



INSTYTUT BADAŃ NAD GOSPODARKĄ RYNKOWĄ

Bohdan Wyznikiewicz

Giełda i gospodarka

Analiza makroekonomiczna

Wprowadzenie

Dziewięcioletni okres działania Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie skłania do podsumowania okresu, w którym nastąpiło odbudowanie rynku kapitałowego, jednej z najważniejszych instytucji gospodarki rynkowej. Punktów patrzenia na rynek kapitałowy, na osiąganie przez ten rynek dojrzałości i efektywności może być wiele. W tym opracowaniu analizowane są wzajemne powiązania, zależności i korzyści, jakie odnosi gospodarka z giełdy i jakie uzyskują z gospodarki uczestnicy rynku kapitałowego w Polsce. Analiza przeprowadzona jest z perspektywy makroekonomicznej.

Przedmiotem zainteresowania jest znaczenie giełdy w polskiej gospodarce, siła jej oddziaływania na gospodarkę, a także zależności między koniunkturą makroekonomiczną a koniunkturą giełdową. Przeprowadzone zostało też porównanie wyników finansowych spółek giełdowych z wynikami innych przedsiębiorstw w Polsce. Spółki notowane na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych uznawane są bowiem przez jednych za podmioty gospodarcze o parametrach efektywnościowych znacznie lepszych niż ma to miejsce przeciętnie w gospodarce, podczas gdy inni wyrażają opinie, że nie ma większych różnic w zachowaniach efektywnościowych obu rodzajów spółek. Oczekiwania uzyskiwania lepszych wyników przez spółki giełdowe mają uzasadnienie w fakcie spełniania wysokich wymogów kapitałowych i uzyskiwania odpowiednio korzystnych wskaźników efektywnościowych określanych przez Komisję Papierów Wartościowych i Giełd przy ubieganiu się o status spółek publicznych i dopuszczeniu do publicznego obrotu. Obowiązek regularnego ujawniania najważniejszych informacji z działalności wymusza na spółkach energiczne działania efektywnościowe w warunkach konkurencji na giełdzie z innymi spółkami.

Odniesienie najważniejszych parametrów gospodarczych spółek giełdowych do takich samych parametrów całej gospodarki napotyka na trudności, wynikające z braku bezpośrednio porównywalnych danych. Ogólnie dostępne dane statystyczne i informacje dotyczące spółek giełdowych zestawiane są w sposób na tyle odmienny, że zawężają możliwość porównań, a przy innych zmuszają do przyjmowania upraszczających założeń.

Koniunktura makroekonomiczna a koniunktura giełdowa

Panuje dość powszechna opinia, że znaczenie spółek giełdowych w gospodarce Polski nie jest na tyle duże, by istniała współzależność między koniunkturą makroekonomiczną a koniunkturą giełdową. Śledząc rozwój wydarzeń od początku działania GPW w roku 1991 do roku 1996 nie dało się stwierdzić istnienia ani jakiegokolwiek zależności korelacyjnej, ani związków przyczynowo-skutkowych między zmianami w gospodarce a zmianami na giełdzie. Po roku 1993 sytuacja kształtowała się w taki sposób, że stałemu wzrostowi gospodarczemu w warunkach dobrej lub bardzo dobrej koniunktury makroekonomicznej towarzyszyło dość istotne „falowanie” koniunktury giełdowej, co można tłumaczyć okresem zbierania doświadczeń przez giełdę lub osiągania przez nią dojrzałości. W okresie tym sytuacja makroekonomiczna nie miała istotniejszego wpływu na zmiany koniunktury giełdowej.

Sytuacja taka wynikała z dwóch zasadniczych przyczyn. Po pierwsze, liczba spółek giełdowych w pierwszej połowie lat 90. była nieznaczna. Po drugie, sektorowa struktura produkcji dóbr i usług spółek giełdowych odbiegała w sposób znaczący od sektorowej struktury gospodarki Polski. W składzie spółek giełdowych nadmiernie – w stosunku do całej gospodarki – reprezentowany był sektor bankowy, a niedostatecznie reprezentowany był przemysł, szczególnie sektor przemysłu ciężkiego i energetyki; brak było też znaczącej reprezentacji sektorów usługowych, takich jak transport, turystyka czy telekomunikacja.

W drugiej połowie lat 90. sytuacja zmieniła się zauważalnie. Na rynkach GPW notowanych było coraz więcej spółek, rozszerzała się też ich reprezentacja sektorowa, co w dużym przybliżeniu oznacza zbliżanie się struktury produkcyjnej spółek notowanych na giełdzie do struktury produkcji gospodarki narodowej. Między końcem roku 1995 a końcem roku 1999 liczba spółek notowanych na rynku podstawowym wzrosła z 53 do 120, a liczba spółek notowanych na rynku równoległym z 12 do 61. Spółki wchodzące na giełdę reprezentowały coraz więcej sektorów, rozszerzał się zwłaszcza sektor usług.

Zależność między zmianami koniunktury makroekonomicznej a koniunktury giełdowej poddaliśmy analizie w okresach kwartalnych. Zmiany koniunktury makroekonomicznej reprezentowane są przez tempo wzrostu produktu krajowego brutto wobec analogicznego kwartału poprzedniego roku¹⁾, a zmiany koniunktury giełdowej przez procentowy wzrost średniej wartości indeksu giełdowego WIG również w stosunku do kwartału z poprzedniego roku w latach 1995–1999.

Poniższy wykres jest graficzną ilustracją badanej zależności. Do roku 1995 nie pojawiła się zależność między tempem wzrostu PKB i WIG. Roczne tempo wzrostu PKB w roku 1995 wyniosło 7 procent i było najwyższe w ciągu dekady lat 90. Wskaźnik giełdowy WIG w tym okresie wzrastał po załamaniu z roku 1994 i w końcu roku 1995 osiągnął wartość zaledwie 7585,9 punktu.

W roku 1996 tempo wzrostu PKB i zmiany indeksu WIG wskazywały tendencję wzrostową. W latach 1997–1999 oba analizowane wskaźniki dość nieoczekiwanie wykazywały zbliżone tendencje, przy czym kwartalne zmiany średniej wartości indeksu WIG zachowywały się wyprzedzająco wobec kwartalnego tempa wzrostu PKB²⁾. Powstała zatem sytuacja, w której zmiany indeksu WIG zachowują się jak tak zwany barometr koniunktury. W krajach wysoko rozwiniętych gospodarczo o rozbudowanym rynku kapitałowym jest to zjawisko stosunkowo częste.

Fakt stwierdzenia stosunkowo wyraźnych, wyprzedzających zmian indeksu WIG wobec rocznego tempa wzrostu PKB w kwartałach trzech kolejnych lat, nie oznacza jeszcze, że jest to trwała tendencja, która ma szansę pojawiania się również w przyszłości. Jest to

jednak zjawisko warte odnotowania i zasługujące na baczniejszą obserwację w przyszłości.

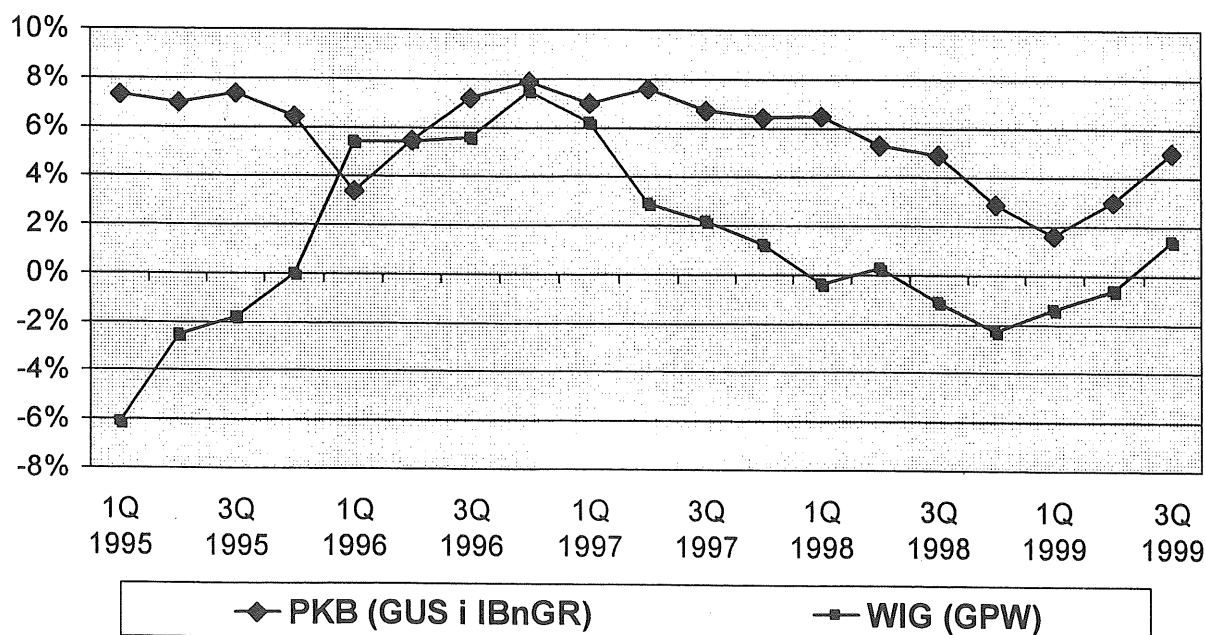
Wyjaśnienie stwierdzonej prawidłowości może być również takie, że zmiany zarówno koniunktury makroekonomicznej, jak i giełdowej w Polsce następują pod wpływem czynników zewnętrznych jako rezultat otwarcia gospodarki na świat. Zmiany PKB następują w wyniku zmian koniunktury makroekonomicznej w krajach Unii Europejskiej, zaś zmiany indeksu WIG są odzwierciedleniem tendencji na światowych giełdach papierów wartościowych. Jeżeli w gospodarce światowej istnieje związek między koniunkturą makroekonomiczną i koniunkturą giełdową, to można postawić tezę, że jest on „importowany” do Polski. W takim przypadku stwierdzona zależność nie jest rezultatem związków i powiązań giełdy i gospodarki na poziomie krajowych mechanizmów rynkowych.

Udział spółek giełdowych w gospodarce³⁾

Spółki giełdowe według stanu z 31 grudnia 1999 roku stanowiły zaledwie 0,7 procentu liczby przedsiębiorstw zatrudniających ponad 50 osób w przemyśle i 20 osób (duże przedsiębiorstwa) w innych działalnościach. Udział zatrudnionych w 181 spółkach giełdowych kształtował się na poziomie nieco ponad 3 proc. zatrudnienia w tej grupie przedsiębiorstw w roku 1998. Przychody netto spółek giełdowych systematycznie powiększały się w drugiej połowie lat 90. i osiągnęły ponad 10 proc. w roku 1999. Wynika to zarówno z przyrostu przychodów, jak i z faktu wchodzenia na giełdę nowych spółek.

Poniższe zestawienie przedstawia spółki giełdowe na tle grupy przedsiębiorstw, które są do nich podobne

Wzrost PKB i zmodyfikowanego WIG do kwartału poprzedniego roku



pod względem wielkości. Pominięcie w takim zestawieniu mniejszych przedsiębiorstw zatrudniających kilka czy kilkanaście osób wydaje się zasadne.

Tab. 1. Udziały spółek giełdowych w zbiorowości dużych przedsiębiorstw w latach 1995-1999 (w procentach)

| | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 |
|-------------------------------|------|------|------|------|------|
| Liczba przedsiębiorstw | 0,3 | 0,3 | 0,5 | 0,6 | 0,7 |
| Zatrudnienie | 2,5 | 2,6 | 2,8 | 3,1 | x |
| Przychody netto | 5,1 | 5,0 | 5,9 | 8,0 | 10,1 |
| Wynik finansowy brutto | 13,0 | 12,5 | 23,0 | 41,0 | 65,8 |
| Podatek dochodowy | 9,6 | 9,3 | 19,6 | 27,0 | 31,0 |
| Nakłady inwestycyjne | 4,4 | 4,5 | 6,3 | 11,9 | 13,6 |

Źródło: Wyniki finansowe spółek giełdowych po IV kwartale 1999 roku, Notoria Serwis sp. z o.o., zeszyt 1/2000; Biuletyny Statystyczne GUS 1996-2000.

Udziały najważniejszych wielkości ekonomicznych w sposób jednoznaczny pokazują odmiennosc spółek giełdowych w porównaniu z innymi przedsiębiorstwami, szczególnie pod względem efektywności i skuteczności ekonomicznej. Świadczą o tym udziały w wynikach finansowych i podatku dochodowym dużych przedsiębiorstw przewyższające odpowiednie udziały w przychodach i w zatrudnieniu. Innymi słowy, spółki giełdowe osiągają znacznie większe zyski niż – średnio biorąc – inne przedsiębiorstwa.

Równie spektakularnie przedstawia się zestawienie wskaźników rentowności obrotu brutto i netto w spółkach giełdowych na tle przedsiębiorstw w całej gospodarce. Wskaźniki te są kilkakrotnie wyższe

Tab. 2. Wskaźniki rentowności obrotu spółek giełdowych i dużych przedsiębiorstw w latach 1997-1999 (w procentach)

| | 1997 | 1998 | 1999 |
|---------------------------------|------|------|------|
| Rentowność obrotu brutto | | | |
| Giełda - rentowność ważona* | 18,8 | 11,1 | 17,0 |
| Giełda ogółem | 13,9 | 10,3 | 9,5 |
| Gospodarka | 3,6 | 2,0 | 1,5 |
| Rentowność obrotu netto | | | |
| Giełda - rentowność ważona* | 11,2 | 4,5 | 9,7 |
| Giełda ogółem | 8,6 | 5,7 | 6,0 |
| Gospodarka | 1,8 | 0,6 | 0,2 |

Źródło: Wyniki finansowe spółek giełdowych po IV kwartale 1999 roku, Notoria Serwis sp. z o.o., zeszyt 1/2000; Biuletyny Statystyczne GUS 1996-2000.

* Rentowność ważona wart. rynkową obliczona jest dla spółek rynku podstawowego.

w przypadku spółek giełdowych. W dużej mierze wynika to z faktu, że spółki giełdowe stosunkowo rzadko ponoszą straty na działalności, co w przypadku przedsiębiorstw pozostających poza giełdą jest zjawiskiem dość częstym.

Również korzystniej w spółkach giełdowych niż w dużych przedsiębiorstwach przedstawiają się przyrosty analizowanych wielkości w latach 1997-1999. Jest to tym bardziej warte podkreślenia, że spółkom giełdowym trudniej jest niż innym przedsiębiorstwom utrzymać wysoki przyrost przychodów i osiągać wysokie stopy zysku w dłuższych okresach.

Tab. 3. Dynamika wzrostu ważniejszych wielkości w dużych przedsiębiorstwach i w spółkach giełdowych w latach 1997-1999 w stosunku do roku poprzedniego (w procentach)

| | 1997 | 1998 | 1999 |
|---|-------|-------|-------|
| Dynamika przychodów netto | | | |
| Giełda - przychody ważne* | 121,7 | 103,2 | 83,3 |
| Giełda - przyrost średniego przychodu | 38,6 | 21,3 | 32,0 |
| Gospodarka | 31,0 | 16,5 | 13,1 |
| Dynamika zysku netto | | | |
| Giełda - zysk ważony* | 143,0 | 14,0 | 46,0 |
| Giełda - przyrost średniego zysku | 43,8 | -19,1 | 36,7 |
| Gospodarka | 41,4 | -58,1 | -64,2 |
| Dynamika nakładów inwestycyjnych | | | |
| Giełda | 27,3 | 82,5 | 20,1 |
| Gospodarka | 37,2 | 29,3 | 12,2 |

Źródło: Wyniki finansowe spółek giełdowych po IV kwartale 1999 roku, Notoria Serwis sp. z o.o., zeszyt 1/2000; Biuletyny Statystyczne GUS 1996-2000.

* Ważone wartością rynkową są wskaźniki dla spółek rynku podstawowego.

Warto zwrócić uwagę na bardzo wysoki przyrost nakładów inwestycyjnych w spółkach giełdowych. Jest to z jednej strony konsekwencja wysokiej zyskowności tych spółek, a z drugiej strony strategia przeznaczania znacznych środków na rozwój, co pozwala na osiąganie korzystnych wskaźników efektywnościowych również w przyszłych okresach.

Udział spółek giełdowych w PKB Polski

Najpopularniejszym, syntetycznym miernikiem znaczenia spółek giełdowych w gospodarce jest relacja ich wartości rynkowej do PKB. Wskaźnik ten jest dość niestabilny i może się zmieniać w dowolnym czasie w wyniku zmian koniunktury giełdowej i towarzyszącej tym zmianom cen akcji. Bardziej stabilnie zachowuje się alternatywny wskaźnik przedstawiający udział spółek giełdowych w tworzeniu produktu krajowego brutto. Informacje dostarczane w raportach spółek nie zawierają wszystkich niezbędnych danych, które umożliwiłyby przeprowadze-

nie precyzyjnych obliczeń z tego zakresu. Możliwe jest natomiast dokonanie obliczeń szacunkowych na podstawie informacji pośrednich.

Przeprowadzone szacunki wskazują, że udział w produkcji krajowym brutto Polski 181 spółek giełdowych notowanych na GPW w końcu grudnia 1999 roku znajdował się w przedziale między 15 a 17 procent. Bardziej precyzyjne obliczenia nie są możliwe z powodu braku informacji o kosztach działalności spółek giełdowych. W latach 1995 i 1996 udziały takie były szacowane na 3,4 i 4 procent.

Pozyskiwanie kapitału przez spółki giełdowe

Jednym z najważniejszych powodów uczestnictwa spółek w giełdzie papierów wartościowych jest możliwość pozyskiwania kapitału na rozwój w drodze emisji akcji. Poniższa tablica pokazuje relację środków uzyskiwanych przez spółki giełdowe z emisji akcji do wartości rzeczowych nakładów inwestycyjnych w całej gospodarce narodowej w latach 1995–1999.

Środki, pochodzące z emisji akcji, jakie znalazły się w dyspozycji spółek giełdowych w latach 1997–1999 i mogły być przeznaczone na inwestycje i rozwój nie przekroczyły w żadnym z tych lat wartości 4 mld złotych. Mimo że jest to pokaźna kwota, w relacji do wartości nakładów inwestycyjnych w dużych przedsiębior-

stwach nie stanowi ona pokaźnej wielkości. Również w relacji do udziałów spółek giełdowych w przychodach dużych przedsiębiorstw udział środków pozyskiwanych na giełdzie w wartości nakładów inwestycyjnych nie jest imponujący.

Tablica 1. przedstawia udział spółek giełdowych w inwestycjach dużych przedsiębiorstw. Z porównania ostatniego wiersza tablicy 1. z pierwszym wierszem tablicy 4. wynika, że w roku 1997 prawie całość środków uzyskanych z emisji akcji mogła być wykorzystana na inwestycje rzeczowe, a w latach 1998 i 1999 coraz mniejsza ich część. Świadczy to o tym, że spółki giełdowe w coraz większym stopniu finansują inwestycje z innych źródeł niż emisja akcji.

Spółki giełdowe w sektorach gospodarki

Spółki giełdowe wywodzą się z różnych działalności gospodarczych, jednak nie obejmują swym zasięgiem całej gospodarki. Tablica 5. pokazuje udział spółek giełdowych w latach 1997 i 1998 w 10 wybranych sektorach, w których spółki te prowadzą działalność. Sektory te reprezentowane są przez przedsiębiorstwa zatrudniające ponad 50 osób w przemyśle i ponad 20 osób w pozostałych działalnościach. Podział na sektory jest zgodny z klasyfikacją sektorową stosowaną przez GPW SA przy obliczaniu giełdowych indeksów sektorowych.

Największe znaczenie, zgodnie z oczekiwaniami, spółki giełdowe mają w sektorze bankowym oraz w przemyśle metalowym. Obecność takich spółek jest też zauważalna w przemyśle chemicznym i elektromaszynowym.

Zupełnie inna sytuacja ma miejsce w budownictwie i handlu. Działalność budowlana prowadzona jest w Polsce przez ponad 4 tysiące przedsiębiorstw zatrudniających ponad 20 osób. Obecność kilkunastu, nawet największych spółek budowlanych nie może przyczynić się do istotniejszego reprezentowania spółek budowlanych na giełdzie. Podobnie jest w handlu, gdzie liczba „dużych” firm przekracza 8 tysięcy.

W większości sektorów udziały spółek giełdowych w wyniku finansowym brutto i w nakładach inwestycyjnych są większe niż w przychodach. Ponownie

Tab. 4. Udział środków z emisji akcji spółek giełdowych w nakładach inwestycyjnych dużych przedsiębiorstw i całej gospodarki w latach 1997–1999 [(w procentach)]

| | 1997 | 1998 | 1999 |
|--|------|------|------|
| Udział w inwestycjach dużych przedsiębiorstw | 6,2 | 5,2 | 4,3 |
| Udział w inwestycjach gospodarki narodowej | 4,0 | 3,4 | b.d. |

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych KPWiG i Biuletynów Statystycznych GUS.

Tab. 5. Udziały spółek giełdowych w sektorach gospodarki (w procentach)

| | Zatrudnienie | | Przychody | | Wynik finansowy brutto | | Nakłady inwestycyjne | |
|------------------|--------------|------|-----------|------|------------------------|------|----------------------|------|
| | 1997 | 1998 | 1997 | 1998 | 1997 | 1998 | 1997 | 1998 |
| Spożywczy | 3,5 | 3,6 | 7,8 | 7,4 | 15,7 | 17,2 | 8,8 | 7,9 |
| Lekki | 2,5 | 2,4 | 4,7 | 4,6 | 7,1 | x | 8,0 | 8,9 |
| Drzewny | 2,5 | 3,0 | 5,8 | 4,8 | 8,1 | x | 19,8 | 7,9 |
| Chemiczny | 7,3 | 7,1 | 8,4 | 8,2 | 14,9 | 16,7 | 12,7 | 11,0 |
| Elektromaszynowy | 4,1 | 4,1 | 6,6 | 6,8 | 5,2 | 13,0 | 9,4 | 11,3 |
| Metalowy | 8,1 | 7,6 | 20,2 | 24,6 | x | x | 23,1 | 26,8 |
| Bankowy | 14,4 | 14,9 | 21,4 | 25,0 | 41,4 | 57,4 | 17,3 | 17,9 |
| Ubezpieczeniowy | x | x | 1,6 | 2,7 | x | x | x | x |
| Handel | 0,1 | 0,2 | 0,2 | 0,9 | 0,5 | 2,6 | 0,5 | x |
| Budownictwo | 2,0 | 2,5 | 7,8 | 9,7 | 12,1 | 14,5 | 4,5 | 4,2 |

Źródło: Wyniki finansowe spółek giełdowych po IV kwartale 1999 roku, Notoria Serwis sp. z o.o., zeszyt 1/2000; Biuletyn Statystyczne GUS 1996–2000.

świadczy to o większej efektywności ekonomicznej spółek giełdowych niż przedsiębiorstw pozostających poza giełdą.

Podsumowanie

Analiza przeprowadzona z perspektywy makroekonomicznej jednoznacznie wskazuje na wzajemne korzyści z działania rynku kapitałowego dla giełdy i gospodarki. Spółki notowane na giełdzie wykazują lepszą efektywność i skuteczność gospodarczą niż przedsiębiorstwa spoza giełdy. Pokazują to jednoznacznie wskaźniki dynamiki i efektywności gospodarowania. Spółki giełdowe wykazują większą skłonność do inwestowania niż przedsiębiorstwa spoza giełdy, chociaż wykorzystują one możliwości pozyskiwania kapitałów na rynku kapitałowym w ograniczonym zakresie. Fakty te upoważniają do stwierdzenia, że giełda prowadzi do racjonalnej alokacji kapitału w stopniu praktycznie nieosiągalnym bez korzystania z jej mechanizmów.

Korzyści gospodarki wyrażają się także w nadawaniu jej większej dynamiki przez szybko rozwijające się spółki giełdowe. Rozszerzanie listy sektorów reprezentowanych na GPW przyczynia się do poszerzenia obszarów działania pozytywnych impulsów wzrosto-

wych, efektywnościowych i alokacyjnych płynących z rynków kapitałowych.

Zidentyfikowana i opisana w opracowaniu zależność między zmianami koniunktury giełdowej i koniunktury makroekonomicznej świadczy o dojrzwaniu mechanizmów gospodarki rynkowej w Polsce. Ponadto umożliwia ona przeprowadzanie potrzebnych i ważnych analiz makroekonomicznych o charakterze diagnostycznym i prognostycznym.

Bohdan Wyznikiewicz

PRZYPISY

- ¹⁾ Z uwagi na krótki szereg czasowy danych dla kwartalnego PKB w Polsce, nie jest możliwe wyrównanie tego szeregu przez eliminację wahań sezonowych, roczną zmianę PKB określa się zatem jako zmianę wolumenu PKB wobec analogicznego kwartału poprzedniego roku.
- ²⁾ W latach 1996-1999 stwierdzona została istotna statystycznie zależność przyczynowa w sensie Grangera między zmianą indeksu WIG a tempem wzrostu PKB.
- ³⁾ W referacie wykorzystane zostały wyniki obliczeń dla lat 1995 i 1996 przedstawione w opracowaniu autora „**Spółki giełdowe na tle gospodarki**” z 1997 r. na zlecenie Stowarzyszenia Klub Emitenta.

Autor jest wiceprezesem i dyrektorem Oddziału Warszawskiego Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową.

Witold Kwaśnicki

Historia myśli liberalnej

Wolność

Własność

Odpowiedzialność

Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2000

Jest to niezwykle interesująca książka, w której autor przedstawia zarówno rozwój myśli liberalnej w perspektywie historycznej, jak i powiązanie idei wolności oraz własności prywatnej z zagadnieniami gospodarczymi i prawnymi.

Nowatorskie jest rozważanie problematyki rozwoju gospodarczego z uwzględnieniem idei zachodniego liberalizmu i wschodniego (chińskiego) taoizmu.

Liberalizm jest elementem zarówno wizerunku świata, jak i wizerunku społeczeństwa, a jego przeja-

wy są najbardziej widoczne w sposobach gospodarowania. W okresie transformacji społeczeństwa polskiego warto zapoznać się z rozwojem myśli liberalnej oraz ideami liberalizacji współczesnych systemów społeczno-gospodarczych.

Publikacja, ze względu na przystępny język oraz interdyscyplinarne ujęcie problematyki, przeznaczona jest dla szerokiego kręgu Czytelników. Szczególnie jednak polecamy ją studentom kierunków ekonomicznych i słuchaczy szkół biznesu.