

KAPITALIZACJA JAKO MIERNIK ROZWOJU SUBRYNKU AKCJI GPW, KONTEKST REGIONALNY

Arkadiusz NIEDŹWIECKI¹

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, czyli łączna wartość rynkowa (udziałowych) papierów wartościowych będących przedmiotem obrotu giełdowego. Jednocześnie powszechny jest pogląd, że im jest ona wyższa, tym giełda finansowa w większym stopniu oddziałuje na gospodarkę [Hall 1997, s. 278; Kulpaka 2004, s. 47]².

Jednocześnie regiony administracyjne Polski różnią się między sobą pod względem potencjału rozwojowego, jakim dysponują [Perło 2005, s. 111 – 115; Perło 2005, 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 [Bocian 2007, s. 278 – 280]³.

¹ Mgr Arkadiusz Niedźwiecki – Wydział Ekonomii i Zarządzania Uniwersytetu w Białymstoku.

² Wartość iloczynu ilości wszystkich wyemitowanych przez daną spółkę akcji oraz ich aktualny kurs jest określany mianem kapitalizacji rejestrowej. Wartości te dla wszystkich przedsiębiorstw notowanych na giełdzie finansowej tworzą **rejestrową kapitalizację giełdy**. Z kolei suma wartości wszystkich akcji, dopuszczonych do obrotu giełdowego, nosi miano **kapitalizacji giełdowej** i, zdaniem P. Kulpaki, pełniej niż kapitalizacja rejestrowa informuje o rzeczywistych możliwościach zawierania transakcji na danym rynku, a przez to o jego wielkości i znaczeniu gospodarczym. Mimo to 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 niejako pojęcia **kapitalizacji** i **ważonego kosztu kapitału**. A. D. Hall używa również terminu **urynkowanie**, 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.

³ 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 jest zaliczana do regionu, w którym znajduje się jej siedziba. W opinii autora, w warunkach zauważalnej krajowej, jak też zagranicznej, ekspansji podmiotów gospodarczych jest to założenie względnie dyskusyjne. Wydaje się jednak logiczne

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.

Tabela 1. Wskaźniki potencjału rozwojowego a kapitalizacja i ilość spółek publicznych na GPW, ujęcie regionalne, wg stanu na koniec 2005 (PKB – 2004)

Region	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)
dolnośląskie	19 321,42	20	24 632	6,31%
kujawsko- pomorskie	4 124,74	11	21 633	1,35%
lubelskie	14 067,06	8	16 777	4,59%
lubuskie	21,50	1	21 641	0,01%
łódzkie	1 645,23	9	22 274	0,54%
małopolskie	27 105,01	22	20 671	8,85%
mazowieckie	201 054,78	82	36 636	65,64%
opolskie	45,30	1	20 785	0,01%
podkarpackie	3 000,73	11	16 886	0,98%
podlaskie	2 818,95	3	18 056	0,92%
pomorskie	7 504,47	11	23 616	2,45%
śląskie	15 916,53	29	27 177	5,20%
świętokrzyskie	3 749,71	5	18 714	1,22%
warmińsko-mazurskie	656,52	4	18 778	0,21%
wielkopolskie	3 872,82	15	26 001	1,26%
zachodniopomorskie	1 383,70	2	22 494	0,45%

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Rocznik... 2001; Rocznik ... 2006].

(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, takich jak banki, 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 decyzyjne (separacja decyzji strategicznych, w szczególności odnoszących się do wielkokwotowego kredytowania korporacyjnego (centrala), od bieżącej działalności sprzedażowej (sieć placówek sprzedażowych)).

Tabela 2. Tabela korelacyjna: wskaźniki potencjału rozwojowego a kapitalizacja i ilość spółek publicznych na GPW, ujęcie regionalne, wg stanu na koniec 2005 (PKB – 2004)

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

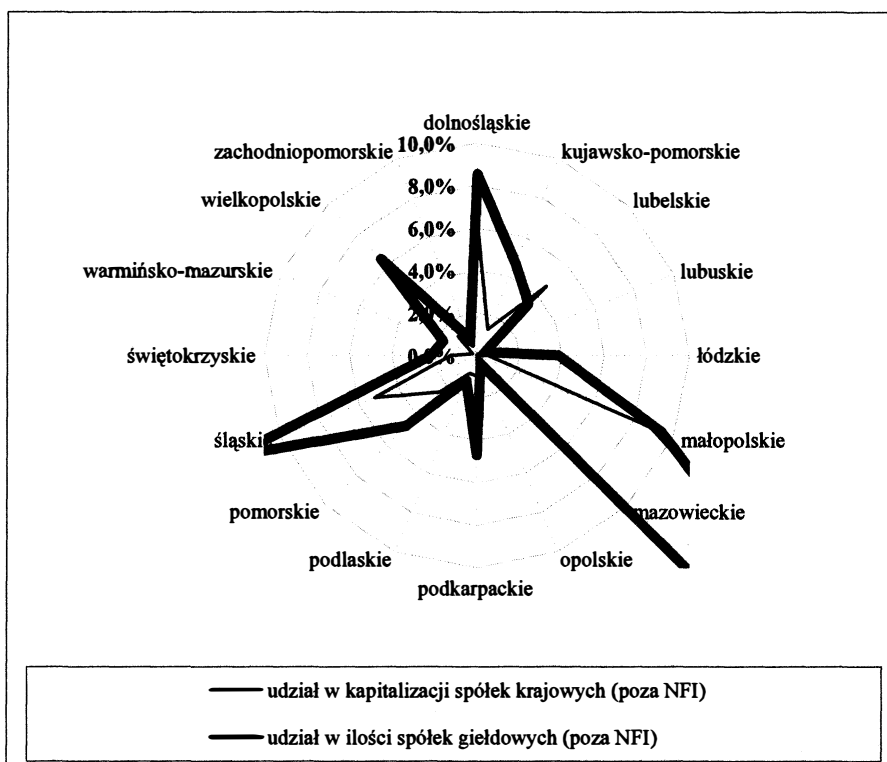
Źródło: Opracowanie własne na podstawie tabeli 1.

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. 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 [Al-Kaber 2002, s. 81 – 82]. Należy zauważyć przy tym, 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, również 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 r., spółki giełdowe zlokalizowane w województwach: dolnośląskim, małopolskim, śląskim, wielkopolskim oraz pomorskim stanowiły 41% ogółu spółek krajowych notowanych na GPW; w regionach tych wypracowano w 2004 r. 44% PKB gospodarki polskiej.

Jednocześnie jednak, w kontekście przeprowadzonych badań, nie sposób nie zauważyć dysproporcji między stosownymi wielkościami charakteryzującymi GPW w kontekście województwa mazowieckiego i pozostałymi regionami administracyjnymi w Polsce. Jak wskazują prezentowane dane, na terenie województwa mazowieckiego zlokalizowane są w szczególności zwłaszcza spółki publiczne, których wartość rynkowa odzwierciedlona kapitalizacją jest relatyw-

nie wysoka (wg stanu na koniec 2005 r., 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 31 grudnia 2005 r., obroty ich akcjami stanowiły 31% całkowitych obrotów sesyjnych na GPW).

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



Źródło: Opracowanie własne na podstawie tabeli 1.

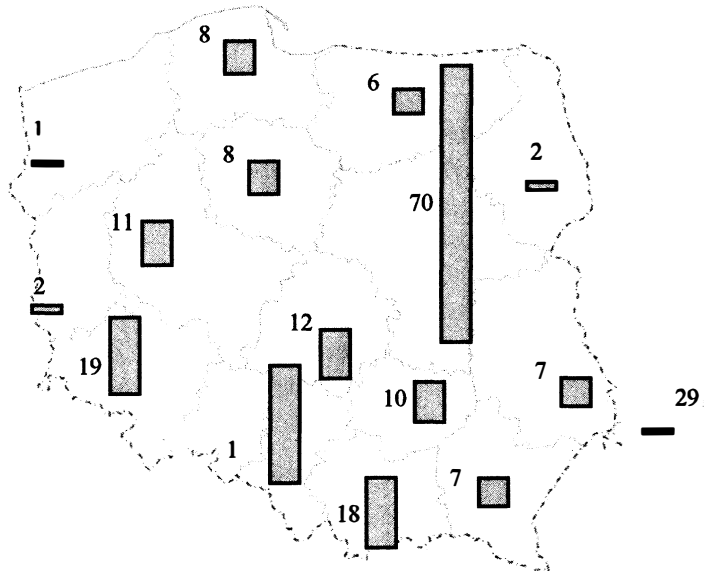
Jak się uważa, w analizowanym aspekcie szczególnego znaczenia nabiera wizualizacja prezentowana na wykresie 1., niemal jednoznacznie wskazująca na znaczenie podmiotów zlokalizowanych na terenie województwa mazowieckiego dla całkowitej kapitalizacji spółek krajowych Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. 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 wy-

daje się również regionalne skupienie, a z drugiej strony rozproszenie wycenianego rynkowo kapitału udziałowego, jaki jest alokowany w spółkach publicznych. Przy tym należy podkreślić fakt, iż GPW organizuje względnie „odmiejszczone”, 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 znaczenie mają 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. 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 (emitenta 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).

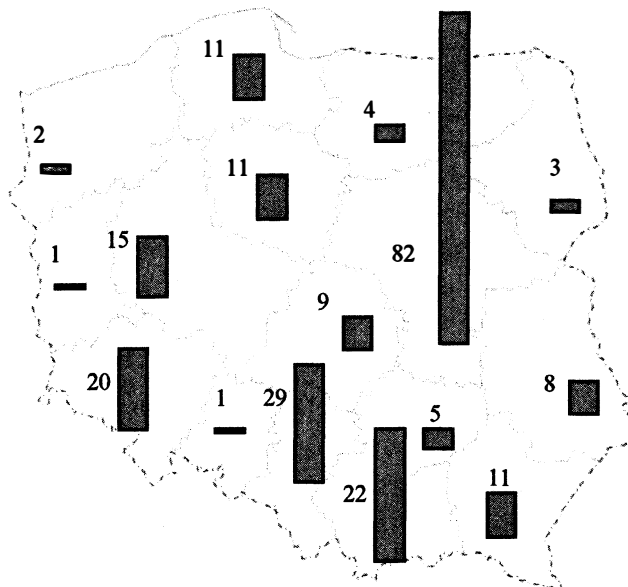
W odniesieniu do ilustracji badań porównawczych okresu 2000 r. i 2005 r. wykorzystano dostępne dane, wg stanów na koniec 2000 r. i 2005 r., w związku z czym uwzględniono nie tylko wzrost ilości spółek publicznych w latach 1991-2005, ale również „wycofanie się” niektórych podmiotów z „parkietu” GPW, a z drugiej strony zmiany w kształtowaniu się wartości ich kapitałów udziałowych wycenianych na publicznym rynku wtórnym. Stosowne informacje przedstawiono na schematach: 1., 2., 3. i 4., które zbudowano w oparciu o mapy konturowe.

Schemat 1. Ilość spółek krajowych na GPW na koniec 2000 r., szt.

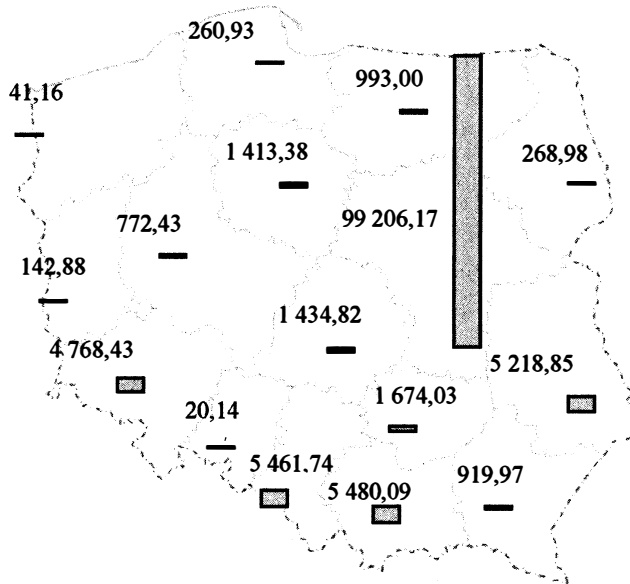


Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [Rocznik Giełdowy... 2001; Rocznik Giełdowy... 2006].

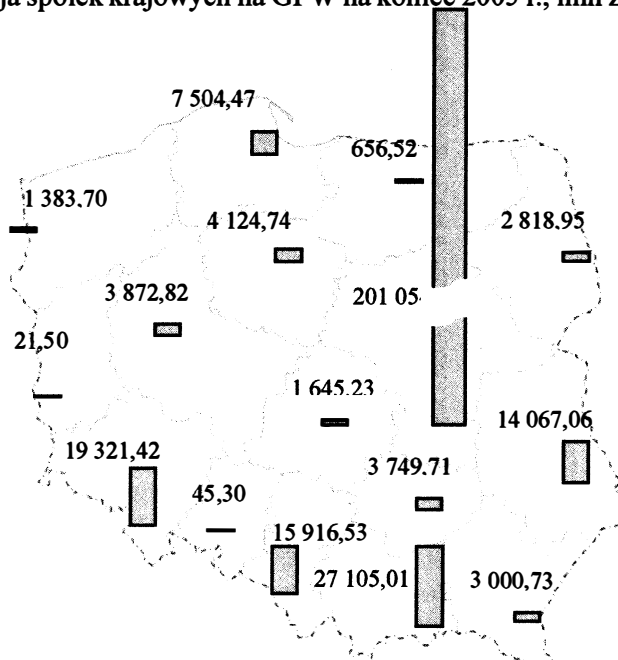
Schemat 2. Ilość spółek krajowych na GPW na koniec 2005 r., szt.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [Rocznik ... 2001; Rocznik ... 2006].

Schemat 3. Kapitalizacja spółek krajowych na GPW na koniec 2000 r., mln zł

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [Rocznik... 2001; Rocznik ... 2006].

Schemat 4. Kapitalizacja spółek krajowych na GPW na koniec 2005 r., mln zł

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: [Rocznik ... 2001; Rocznik ... 2006].

W wyniku przeprowadzonych badań w kontekście porównań lat 2000 i 2005, zauważalny jest rozwój subryнку akcyjnego na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, zwłaszcza na bazie potencjału gospodarczego regionu mazowieckiego, głównie Warszawy, ale również kilku innych regionów, w tym śląskiego, dolnośląskiego, małopolskiego, lubelskiego 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 ostatnich z wymienionych regionów, 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; odpowiednio: KGHM i PKN Orlen. Rezultatem tego w przypadku województwa lubelskiego jest, wg stanu na koniec 2005 r., wyższy udział tego regionu w kreacji kapitalizacji Giełdy niż krajowego PKB. Podobne spostrzeżenie odnosi się również do województwa małopolskiego.

Jak się uważa, porównanie danych odnośnie 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 r. i 2005 r., 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 2005 r., są nadal widoczne. Ponadto, godny uwagi w tym aspekcie jest również charakterystyczny dla regionu mazowieckiego największy przyrost wartości rynkowej kapitału spółek publicznych notowanych na GPW, wg stanu na koniec 2005 r. w stosunku do 2000 r., stanowiący 57% globalnego wzrostu kapitalizacji spółek krajowych, notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w tym okresie, którego dynamika wyniosła 203%. Jednocześnie dla ujmowanego w ujęciu ilościowym, jak też w aspekcie kapitalizacji rozwoju rynku akcyjnego, organizowanego przez Giełdę w latach 1991 – 2005, decydujące znaczenie miały decyzje

podejmowane przez (i wobec) upublicznianych podmiotów gospodarczych, mających siedzibę w regionie mazowieckim.

Nawiązując do kwestii dynamiki wzrostu kapitalizacji GPW, wg stanu na koniec 2005 r. wobec stanu z 2000 r., 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 r. kapitalizacja spółek z tego regionu stanowiła 0,21% całkowitej kapitalizacji spółek krajowych na GPW, a wg stanu na koniec 2005 r. – 0,92%).

2. Podsumowanie

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

Literatura

- Al-Kaber M. 2002 *Stopień kapitalizacji polskiego rynku kapitałowego*, „Optimum. Studia Ekonomiczne”, nr 1.
- Bocian A.F. 2007 *Podlasie – potrzeby i możliwości budowy strategii zmian*, [w]: *Podlasie – strategia zmian*, red. A.F. Bocian, Białystok.
- Hall A.D. 1997 *Getting Started in Stocks*, New York.
- Kulpaka P. 2004 *Rola publicznego rynku papierów wartościowych w procesie alokacji kapitałów w gospodarce polskiej na tle sektora bankowego*, „Bank i Kredyt”, nr 1.
- Perło D., Perło D. 2005 *Zróżnicowanie regionalne w Polsce*, [w]: *Podlasie a procesy integracji*, red. A.F. Bocian, Białystok.
- Perło D. 2005 *Poziom rozwoju społecznego polskich regionów – konsekwencje integracji*, [w:] *Rozwój regionalny – konsekwencje integracji*, red. A.F. Bocian, Białystok.
- Rocznik Giełdowy 2001 2001*, Warszawa.
- Rocznik Giełdowy 2006 2006*, Warszawa.