym nabierają znaczenia działania nakierowane na kreację działalności badawczo-rozwojowej wdrażanej zwłaszcza przez podmioty mające znaczny potencjał konkurencyjny, do jakich można zaliczyć spółki publiczne [11, s. 8].

Według M. E. Portera, przedsiębiorstwa osiągają przewagę konkurencyjną dzięki presji na wprowadzenie zmian, czego ilustracją jest diament konkurencyjności, który jest traktowany jako „system odpowiedzialny za osiągnięcie przewagi konkurencyjnej danych sektorów w określonych lokalizacjach” [11, s. 10]. Należy zauważyć, że, aby diament składający się ze wzajemnie na siebie oddziałujących czynników (zasoby, popyt, sektory pokrewne i wspomagające, strategia oraz rywalizacja firm) zaczął sprawnie funkcjonować, niezbędne jest występowanie z jednej strony koncentracji przestrzennej, a z drugiej – rywalizacji pomiędzy przedsiębiorstwami z danego sektora obserwowanej w skali gospodarki narodowej. Wg M. E. Portera, pierwszy ze wskazanych aspektów może być skutecznie realizowany w ramach klastrów (gron). Przy czym są one definiowane jako znajdująca się w geograficznym sąsiedztwie grupa przedsiębiorstw i powiązanych z nimi instytucji zajmujących się określoną dziedziną, połączona podobieństwami i wzajemnie się uzupełniająca [11, s. 7]. Można przy tym wskazać pewne czynniki stymulujące rozwój gron i kreujące korzyści na rzecz jego uczestników, wśród których wymienia się: rozszerzenie oferty zaopatrzeniowej i produktowej w klastrze, wzrost interakcji między współpracującymi podmiotami gospodarczymi funkcjonującymi i wykształcony przez nie względnie wysoki poziom specjalizacji, a także dość niskie koszty transakcyjne oraz ograniczenie niepewności działalności gospodarczej podmiotów uczestniczących w klastrze. Przy tej okazji należy nadmienić, iż podmiotami wchodzącymi w skład klastra mogą być instytucje finansowe, w tym banki oraz ubezpieczyciele, których akcje są notowane na giełdzie papierów wartościowych.

Grona stanowią skupienia (lub ogniska) wzrostu gospodarczego, co z kolei nawiązuje do koncepcji bieguna wzrostu i teorii polaryzacji F. Perroux. Twierdzi on, że wzrost przejawia się ze zmienną intensywnością w postaci punktów, albo biegunów wzrostu, cechujących się wysokim natężeniem procesów wzrostowych, rozchodzi się głównymi kanałami i ze zmiennymi skutkami dla całej

gospodarki, czego efektem jest „przestrzeń spolaryzowana”. F. Perroux wskazuje przy tym na rolę gospodarczą wiodących branż, które ze względu na rozmiar, siłę rynkową oraz innowacyjność wywierają znaczący wpływ na procesy rozwojowe w pozostałych dziedzinach systemu gospodarczego. Takie kluczowe branże (albo działające w nich konkretne przedsiębiorstwa) stanowią obok regionów bieguny wzrostu, które ukierunkowują cyrkulację czynników produkcji, w tym kapitału. Należy podkreślić, że koncepcja stref wzrostu została wzbogacona przez E. Dahmena, który wskazał na współzależność przedsiębiorstw i branż przemysłowych jako determinantę rozprzestrzeniania się wiedzy i umiejętności, aktywizującą również powstawanie nowych działalności biznesowych. Z kolei J. Boudeville zwraca uwagę na rolę ośrodków miejskich w dynamizacji procesów rozwojowych w skali regionalnej, wskazując na ich wielorakie oddziaływanie na obszary, w których są zlokalizowane. J. Boudeville wymienia m.in. „bieguny integracji” wywołujące w przestrzeni efekty pobudzenia gospodarczego. Odwołuje się więc w pewnym zakresie do dorobku W. Christallera.

### Schemat 1. Giełda papierów wartościowych a wzrost efektywności użycia kapitału w gospodarce



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [2, s. 25].

Reasumując, na lokalizację działalności gospodarczej mają wpływ zarówno produkty zmienne związane z popytem na produktu wytwarzane przez podmioty gospodarcze, ale również czynniki podażowe, w tym realne możliwości produkcyjne odzwierciedlone w majątku produkcyjnym oraz źródłach zaopatrzenia materiałowo-surowcowego, jak również konkurencja i wieloaspektowa współpraca podmiotów gospodarczych. Ilustracją relacji, które zauważają wskazani badacze, w kontekście giełdy papierów wartościowych jest Schemat 1.

### 3. Pojęcie kapitalizacji giełdy finansowej

Wartość iloczynu ilości wszystkich wyemitowanych przez daną spółkę akcji oraz ich aktualny kurs określany jest mianem kapitalizacji rejestrowej. Wartości te dla wszystkich przedsiębiorstw notowanych na giełdzie finansowej tworzą rejestrówą kapitalizację giełdy. Z kolei suma wartości wszystkich akcji dopuszczonych do obrotu giełdowego nosi miano kapitalizacji giełdowej i m.in., zdaniem autora oraz P. Kulpaki, pełniej niż kapitalizacja rejestrowa informuje o rzeczywistych możliwościach zawierania transakcji na publicznym rynku kapitałowym, a przez to o jego wielkości i znaczeniu gospodarczym. Jednak w niniejszym opracowaniu, ze względu na zasób dostępnych informacji w kontekście Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, wykorzystuje się dane dotyczące kapitalizacji rejestrowej.

Należy zauważyć, iż, wg A. D. Halla, „kapitalizacja” może oznaczać również całkowitą kwotę zaangażowaną w dane finansowe przedsięwzięcie inwestycyjne, co, w opinii autora, upodabnia pojęcia „kapitalizacji” i „ważonego kosztu kapitału”. A. D. Hall używa również terminu „urynkowienie”, rozpatrując je jako relację kapitalizacji giełdy (co również można odnieść do kapitalizacji giełdowej) oraz produktu krajowego brutto i upatrując w niej jednego z głównych mierników poziomu rozwoju danego rynku kapitału udziałowego [4, s. 278; 5, s. 47].

Z punktu widzenia przyjętej metody badawczej, należy podkreślić, że w analizie kapitalizacji i ilości spółek krajowych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w aspekcie regionalnym przyjęto następujące założenie modelowe: dana spółka publiczna zaliczana jest do regionu, w którym znajduje się jej siedziba. W opinii autora, w warunkach zauważalnej krajowej, jak też zagranicznej, postkryzysowej ekspansji podmiotów gospodarczych w 2011 jest to założenie względnie dyskusyjne. Wydaje się jednak logiczne (nie tylko ze względu na dostępność danych w tym zakresie) nawet w przypadku spółek o silnie rozbudowanych strukturach organizacyjnych, których papiery wartościowe cyrkulują w obrocie giełdowym. Za podmioty takie można uznać m.in. banki prowadzące działalność w Polsce m.in. ze względu na lokalizację ich central w regionach charakteryzujących się relatywnie wysokim potencjałem gospodarczym, w szczególności w województwie mazowieckim (Warszawa), a także ze względu na powszechnie stosowane w instytucjach monetarnych

procedury decyzje (separacja decyzji strategicznych, w szczególności odnoszących się do wielkokwotowego kredytowania korporacyjnego (centrala), od bieżącej działalności sprzedażowej (sieć placówek sprzedażowych)).

#### 4. Wyniki badań empirycznych w zakresie kapitalizacji spółek zlokalizowanych w polskiej przestrzeni gospodarczej

W kontekście problematyki lokalizacji spółek publicznych notowanych na GPW kwestia relacji z produktem krajowym brutto została przedstawiona w kategorii porównań z jego względnym („wydajnościowym”) ujęciem PKB *per capita* i zobrazowana w Tabeli 1., Tabeli 2., jak też na Wykresie 1. i Wykresie 2. Badaniami objęto lata 2000, 2005 oraz 2009. Przy tym, ze względu na rozwój rynku giełdowego w Polsce, dane za 2009 zaprezentowano jako skumulowane informacje charakteryzujące łącznie główny rynek akcyjny GPW oraz New Connect.

Według stanu na koniec 2009, kapitalizacja New Connect stanowiła około 0,58% łącznej kapitalizacji spółek krajowych notowanych na GPW, konkretyzując – jego kapitalizacja wyniosła 2 457,16 mln zł, a kapitalizacja podstawowego parkietu GPW (bez NFI) ukształtowała się na poziomie 418 239,64 mln zł. Na głównym rynku Giełdy notowano 341 spółek krajowych (nie licząc NFI), z kolei na New Connect prowadzono obroty akcjami 100 emitentów [10].

**Tabela 2. Tabela korelacyjna: wskaźniki potencjału rozwojowego a kapitalizacja i ilość spółek publicznych na GPW, ujęcie regionalne, wg stanu na koniec 2005 i 2009**

2005			
wyszczególnienie	kapitalizacja spółek krajowych (poza NFI)	ilość krajowych spółek giełdowych (poza NFI)	PKB <i>per capita</i>
kapitalizacja spółek krajowych (poza NFI), mln zł	1,00	0,95	0,79
ilość spółek krajowych (poza NFI)	0,95	1,00	0,86
PKP <i>per capita</i>	0,79	0,86	1,00
2009			
wyszczególnienie	kapitalizacja spółek krajowych (poza NFI)	ilość krajowych spółek giełdowych (poza NFI)	PKB <i>per capita</i>
kapitalizacja spółek krajowych (poza NFI), mln zł	1,00	0,95	0,88
ilość spółek krajowych (poza NFI)	0,95	1,00	0,92
PKP <i>per capita</i>	0,88	0,92	1,00

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Tabeli 1.



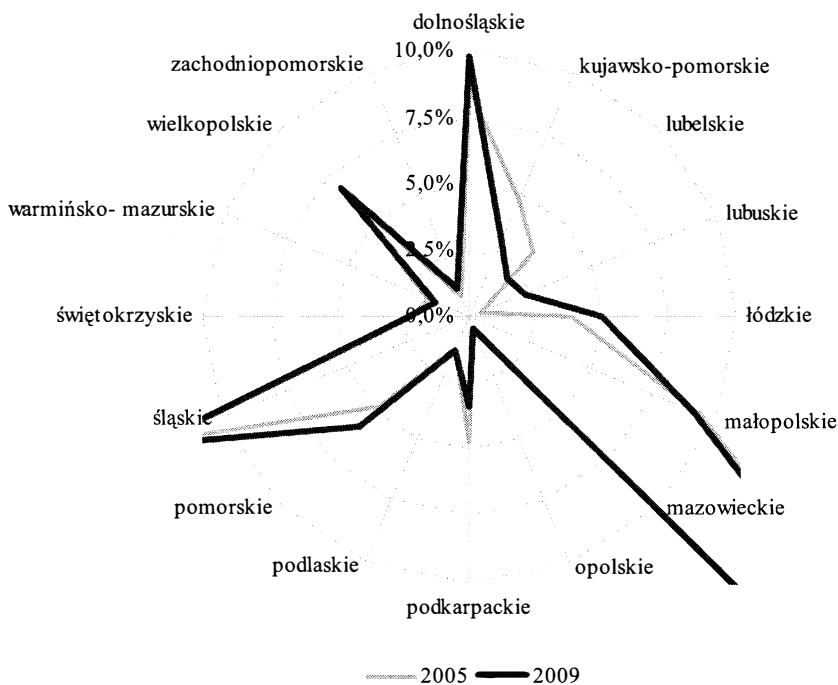
**Tabela 1. Wskaźniki potencjału rozwojowego a kapitalizacja i ilość spółek publicznych na GPW, ujęcie regionalne, wg stanu na koniec 2005 oraz 2009**

region administracyjny	kapitalizacja spółek krajowych (poza NFI), mln zł			ilość spółek krajowych (poza NFI), szt.			PKB <i>per capita</i> , zł			udział w kapitalizacji spółek krajowych (poza NFI)		udział w ilości spółek krajowych (poza NFI) notowanych na GPW	
	2005	2009	dynamika	2005	2009	dynamika	2004	2008	dynamika	2005	2009	2005	2009
dolnośląskie	19 321,42	43 713,79	226%	20	43	215%	24 632	35 989	146%	6,31%	10,39%	8,55%	9,75%
kujawsko-pomorskie	4 124,74	6 640,04	161%	11	14	127%	21 633	28 926	134%	1,35%	1,58%	4,70%	3,17%
lubelskie	14 067,06	3 076,46	22%	8	9	113%	16 777	23 219	138%	4,59%	0,73%	3,42%	2,04%
lubuskie	21,50	4 044,90	18813%	1	10	1000%	21 641	28 709	133%	0,01%	0,96%	0,43%	2,27%
łódzkie	1 645,23	1 801,43	109%	9	22	244%	22 274	31 140	140%	0,54%	0,43%	3,85%	4,99%
małopolskie	27 105,01	13 630,06	50%	22	40	182%	20 671	28 878	140%	8,85%	3,24%	9,40%	9,07%
mazowieckie	201 054,78	275 756,35	137%	82	146	178%	36 636	52 770	144%	65,64%	65,55%	35,04%	33,11%
opolskie	45,30	104,80	231%	1	2	200%	20 785	28 379	137%	0,01%	0,02%	0,43%	0,45%
podkarpackie	3 000,73	8 352,19	278%	11	15	136%	16 886	23 101	137%	0,98%	1,99%	4,70%	3,40%
podlaskie	2 818,95	1 176,11	42%	3	6	200%	18 056	24 434	135%	0,92%	0,28%	1,28%	1,36%
pomorskie	7 504,47	12 872,47	172%	11	26	236%	23 616	31 754	134%	2,45%	3,06%	4,70%	5,90%
śląskie	15 916,53	25 988,07	163%	29	57	197%	27 177	36 126	133%	5,20%	6,18%	12,39%	12,93%
świętokrzyskie	3 749,71	5 058,27	135%	5	10	200%	18 714	26 763	143%	1,22%	1,20%	2,14%	2,27%
warmińsko-mazurskie	656,52	733,57	112%	4	6	150%	18 778	24 814	132%	0,21%	0,17%	1,71%	1,36%
wielkopolskie	3 872,82	17 222,13	445%	15	30	200%	26 001	34 934	134%	1,26%	4,09%	6,41%	6,80%
zachodniopomorskie	1 383,70	526,16	38%	2	5	250%	22 494	30 357	135%	0,45%	0,13%	0,85%	1,13%
razem	306 288,47	420 696,80	137%	234	441	188%	-	-	-	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [8; 9; 10; 12].

Z prezentowanych zestawień wynika, że wielkość jednego z głównych wskaźników obrazujących poziom pro wzrostowego ukształtowania struktury gospodarczej, a w wymiarze dynamicznym, jednego z pierwszoplanowych mierników wzrostu gospodarczego, a więc PKB *per capita* jest silnie skorelowana dodatnio zarówno z kapitalizacją GPW, jak też ilością podmiotów notowanych na niej. Jest to szczególnie widoczne w przypadku roku 2009. Dlatego też, wg autora, uprawniona jest konkluzja, iż stosunkowo duża liczba spółek giełdowych stanowi charakterystykę regionów względnie rozwiniętych, które można traktować jako szczególnie ważne w kreacji produktu krajowego w gospodarce polskiej, co w pewnym stopniu potwierdza i rozszerza wcześniejsze analizy M. Al-Kabera [1, s. 81–82].

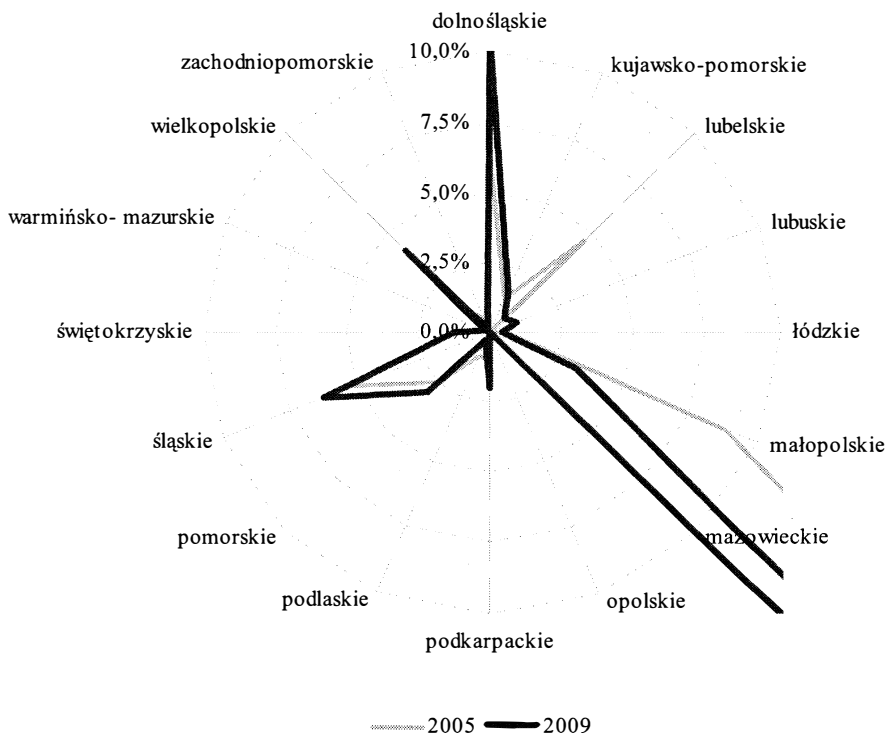
**Wykres 1. Udział poszczególnych regionów w kapitalizacji GPW (poza NFI), wg stanu na koniec 2005 i 2009**



Źródło: Opracowanie własne na podstawie Tabeli 1.

Należy zauważyć, że poziom korelacji jest szczególnie wysoki w kontekście zależności pomiędzy PKB *per capita* a ilością krajowych spółek giełdowych. Uważa się, że może to wynikać w pewnym zakresie z wdrażanych koncepcji strategicznych nie tylko przez spółki charakteryzujące się relatywnie wysoką kapitalizacją, ale również podmioty mniejsze, postrzegające szanse rozwojowe związane z użyciem kapitału udziałowego pozyskanego z rynku publicznego, zlokalizowane nie tylko w województwie mazowieckim, ale też w innych regionach, które można określić jako względnie wysoko rozwinięte i kreujące w znacznej mierze PKB w gospodarce polskiej. Wg stanu na koniec 2005, spółki giełdowe zlokalizowane w województwach: dolnośląskim, małopolskim, śląskim, wielkopolskim oraz pomorskim stanowiły 41% ogółu spółek krajowych notowanych na GPW. Z kolei, wg stanu na koniec 2009, udział spółek publicznych mających siedziby w tych regionach w całkowitej ilości podmiotów notowanych na GPW zwiększył się do 44%. Regiony te wypracowują około 44% PKB gospodarki polskiej [10, 12].

**Wykres 2. Udział poszczególnych regionów w ilości spółek krajowych notowanych na GPW (poza NFI), wg stanu na koniec 2005 i 2009**



Źródło: Opracowanie własne na podstawie Tabeli 1.

W kontekście przeprowadzonych badań nie sposób nie zauważyć dysproporcji między stosownymi wielkościami charakteryzującymi GPW w kontekście województwa mazowieckiego i pozostałych regionów administracyjnych w Polsce. Jak wskazują prezentowane dane, na terenie mazowieckiego zlokalizowane są w szczególności zwłaszcza spółki publiczne, których wartość rynkowa odzwierciedlona kapitalizacją jest relatywnie wysoka (wg stanu na koniec 2005 oraz 2009, blisko  $\frac{2}{3}$  kapitalizacji krajowych spółek giełdowych przyporządkowano regionowi mazowieckiemu, przy około  $\frac{1}{3}$  ilości krajowych podmiotów publicznych notowanych na GPW). Jednocześnie udział w globalnych obrotach na subryнку akcyjnym Giełdy spółek mających siedzibę w regionie mazowieckim należy określić jako szczególnie znaczący, co dotyczy m.in. PKO BP, Pekao i T.P. S.A. (wg stanu na koniec badanych lat, tj.: 31 grudnia 2005 oraz 31 grudnia 2009, obroty ich akcjami stanowiły około jednej trzeciej całkowitych obrotów sesyjnych na GPW).

Jak się uważa, w analizowanym aspekcie szczególnego znaczenia nabierają wizualizacje prezentowane na Wykresach: 1. i 2., niemal jednoznacznie wskazujące na znaczenie podmiotów zlokalizowanych na terenie województwa mazowieckiego dla całkowitej kapitalizacji spółek krajowych Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. W związku z tym uprawniona jest konkluzja, że nie tylko rozpatrywana w kategorii agregatowej, czy sektorowej wartość kapitalizacji decyduje o roli, jaką w alokacji kapitałowej odgrywa Giełda. Ważne w tym zakresie wydaje się również regionalne skupienie, a z drugiej strony rozproszenie wycenianego rynkowo kapitału udziałowego, jaki jest alokowany w spółkach publicznych. Należy podkreślić też fakt, iż GPW organizuje względnie „odmiejscowiony”, jednocześnie (zgodnie z przyjętą koncepcją budowy rynku kapitałowego w Polsce) zdematerializowany rynek papierów wartościowych, na jakim dochodzi do transakcji, w przypadku których strumienie finansowe cyrkulują zwłaszcza w związku z oczekiwaniami odnośnie poziomu zysku z inwestycji kapitałowych.

W opinii autora, umiejscowienie podmiotów krajowych realizujących transakcje papierami wartościowymi ma w takich warunkach znaczenie drugorzędne. W przypadku tym jednak ważne są decyzje inwestorów zagranicznych, realizujących międzynarodowe transfery kapitału, a więc z jednej strony lokujących kapitały finansowe na rynku krajowym, z drugiej – w związku z realizacją zysków kapitałowych (zamykanie pozycji inwestycyjnych), mogących wpłynąć na zmniejszenie całkowitych dostępnych na nim zasobów kapitału. Proces taki można było zaobserwować na GPW m.in. w okresach silnej bessy w 1994<sup>3</sup> oraz

<sup>3</sup> Jeden z najbardziej charakterystycznych okresów „gorączki złota”, a następnie „paniki” miał miejsce na GPW w okresie od kwietnia 1993 do marca 1994. Jak wskazują badania autora, w kwietniu 1993 rozpoczęło się średnioterminowe odchylenie od trendu kształtowania się przeciętnej wartości akcji na GPW, trwające przez następnych kilka miesięcy. Przejawem tego zjawiska było względnie szybkie tempo wzrostu wartości rynkowej spółek notowanych na GPW, jednak przy dość wysokim stopniu nierównowagi (we wskazanym okresie w skali miesięcznej średni stopień realizacji zleceń wyniósł 56,3%, co oznacza niemal dwukrotną przewagę poziomu

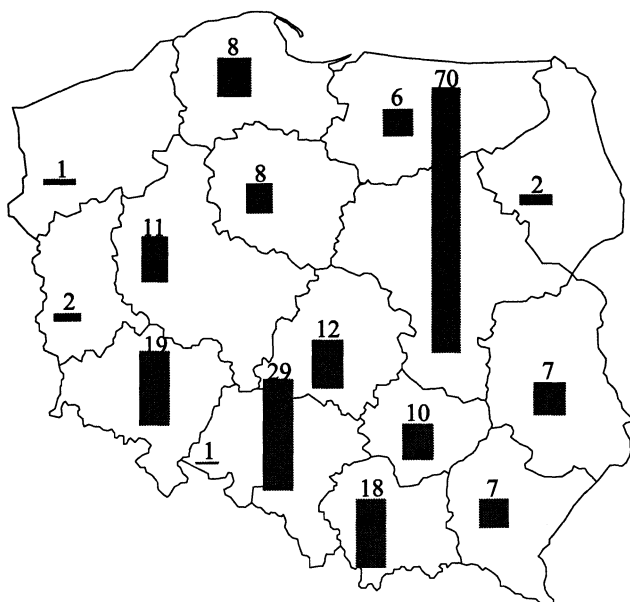
w 2008. Z kolei lokalizacja spółek publicznych, czyli użytkowników kapitału ma dość duże znaczenie w przypadku transferów na pierwotnym rynku kapitału, jak się uważa, w wyniku kreacji podaży walorów lokacyjnych warunkującej sprawność rynku wtórnego organizowanego przez GPW. Strumienie finansowe są bowiem alokowane wówczas bezpośrednio w ramach spółki publicznej (emitera papierów wartościowych), która, biorąc pod uwagę założenia teorii lokalizacji, może być analizowana jako podmiot prowadzący działalność na pewnym względnie małym obszarze (przynajmniej w perspektywie krótkoterminowej). Z kolei poprzez wzrost podmiotu gospodarczego, jaki jest bezpośrednio zasilany kapitałami dostępnymi na rynku publicznym, może być obserwowana aktywizacja regionalnego subsystemu gospodarczego, na którym działa spółka giełdowa (efekt przenikania).

W odniesieniu do ilustracji badań porównawczych okresu 2000, 2005 i 2009 wykorzystano dostępne dane, wg stanów na koniec 2000, 2005 oraz 2009, w związku z czym uwzględniono nie tylko wzrost ilości spółek publicznych w latach 1991–2005, ale również „wycofanie się” niektórych podmiotów z „parkietu” GPW, a z drugiej strony – zmiany w kształtowaniu się wartości ich kapitałów udziałowych wycenianych na publicznym rynku wtórnym. Stosowne informacje przedstawiono na Schematach: 2., 3., 4., 5., 6. i 7., które zbudowano w oparciu o mapy konturowe.

---

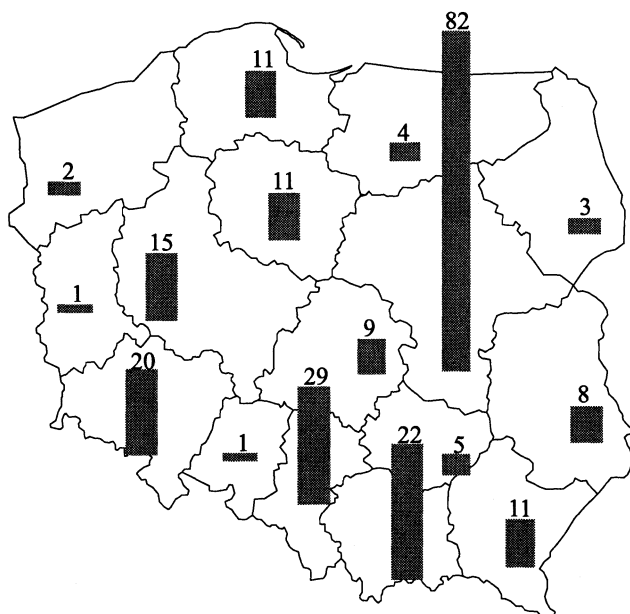
popytu ofertowego nad podażą zgłaszaną na subryнку akcji). „Gorączka złota” ujawniała się tym silniej, im bardziej niedoświadczeni, nastawieni spekulacyjnie inwestorzy uczestniczyli w rynku. Pojawił się specyficzny mechanizm samorealizacji oczekiwań, który był zauważalny do momentu, gdy znaczna część uczestników rynku zdecydowała się na realizację zysków, nie inwestując ponownie na Giełdzie. Koniec zasilenia rynku wtórnego nowym kapitałem oznaczał, ogólnie rzecz ujmując, koniec wzrostu przeciętnej wartości rynkowej spółek publicznych, a zatem wywołany „paniką” spadek notowań jeszcze gwałtowniejszy, gdyż dokonywany w celu wycofania się z inwestycji bez poniesienia strat finansowych.

**Schemat 2. Ilość spółek krajowych na GPW na koniec 2000**

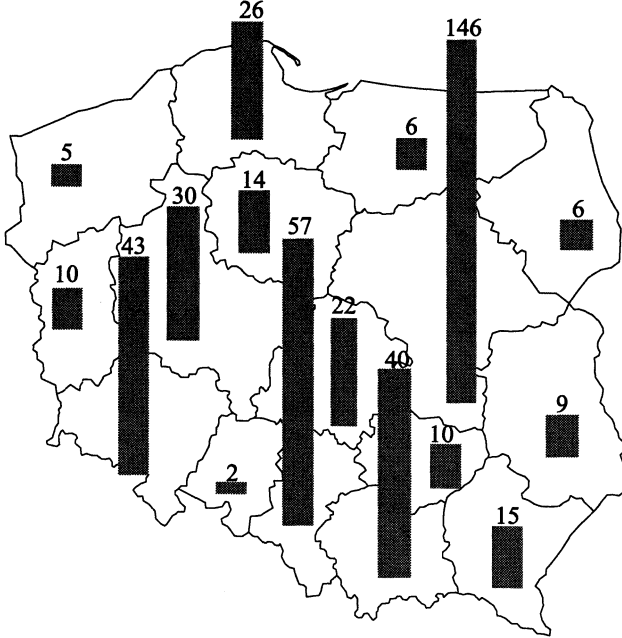


Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [8; 9; 10].

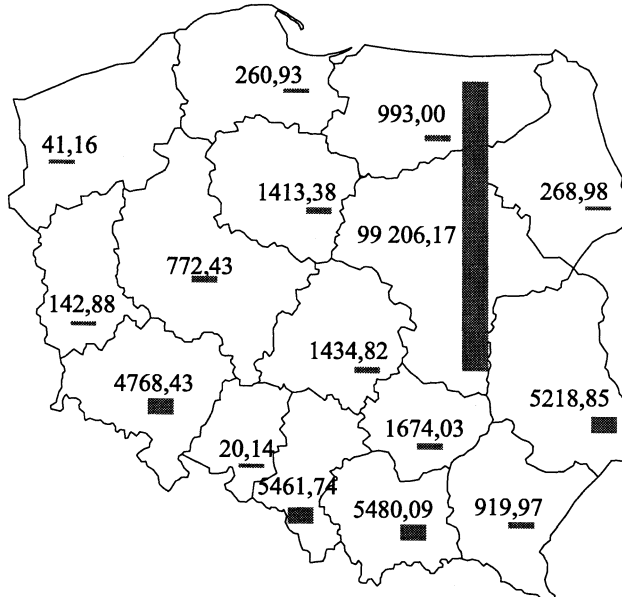
**Schemat 3. Ilość spółek krajowych na GPW na koniec 2005**



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [8; 9; 10].

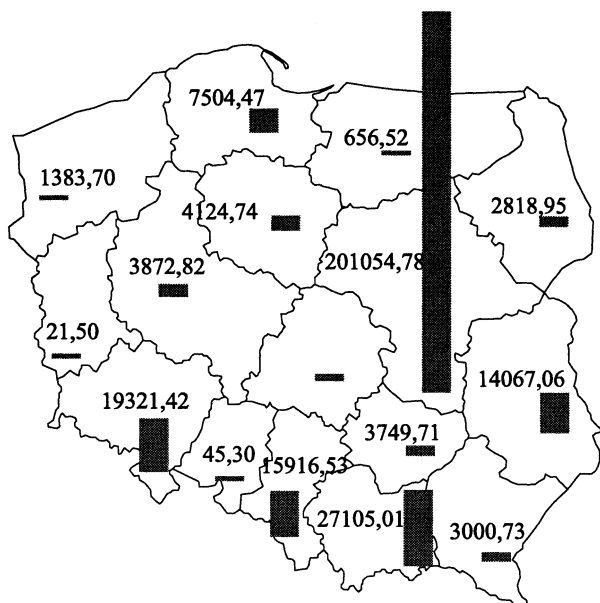
**Schemat 4. Ilość spółek krajowych na GPW na koniec 2009**

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [8; 9; 10].

**Schemat 5. Kapitalizacja spółek krajowych na GPW na koniec 2000, mln zł**

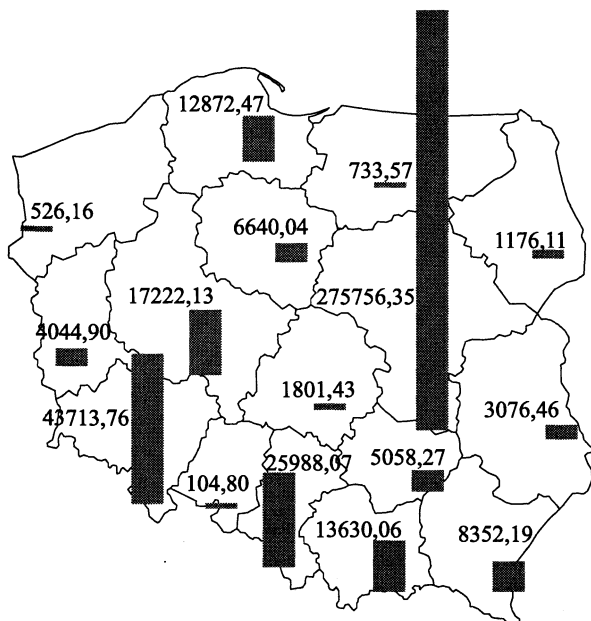
Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [8; 9; 10].

**Schemat 6. Kapitalizacja spółek krajowych na GPW na koniec 2005, mln zł**



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [8; 9; 10].

**Schemat 7. Kapitalizacja spółek krajowych na GPW na koniec 2009, mln zł**



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [8; 9; 10].



W wyniku przeprowadzonych badań w kontekście porównań lat 2000, 2005 oraz 2009 zauważalny jest rozwój subryнку akcyjnego na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie<sup>4</sup>. Miało to miejsce zwłaszcza na bazie potencjału gospodarczego regionu mazowieckiego, głównie Warszawy, jak też kilku innych regionów, w tym śląskiego, dolnośląskiego, małopolskiego, wielkopolskiego oraz pomorskiego. Potwierdza to zauważalną w badanym okresie tendencję do pewnego wzmocnienia potencjału kilku z polskich regionów administracyjnych względem województwa mazowieckiego. Przy tym w przypadku dwóch regionów administracyjnych względnie wysoki udział w kapitalizacji GPW wynika ze zlokalizowania na ich obszarze podmiotów znaczących nie tylko w skali regionalnej, ale też krajowej, prowadzących działania również na rynkach zagranicznych, silnie powiązanych z innymi przedsiębiorstwami; odpowiednio: KGHM i PKN Orlen. Rezultatem tego w przypadku województwa lubelskiego był, wg stanu na koniec 2005, wyższy udział tego regionu w kreacji kapitalizacji Giełdy niż krajowego PKB. Podobne spostrzeżenie odnosi się również do województwa małopolskiego.

Jak się uważa, porównanie danych dotyczących ilości spółek giełdowych mających siedziby w poszczególnych regionach administracyjnych Polski potwierdza ogólny wzrost ich ilości, a także przyrost kapitalizacji, a więc wycenianego rynkowo kapitału, jakim dysponują. Podobnie, jak w przypadku oceny regionalnego potencjału rozwojowego, porównując stosowne wielkości, wg stanu na koniec 2000, 2005 oraz 2009 można zauważyć w układzie regionalnym pewną tendencję do wyrównywania się zarówno ilości spółek publicznych, jak też ich kapitału wartościowanego na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. W opinii autora, może być to związane z procesami rozwojowymi zachodzącymi w gospodarce polskiej, w wyniku których spółki kapitałowe mające siedziby zwłaszcza w województwach charakteryzujących się relatywnie wysokim potencjałem rozwojowym wykorzystują nie tylko wewnętrzne i zwrotne zewnętrzne instrumenty finansowania, ale też zasilają się na publicznym rynku kapitału udziałowego. Jak się uważa, nie bez znaczenia w tym względzie pozostają również działania aktywizujące potencjalnych emitentów (i inwestorów) realizowane przez Giełdę nie tylko w jej siedzibie (Warszawa), ale również w innych ośrodkach miejskich.

Mimo to znamienne jest jednak, iż w przypadku wielkości charakteryzujących GPW dysproporcje międzyregionalne, wg stanu na koniec poszczególnych lat, są nadal widoczne. Ponadto godny uwagi w tym aspekcie jest również charakterystyczny dla regionu mazowieckiego największy przyrost wartości ryn-

<sup>4</sup> Jak wskazują inne badania (m.in. prowadzone przez autora), w skali kraju region mazowiecki cechuje się zdecydowanie najwyższym potencjałem gospodarczym we wszystkich latach analizowanego okresu. Region ten zajmuje również czołową pozycję w rankingu regionalnym w zakresie wartości, przyrostu i dynamiki wytwarzanego w nim produktu krajowego brutto per capita (w okresie 2000–2008 przeciętny udział regionu mazowieckiego w PKB Polski wyniósł 21%, a jego przeciętna dynamika (rok do roku) ukształtowała się na poziomie 108,2% – średnia krajowa to 107,5%) [12].

kowej kapitału spółek publicznych notowanych na GPW, wg stanu na koniec 2009 w stosunku do 2000, świadczący o znacznej polaryzacji rozwojowej w warunkach gospodarki polskiej.

Nawiązując do kwestii dynamiki wzrostu kapitalizacji GPW, wg stanu na koniec 2005 wobec stanu z 2000, należy zwrócić uwagę na jej znaczący poziom w przypadku regionu wielkopolskiego (501%), pomorskiego (2876%) oraz zachodniopomorskiego (3362%), jak też regionu podlaskiego (1048%), w którego jednak przypadku stanowi ona przede wszystkim wynik „niskiej bazy początkowej” (wg stanu na koniec 2000 kapitalizacja spółek z tego regionu stanowiła 0,21% całkowitej kapitalizacji spółek krajowych na GPW, a, wg stanu na koniec 2005 – 0,92%).

Z kolei w zakresie dynamiki wzrostowej 2009 a 2005 należy zauważyć w szczególności znaczny wzrost kapitalizacji charakteryzującej region lubuski (18813%), co było związane z upublicznieniem Bogdanki.

## **5. Podsumowanie**

W kontekście wzrostu ilości krajowych spółek giełdowych oraz wartości rynkowej ich kapitału, odzwierciedlonej w poziomie kapitalizacji, znamienny jest decydujący udział regionu mazowieckiego, co odnosi się do każdego roku w badanym okresie. Jednak oprócz upublicznienia spółek zlokalizowanych właśnie w tym regionie administracyjnym dla wzrostu podstawowych wielkości charakteryzujących Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie w okresie odniesienia miało też pewne znaczenie uplasowanie instrumentów udziałowych podmiotów mających siedzibę w innych regionach, zwłaszcza cechujących się względnie wysokim potencjałem rozwojowym.

Należy wyrazić pogląd o możliwości kontynuacji i rozszerzenia stosownych badań w przyszłości, których przedmiotem mogą być procesy wyrównywania się, czy też względnej polaryzacji regionalnego układu kapitalizacji spółek publicznych w polskim systemie gospodarczym, jak też ich wpływu (być może sprzężenia zwrotnego) w kontekście konkurencyjności regionalnej.

## **Literatura**

- [1] Al-Kaber M., *Stopień kapitalizacji polskiego rynku kapitałowego*, „Optimum. Studia Ekonomiczne” 2002 nr 1.
- [2] Bagniewski O., *Tworzenie się rynków papierów wartościowych w Europie Środkowej i Wschodniej*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 1994.
- [3] Bocian A. F., *Podlasie – potrzeby i możliwości budowy strategii zmian*, [w]: Bocian A. F. (red.), *Podlasie – strategia zmian*, Wydawnictwo Uniwersytetu w Białymstoku, Białystok 2007.
- [4] Hall A. D., *Getting Started in Stocks*, John Wiley & Sons Inc., New York 1997.

- [5] Kulpaka P., *Rola publicznego rynku papierów wartościowych w procesie alokacji kapitałów w gospodarce polskiej na tle sektora bankowego*, „Bank i Kredyt” 2004, nr 1.
- [6] Perło D., Perło D., *Zróżnicowanie regionalne w Polsce*, [w]: Bocian A. F. (red.), *Podlasie a procesy integracji*, Wydawnictwo Uniwersytetu w Białymstoku, Białystok 2005.
- [7] Perło D., *Poziom rozwoju społecznego polskich regionów – konsekwencje integracji*, [w:] Bocian A. F. (red.), *Rozwój regionalny – konsekwencje integracji*, Fundacja Promocji Rozwoju Podlasia, Białystok 2005.
- [8] „Rocznik Giełdowy 2001”, opracowanie i publikacja GPW, Warszawa 2001.
- [9] „Rocznik Giełdowy 2006”, opracowanie i publikacja GPW, Warszawa 2006.
- [10] „Rocznik Giełdowy 2010”, opracowanie i publikacja GPW, Warszawa 2010.
- [11] Szultka S., Brodnicki T., Wojnicka E., *Klasy – trochę teorii*, [w:] Szultka S. (red.), *Klasy, innowacyjne wyzwanie dla Polski*, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk, 2004.
- [12] baza danych lokalnych Głównego Urzędu Statystycznego, [http://www.stat.gov.pl/bdl/app/dane\\_podgrup.display?p\\_id=300051&p\\_token=0.6763701481437129](http://www.stat.gov.pl/bdl/app/dane_podgrup.display?p_id=300051&p_token=0.6763701481437129), 10.03.2011.