

<http://dx.doi.org/10.18778/7969-262-0.14>

Dawid SZUTOWSKI  
Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

## **PRZEDSIĘBIORSTWA TURYSTYCZNE NA RYNKACH KAPITAŁOWYCH O RÓŻNYM STOPNIU KONSOLIDACJI - ANALIZA PORÓWNAWCZA**

### **1. Wstęp**

Przedsiębiorstwa potrzebują kapitału, aby móc przetrwać na rynku i rozwijać się. W przeszłości źródłem kapitału w początkowej fazie funkcjonowania był najczęściej kapitał założycielski lub kredyt bankowy. Wraz z rozwojem rynków kapitałowych pojawiają się jednak inne możliwości finansowania działalności, które nabierają obecnie coraz większego znaczenia. Jedną z nich jest emisja papierów udziałowych, dla których tradycyjnym miejscem obrotu jest giełda kapitałowa. Emisja charakteryzuje się m.in. szybkością w pozyskiwaniu kapitału (z wyjątkiem pierwszej emisji), brakiem kosztu w postaci odsetek, jak w przypadku kredytu, poprawą rozpoznawalności spółki i wzrostem prestiżu. Wszystkie powyższe charakterystyki przesądzą o wzroście znaczenia tej formy finansowania przedsiębiorstw turystycznych w przyszłości. W ramach Unii Europejskiej działa kilkadziesiąt giełd kapitałowych, a każdy kraj członkowski posiada swój własny rynek regulowany, na którym notowane są akcje zarówno krajowych, jak i zagranicznych przedsiębiorstw. Giełdy kapitałowe, dążące do przyciągnięcia przedsiębiorstw, stanowią dla siebie naturalną konkurencję. Jednym z efektów tej konkurencji jest konsolidacja. Praktyka ostatnich kilkunastu lat pokazuje silne tendencje w zakresie fuzji i przejęć pomiędzy organizacjami giełdowymi.

W tym kontekście poznawczo interesujące wydaje się pytanie, jaka jest zależność pomiędzy konsolidacją rynków kapitałowych i pozyskiwaniem kapitału przez przedsiębiorstwa turystyczne. Wybór przedsiębiorstw turystycznych został podyktowany kluczową rolą turystyki zarówno w gospodarce światowej (POLITIS, LITOS, GRIGOROUDIS, MOUSTAKIS 2009, s. 463), jak i w gospodarce Unii Europejskiej, gdzie poprzez zatrudnienie bezpośrednie i pośrednie 22 mln ludzi przedsiębiorstwa turystyczne kreują 10% miejsc pracy (World Travel... 2013).

W niniejszym opracowaniu w pierwszej kolejności przedstawiono najważniejsze założenia dotyczące rynków akcji w Unii Europejskiej, następnie zaprezentowano metodykę badania oraz rezultaty badawcze. Całość zwieńczono podsumowaniem zawierającym m.in. proponowane kierunki przyszłych badań.

## 2. Rynki kapitałowe

Chęć pomnażania majątku z jednej strony, a zjawisko inflacji z drugiej są głównymi motywami działania dla inwestorów. Pieniądz, który nie podlega inwestowaniu traci swoją siłę nabywczą. Możliwości inwestycyjne dzielą się na rzeczowe – zakup i powiększenie zasobu aktywów, oraz finansowe – lokowanie posiadanych środków finansowych w innym podmiocie gospodarczym (CZEKAJ 2008, s. 12).

Rynki finansowe to rynki, na których przedmiotem obrotu są instrumenty finansowe – roszczenia finansowe jednych podmiotów w stosunku do innych (CZEKAJ 2008, s. 4). Rynki te dzielą się na: pieniężne, kapitałowe, walutowe i instrumentów pochodnych (DOBOSIEWICZ 2007, s. 28 i 31). Na rynkach kapitałowych przedsiębiorstwa emitują akcje. Są one papierami wartościowymi reprezentującymi część kapitału spółki i udział we własności (GRUSZCZYŃSKA-BROŻBAR 2007, s. 48). Rynki kapitałowe odgrywają podstawową rolę w procesie alokacji kapitału. Na rynku kojarzone są oferty sprzedaży i kupna. Obecnie proces kojarzenia jest zautomatyzowany i zestandaryzowany, a podstawę stanowi obrót elektroniczny (PŁÓKARZ 2013, s. 145).

Rynki podzielić można na regulowane i alternatywne. Rynek regulowany to system obrotu instrumentami finansowymi dopuszczonymi do tego obrotu, kojarzący oferty nabycia i zbycia, zapewniający inwestorom dostęp do informacji oraz równe warunki w zakresie nabywania i zbywania instru-

mentów, zorganizowany i podlegający nadzorowi (GRUSZCZYŃSKA-BROŻBAR 2007, s. 38). Oprócz tradycyjnych giełd, występuje również alternatywny system obrotu poza rynkiem regulowanym – ATS (*Alternative Trading Systems*), w Europie nazywany MTF (*Multilateral Trading Facility*). Korzystają z niego jednak niemal wyłącznie inwestorzy instytucjonalni. MTF działają pod nadzorem organów nadzoru rynkowego. Zapewniają niższe ceny transakcyjne i zapewniają szybszą realizację transakcji niż giełdy tradycyjne.

Europejski rynek giełdowy podlega konsolidacji co widać na przykładzie największych międzynarodowych giełd, takich jak NYSE Euronext, NASDAQ OMX czy LSE (PŁÓKARZ 2013, s. 45). W przypadku dwóch pierwszych udziałowcami są spółki amerykańskie, co jest efektem słabszego rozwoju rynku kapitałowego w Europie niż w USA (KOWALAK 2007, s. 293). Rosnące znaczenie dla europejskiego rynku akcji mają alternatywne systemy obrotu – MTF, które funkcjonują przy kilkunastu najważniejszych europejskich giełdach (Trinity Capital Investment 2010).

W 28 krajach Unii Europejskiej można wyróżnić 32 główne parkiety giełdowe zrzeszone w ramach takich organizacji, jak: World Federation of Exchanges, Federation of European Securities Exchanges lub obu jednocześnie (World Federation... 2014; Federation of European... 2014) – po jednym w 25 krajach UE, trzy w Niemczech i cztery w Hiszpanii. Spośród krajów UE 28 jedynie Chorwacja nie posiada giełdy zrzeszonej w ramach tych organizacji, Zagrebačka burza nie jest członkiem żadnej z nich. Należy przy tym podkreślić silne procesy konsolidacyjne rynków kapitałowych. Liczba fizycznych parkietów giełdowych nie jest równa liczbie giełd działających w UE. Giełdy Hiszpańskie: w Madrycie, Barcelonie, Bilbao i Walencji, działają od roku 2006 wspólnie w ramach Bolsas y Mercados Españoles (BME) – operatora wszystkich rynków kapitałowych i systemów finansowych w całej Hiszpanii. Dostęp do rynku jest jednakowy dla wszystkich jego uczestników niezależnie od miasta, z którego pochodzą (Bolsas y Mercados Españoles). Grupa Euronext zrzeszała w Europie parkiety Paryża, Amsterdamu, Brukseli i Lizbony. Utworzona w roku 2000 była pierwszą paneuropejską giełdą. Po połączeniu z NYSE stała się częścią największej giełdy na świecie – NYSE Euronext. Akcje notowanych spółek są wymieniane na międzynarodowej platformie, a same spółki wybierają jedynie jeden z czterech rynków jako macierzysty (NYSE Euronext). Kolejną grupą działającą w połączeniu z giełdą amerykańską jest NASDAQ OMX. Grupa OMX powstała w roku 2003 i zrzesza siedem parkietów europejskich (w tym sześć w ramach UE i islandzki). W ramach OMX North – kopenhaski, sztokholmski, helsiński i rej-

kiawicki, a w ramach OMX Baltic – talliński, wileński i ryski. Dostęp do rynku jest równy dla wszystkich inwestorów niezależnie od kraju, z którego pochodzą (NASDAQ OMX). W roku 2007 nastąpiła fuzja giełdy londyńskiej i mediolańskiej, od tego momentu obie działają w ramach LSE Group, pozostając jednak niezależnymi ośrodkami w ramach działalności operacyjnej (London Stock Exchange). Grupa Central and East European Stock Exchange Group (CEESEG) jest zarządcą czterech giełd w: Wiedniu, Pradze, Budapeszcie i Lublanie. Grupa odpowiada za zarządzanie strategiczne i finansowe oraz administrację czterech jednostek zależnych. Operacje giełdowe na każdym z czterech rynków są jednak dokonywane przez każdą z giełd niezależnie (CEESEG).

### 3. Metodyka

Celem badania było określenie jaka jest zależność pomiędzy konsolidacją rynków kapitałowych w Unii Europejskiej i pozyskiwaniem kapitału przez przedsiębiorstwa turystyczne. Cel osiągnięto porównując poszczególne rynki kapitałowe i sytuację notowanych na nich przedsiębiorstw turystycznych. Zgodnie z zaleceniami literaturowymi (KOWALAK 2007, s. 302–308), przeanalizowano kapitalizację oraz liczbę notowanych spółek. Uzyskane wartości dotyczące kapitalizacji przedstawiono po przeliczeniu ich na wspólną walutę – euro.

W badaniu skoncentrowano się na przedsiębiorstwach turystycznych, które mogą być istotnym predyktorem sytuacji rynkowej ze względu na silne powiązanie przedsiębiorstw turystycznych z przedsiębiorstwami innych sektorów (SKURAS, MECCHERI, MOREIRA, STATHOPOULOU 2005, s. 338) oraz traktowanie dóbr i usług świadczonych przez przedsiębiorstwa turystyczne jako dóbr wyższego rzędu i redukowanie przez konsumentów wydatków na nie w pierwszej kolejności w dobie kryzysu (GOŁEMBSKI, red. 2007, s. 73–74). Na potrzeby niniejszego badania, ze względu na dostępność danych, jako przedsiębiorstwa turystyczne rozumie się przedsiębiorstwa sektora HoReCa: hotele, restauracje, kawiarnie, przedsiębiorstwa zajmujące się organizacją i pośrednictwem podróży oraz przedsiębiorstwa związane z kulturą, sportem, rekreacją i rozrywką.

Zakres przestrzenny został określony jako 28 krajów Unii Europejskiej. Badanie zostało przeprowadzone w pierwszym kwartale 2014 r., a pod-

miotem badania były najważniejsze giełdy kapitałowe ulokowane w UE. Wybrano podmioty, które są zrzeszone w World Federation of Exchanges, Federation of European Securities Exchanges lub w obu jednocześnie. W badaniu skupiono się jedynie na rynkach głównych, pominięto alternatywne systemy obrotu. Przedmiotem badania była liczba i kapitalizacja przedsiębiorstw turystycznych. W badaniu wykorzystano wtórne źródła informacji – dane pochodziły z internetowych baz danych: giełd kapitałowych, krajowych regulatorów rynku kapitałowego oraz wybranych przedsiębiorstw. Danych nie uzyskano jedynie dla giełdy berlińskiej i stuttgarckiej, które nie publikują danych zbiorczych i nie udzielają dostępu do nich jednostkom naukowym. Ponadto dynamika obserwowana na rynkach kapitałowych przesądza o szybkiej dezaktualizacji danych, mających ze względu na to charakter pogładowy.

W celu zbadania różnic pomiędzy giełdami kapitałowymi podlegającymi konsolidacji i działającymi niezależnie, całość podzielono na trzy grupy. Kryterium różnicującym był stopień konsolidacji z innymi giełdami kapitałowymi. Trzy grupy reprezentują: niski, średni i wysoki stopień konsolidacji.

1. Pierwsza grupa (brak/niski stopień konsolidacji) obejmuje podmioty działające niezależnie – 12 giełd kapitałowych zlokalizowanych w 10 krajach.
2. Druga grupa (średni stopień konsolidacji) odnosi się do giełd będących częścią organizacji, ale zachowujących niezależność w działaniach operacyjnych – sześć giełd działających w sześciu krajach i zrzeszonych w ramach dwu organizacji – LSE Group i CEESEG.
3. Grupa trzecia (wysoki stopień konsolidacji) odnosi się do rynków kapitałowych, dla których fizyczne parkiety giełdowe są jedynie miejscami dostępu do systemu – BME<sup>1</sup>, NYSE Euronext oraz NASDAQ OMX – trzy giełdy kapitałowe (łącznie jednak grupa trzecia obejmuje 14 fizycznych parkietów w 11 krajach).

W badaniu posłużono się rozumowaniem dedukcyjnym oraz metodami statystyki opisowej. Wyniki zostały zaprezentowane w formie opisowej i w układzie tabelarycznym. Rezultaty badawcze zostały przedstawione w kolejnym rozdziale.

---

<sup>1</sup> BME zaklasyfikowano do grupy 3. ze względu na stopień konsolidacji czterech giełd hiszpańskich, konsolidacja ta nie skutkuje jednak stworzeniem platformy transgranicznej jak w przypadku dwu pozostałych giełd grupy.

## 4. Rezultaty badawcze

Pierwszym etapem było zbadanie liczby i kapitalizacji spółek turystycznych. Drugim – określenie kapitalizacji każdej z giełd i liczby notowanych na niej spółek. Wyniki zaprezentowano w dwóch ujęciach:

- 1) bezwzględnym, obrazującym liczbę spółek turystycznych notowanych na danym rynku kapitałowym i ich kapitalizację w euro;
- 2) względnym, pokazującym relację liczby notowanych spółek turystycznych do ogółu notowanych spółek oraz relację kapitalizacji spółek turystycznych do kapitalizacji giełdy.

**Tabela 1.** Kapitalizacja i liczba spółek turystycznych notowanych na najważniejszych giełdach kapitałowych w Unii Europejskiej

Grupa		Giełda	Spółki		Kapitalizacja (mln euro)			
					łącznie		średnia	
nr			liczba	%	liczba	%	liczba	%
1		Bulgarian Stock Exchange	0	-	0,0	-	0,0	-
		Cyprus Stock Exchange	10	10,0	87,1	6,0	8,7	61,1
		Deutsche Borse Group	4	0,4	167,7	0,0	41,9	4,0
		Borse Berlin	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
		Boerse Stuttgart	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.
		Athens Exchange	14	5,3	1 545,6	4,2	110,4	79,5
		Irish Stock Exchange	0	-	0,0	-	0,0	-
		Bourse de Luxembourg	0	-	0,0	-	0,0	-
		Borza'ta Malta	2	9,5	505,1	17,3	252,6	181,7
		GPW w Warszawie	8	1,8	1 532,0	1,2	191,5	67,1
		Bursa de Valori Bucuresti	4	3,8	73,0	0,6	18,2	14,7
		Burza Cennych Papierov v Bratislave	2	0,6	570,8	14,0	285,4	2 280,6
2	LSE Group	London Stock Exchange	28	1,1	74 542,2	2,7	2 662,2	234,3
		Borsa Italiana	4	1,9	5 852,1	1,3	1 463,0	70,1
	CEESEG	Wiener Borse	2	1,7	432,5	0,5	216,3	31,5
		Burza Cennych Papiru Praha	2	0,8	342,6	1,4	171,3	167,8
		Budapest Stock Exchange - Budapesti Ertektozsde	1	1,4	0,1	0,0	0,1	0,0
	Ljublianska Borza	4	3,0	46,5	1,0	11,6	32,1	
3		BME	4	2,2	3 046,4	0,4	761,6	17,8
		NYSE Euronext	23	2,5	22 611,9	1,1	983,1	43,6
		NASDAQ OMX	25	2,1	6 316,4	0,7	421,1	32,6

**Objaśnienia:** b.d. - brak danych.

**Źródło:** opracowanie własne.

Dane prezentują sytuację w pierwszym kwartale 2014 r.; dane dotyczące kapitalizacji zostały podane w euro. Przeliczenie z walut krajowych na euro było dokonywane po aktualnym kursie ogłaszanych przez bank centralny danego kraju. Szczegółowe dane zostały zaprezentowane w podziale na trzy grupy różnicujące rynki kapitałowe według stopnia konsolidacji. Dane zostały zebrane w tab. 1.

Na podstawie zebranych danych można zaobserwować bardzo silną koncentrację spółek turystycznych na giełdzie londyńskiej. 28 spółek stanowi ponad 1% wszystkich spółek notowanych na LSE. Ich łączna kapitalizacja przekracza zaś 2,5% kapitalizacji giełdy. Drugą pod względem zarówno kapitalizacji spółek turystycznych, jak ich liczby jest NYSE Euronext. 23 spółki turystyczne stanowią niemal 2,5% ogółu notowanych przedsiębiorstw, ich łączna kapitalizacja przekracza zaś 1% kapitalizacji giełdy. W dalszej kolejności znajduje się NASDAQ OMX. Pod względem kapitalizacji wyróżniają się ponadto Borsa Italiana oraz Bolsas y Mercados Espanoles. Warto zauważyć, że wszystkie wymienione giełdy działają w organizacjach zrzeszających różne parkiety giełdowe. Rynki lepiej rozwinięte posiadają przewagę nad rynkami niezrzeszonymi zarówno w momencie przeprowadzania oferty publicznej, jak i w trakcie prowadzenia obrotu wtórnego. W pierwszym przypadku gwarantują większą głębokość (mierzoną wartością kapitału pozyskanego w ofertach publicznych), w drugim – większą płynność (wyższą wartość obrotów).

We wszystkich grupach notowana jest zbliżona liczba przedsiębiorstw turystycznych, silnie zróżnicowana jest jednak zarówno ich łączna kapitalizacja, średnia liczba przypadająca na pojedynczą giełdę, jak i średnia wielkość. Dokładne dane zbiorcze zebrane są w tab. 2.

**Tabela 2.** Najważniejsze dane dotyczące przedsiębiorstw turystycznych notowanych na najważniejszych giełdach kapitałowych w Unii Europejskiej

Grupa	Liczba spółek			Kapitalizacja w mln			
	łączna		średnia na giełdę	łączna		średnia na giełdę	średnia na giełdę
	liczba	%		liczba	%		
1	44	1,6	3,7	4 418	0,3	373,4	101,8
2	41	1,3	6,8	81 216	2,4	13 536,0	1 980,8
3	42	2,3	14,0	31 974	0,8	10 658,2	761,3

Źródło: opracowanie własne.

Najniższą łączną kapitalizację mają spółki turystyczne notowane na giełdach grupy 1 – działających indywidualnie. Ich wspólna kapitalizacja jest równa zaledwie 0,3% łącznej kapitalizacji giełd tej grupy i wynosi 4 418,6 mln euro. Na giełdach grupy pierwszej notowane są łącznie 44 spółki turystyczne, średnio po cztery na jedną giełdę. Spółki te stanowią 1,58% ogółu spółek. Najwięcej spółek turystycznych notowanych jest na giełdzie w Atenach – 14, posiadają też one największą wspólną kapitalizację. Należy przy tym zwrócić uwagę na brak danych z giełd berlińskiej i stuttgarckiej, co zaniża liczbę i łączną kapitalizację spółek turystycznych w grupie 1. Dodatkowo na trzech giełdach – w Bułgarii, Irlandii i Luksemburgu, nie jest notowana żadna spółka turystyczna. Na giełdach na Cyprze i na Malcie zanotowano najwyższy łączny udział liczby spółek turystycznych na tle ogółu notowanych przedsiębiorstw, odpowiednio 10% i 9,5%.

Największą łączną kapitalizację spółki turystyczne osiągnęły na giełdach grupy 2. – będących częścią organizacji, ale posiadających wysoki stopień niezależności. Kapitalizacja ta wyniosła 81 216,3 mln euro i stanowiła 2,41% łącznej kapitalizacji giełd grupy drugiej. Na giełdach grupy drugiej notowanych było 41 spółek turystycznych, średnio po siedem na giełdę. Stanowiły one około 1,27% wszystkich notowanych spółek. Najwyższa łączna kapitalizacja jest rezultatem umieszczenia w tej grupie LSE Group i będącej jej częścią giełdy londyńskiej posiadającej zarówno największą liczbę spółek turystycznych, jak i największą ich łączną kapitalizację. Należy przy tym zwrócić uwagę, że procentowy udział spółek turystycznych jest zbliżony do średniej dla całej grupy (1,14% wobec 1,27% dla całej grupy), ale sama giełda jest największą w Europie.

Na giełdach grupy 3. – o najwyższym stopniu konsolidacji – spółki turystyczne reprezentują nieznacznie ponad 2% ogółu i mają wspólną kapitalizację na poziomie 0,84% łącznej kapitalizacji giełd. Na giełdach grupy trzeciej notowane są 42 spółki turystyczne, a ich łączna kapitalizacja wynosi 31 974,8 mln euro. Najwięcej spółek turystycznych notowanych jest na giełdzie NYSE Euronext – 23. Mają też one największą łączną kapitalizację. Najmniej spółek turystycznych obecnych jest na giełdzie hiszpańskiej. Średnio na każdą z giełd grupy trzeciej przypada 14 spółek turystycznych.

W każdej z trzech wyodrębnionych grup notowana jest niemal identyczna liczba spółek turystycznych: 44 spółki w grupie pierwszej, 41 – w grupie drugiej i 42 – w grupie trzeciej. Występują przy tym istotne różnice w odniesieniu do ich łącznej kapitalizacji, która wynosi odpowiednio 4,5 mld euro w grupie pierwszej, ponad 81 mld euro w grupie drugiej i niemal 32 mld



euro w grupie trzeciej. Najmniejsze spółki turystyczne notowane są na giełdach grupy pierwszej, ich średnia kapitalizacja wynosi 101 mln euro. Spółki turystyczne notowane na giełdach grupy trzeciej mają średnią kapitalizację na poziomie 761 mln euro. Największe spółki turystyczne są notowane na giełdach grupy drugiej i ich średnia kapitalizacja wynosi 1 980 mln euro.

Zarówno w odniesieniu do kapitalizacji, jak i liczby przedsiębiorstw turystycznych szczególnie zróżnicowana jest sytuacja w grupie pierwszej. W celu jej wyjaśnienia uzyskane powyżej dane zestawiono z danymi dotyczącymi udziału przemysłu turystycznego w tworzeniu PKB kraju, zaprezentowanymi w tab. 3.

**Tabela 3.** Udział przemysłu turystycznego w tworzeniu PKB kraju

Lp.	Kraj	Udział przemysłu turystycznego w PKB (w %)
1	Niemcy	1,60
2	Rumunia	1,60
3	Luksemburg	1,80
4	Polska	1,90
5	Irlandia	2,20
6	Słowacja	2,30
7	Bułgaria	3,90
8	Cypr	6,10
9	Grecja	6,80
10	Malta	14,10

**Źródło:** opracowanie własne na podstawie (WTTC 2013).

Obliczono cztery współczynniki korelacji. Zestawiono kapitalizację i liczbę przedsiębiorstw turystycznych (obydwie w ujęciu względnym i bezwzględnym) oraz każdorazowo udział przemysłu turystycznego w tworzeniu PKB kraju. Najniższy współczynnik korelacji uzyskano dla liczby przedsiębiorstw turystycznych w ujęciu bezwzględnym. Wyniósł on  $-0,34$  i jako jedyny przyjął wartość ujemną. Dla liczby przedsiębiorstw turystycznych w ujęciu względnym współczynnik przyjął wartość dodatnią na poziomie  $0,18$ . W następnej kolejności również za pomocą współczynnika korelacji sprawdzono stopień współzależności pomiędzy łączną kapitalizacją przedsiębiorstw turystycznych w ujęciu bezwzględnym i udziałem przemysłu turystycznego w PKB kraju. Wskaźnik wyniósł  $0,17$ . Ostatni współczynnik

korelacji obliczono dla kapitalizacji przedsiębiorstw turystycznych w ujęciu względnym. Osiągnął on wartość najwyższą i uplasował się na poziomie 0,71. Wraz ze wzrostem udziału turystyki w tworzeniu PKB kraju rośnie względna łączna kapitalizacja przedsiębiorstw turystycznych. Słaba jest jednak zależność pomiędzy ich bezwzględną łączną kapitalizacją oraz ich wielkością zarówno w ujęciu względnym, jak i bezwzględnym.

## 5. Wnioski

Celem opracowania było określenie zależności pomiędzy konsolidacją rynków kapitałowych i pozyskiwaniem kapitału przez przedsiębiorstwa. Cel został osiągnięty. W badaniu posłużono się przykładem spółek turystycznych notowanych na najważniejszych regulowanych rynkach kapitałowych w Unii Europejskiej (nie udało się uzyskać danych dla dwóch giełd). Rynki kapitałowe podzielono na trzy grupy, o niskim, średnim lub wysokim stopniu konsolidacji.

Na rynkach kapitałowych o wyższym stopniu konsolidacji jest średnio notowanych więcej przedsiębiorstw turystycznych. Wyższa jest też ich łączna kapitalizacja. Liczba przedsiębiorstw turystycznych notowanych na giełdach poszczególnych grup jest zbliżona. Średnia wielkość przedsiębiorstw turystycznych notowanych na rynkach skonsolidowanych jest większa i wynosi kolejno: 101 mln euro dla grupy pierwszej, 1980 mln euro dla grupy drugiej i 761 mln euro dla grupy trzeciej. Największe względne zróżnicowanie wielkościowe spółek występuje w grupie pierwszej. Dla grupy tej wykazano ponadto występowanie zależności pomiędzy udziałem przedsiębiorstw turystycznych w tworzeniu PKB kraju i łączną kapitalizacją przedsiębiorstw turystycznych w ujęciu względnym.

W kontekście przedstawionych wyników istotne z punktu widzenia przyszłych badań wydaje się uwzględnienie nie tylko rynków głównych, ale i alternatywnych. Jest to podyktowane ich rosnącym znaczeniem w krajach Unii Europejskiej. Ponadto niniejsze opracowanie zawiera jedynie statyczny obraz sytuacji. Istotne wydaje się uwzględnienie w przyszłych badaniach również zmian zjawiska w czasie.

## BIBLIOGRAFIA

- Bolsas y Mercados Españoles, *What is BME*, <http://www.bolsasymercados.es/ing/home.htm>; 29.01.2014.
- CEESEG, *The holding company CEESEG AG*, <http://www.ceeseg.com/about/organization-structure/>; 29.01.2014.
- CZEKAJ J., 2008, *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa.
- DOBOSIEWICZ Z., 2007, *Wprowadzenie do finansów i bankowości*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa.
- Federation of European Securities Exchanges, 2014, *Full Members*, <http://www.fese.eu/en/?inc=page&id=7>; 29.01.2014.
- GOLEMSKI G. (red.), 2007, *Przedsiębiorstwo turystyczne, Ujęcie statyczne i dynamiczne*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- GRUSZCZYŃSKA-BROŻBAR E., 2007, *Rynek finansowy państw strefy euro*, [w:] W. Przybylska-Kapuścińska (red.), *Rynek papierów wartościowych strefy euro*, Wolters Kluwer, Kraków, s. 17–49.
- KOWALAK T., 2007, *Rynek udziałowych papierów wartościowych w strefie euro*, [w:] W. Przybylska-Kapuścińska (red.), *Rynek papierów wartościowych strefy euro*, Wolters Kluwer, Kraków, s. 285–312.
- London Stock Exchange Group, *History of London Stock Exchange Group*, <http://www.lseg.com/about-london-stock-exchange-group/history>; 29.01.2014.
- NASDAQ OMX, *Primary Listing on NASDAQ OMX in Europe*, <http://www.nasdaqomx.com/listing/europe/primarylisting>; 29.01.2014.
- NYSE Euronext, *About Euronext*, <https://www.euronext.com/about-euronext>; 29.01.2014.
- PLÓKARZ R., 2013, *Globalne rynki finansowe. Praktyka funkcjonowania*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa.
- POLITIS Y., LITOS C., GRIGOROUDIS E., MOUSTAKIS V., 2009, *A business excellence model for the hotel sector: implementation to high-class Greek hotels*, „Benchmarking: An International Journal”, 16, 4, s. 462–483.
- SKURAS D., MECCHERI N., MOREIRA M., STATHOPOULOU N., 2005, *Business growth and development trajectories in lagging and remote areas of southern Europe*, „European Urban and Regional Studies” 12, 4, s. 335–351.
- Trinity Capital Investment, 2010, *Rynki alternatywne w Europie*, [http://www.tcbn.pl/baza\\_wiedzy/poradnik\\_przedsiębiorcy/artykuly/rynek\\_akcji\\_gpw\\_i\\_newconnect/rynki\\_alternatywne\\_w\\_europie](http://www.tcbn.pl/baza_wiedzy/poradnik_przedsiębiorcy/artykuly/rynek_akcji_gpw_i_newconnect/rynki_alternatywne_w_europie); 28.01.2014.
- World Federation of Exchanges, 2014, *Member exchanges. Key information*, <http://www.world-exchanges.org/member-exchanges/key-information>; 29.01.2014.
- World Travel & Tourism Council, Economic Data Search Tool, 2013, <http://www.wttc.org/research/economic-impact-research>; 18.03.2014.

TOURISM ENTERPRISES LISTED ON CAPITAL MARKETS AT DIFFERENT  
CONSOLIDATION LEVELS – COMPARATIVE ANALYSIS

**Key words:** tourism enterprise, capital market, consolidation

**Summary**

The purpose of this study was to determine the relationship between capital market consolidation and tourism enterprises capital rising. Three consolidation levels have been specified – high, medium and low. Current data from 21 stock exchanges, members of World Federation of

Exchanges and Federation of European Securities Exchanges have been analysed. Descriptive statistics methods have been employed. On average more tourism companies are listed on highly consolidated stock exchanges. Moreover these are the biggest enterprises. The higher size diversity is observed on stock exchanges with smaller consolidation level.

Research concentrated only on main markets passing over alternative ones. Paper offers only a static view neglecting phenomenon changes over time.

Paper fulfils important research gap concerning tourism enterprises' listings on stock exchanges with different consolidation stages.