

PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

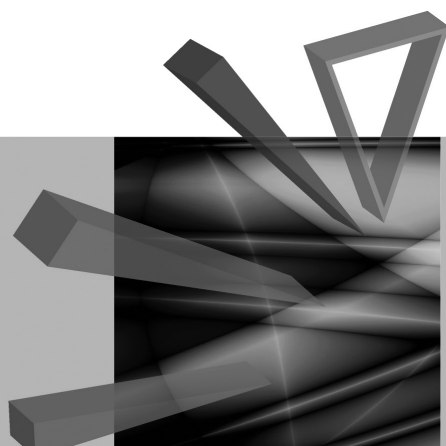
RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

315

Integracja i kryzysy na lokalnych i globalnych rynkach we współczesnym świecie

Tom 1



Redaktorzy naukowi

Jan Rymarczyk

Małgorzata Domiter

Wawrzyniec Michalczyk



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2013

Redakcja wydawnicza: Anna Grzybowska, Aleksandra Śliwka

Redakcja techniczna: Barbara Łopusiewicz

Korekta: K. Halina Kocur

Łamanie: Beata Mazur

Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna w Internecie na stronach:

www.ibuk.pl, www.ebscohost.com,

The Central and Eastern European Online Library www.ceeol.com,

a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon

http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się

na stronie internetowej Wydawnictwa

www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie

wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

Wrocław 2013

ISSN 1899-3192

ISBN 978-83-7695-400-4 (tom 1)

ISBN 978-83-7695-327-4 (całość)

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

Spis treści

Wstęp	11
Franciszek Adamczuk , Współpraca gospodarcza na pograniczu polsko-czeskim – aspekty przestrzenne i instytucjonalne.....	13
Marzena Adamczyk , Rola Rady Stabilności Finansowej w zapobieganiu kryzysom finansowym.....	24
Eric Ambukita , Bezpośrednie inwestycje zagraniczne w województwie wielkopolskim	33
Anna Barwińska-Małajowicz , Absolwenci szkół wyższych w kontekście (nie)dostosowania oferty edukacyjnej do potrzeb pracodawców. Analiza porównawcza na przykładzie wybranych regionów w Polsce i Niemczech	43
Zbigniew Bentyn , Kryzys polityczny i jego logistyczne konsekwencje dla międzynarodowej sieci dostaw	54
Zbigniew Binek , Minimalizacja kosztów wprowadzenia euro w Polsce – doświadczenia krajów wchodzących do Unii Europejskiej w 2004 roku oraz rozwiązania własne	64
Joanna Bogolębska , Doświadczenia gospodarki światowej ze stanami globalnych nierównowag płatniczych w kontekście ich kryzysogenności.....	74
Jarosław Brach , Pozycja polskich międzynarodowych drogowych przewoźników ładunków na europejskim rynku drogowego międzynarodowego transportu towarowego – przyczyny sukcesu	85
Magdalena Broszkiewicz , Kreowanie wartości dla akcjonariuszy jako instrument rozwoju i kształtowania atrakcyjności inwestycyjnej współczesnych rynków kapitałowych.....	105
Dominika Brzęczek-Nester , Pozycja konkurencyjna polskiego przetwórstwa przemysłowego w kontekście wyników handlu zagranicznego w latach 2006-2011	115
Katarzyna Brzozowska , Wpływ kryzysu finansowego na otoczenie regulacyjne biznesu we Włoszech	125
Katarzyna Bujan , <i>Cash pooling</i> jako instrument zarządzania płynnością finansową w transnarodowych korporacjach	135
Ignacy H. Chrzanowski , NAFTA jako alternatywna forma integracji gospodarczej. Z perspektywy krajów postkomunistycznych	144
Anna Chrzęściewska , Determinanty rozwoju bezpośrednich inwestycji zagranicznych w Indiach.....	157
Anna Czech , Kryzysy energetyczne we współczesnym świecie	167
Wioletta Czemiel-Grzybowska , Źródła finansowania małych i średnich przedsiębiorstw w Europie w warunkach kryzysu	175

Katarzyna Czerewacz-Filipowicz , Polityka antykryzysowa Federacji Rosyjskiej na obszarze Euroazjatyckiej Wspólnoty Gospodarczej	184
Małgorzata Czermińska , Swobody rynku wewnętrznego oraz wspólna polityka konkurencji Unii Europejskiej a konkurencyjność przedsiębiorstw...	195
Małgorzata Domiter , Znaczenie globalnych reguł prowadzenia wymiany handlowej ze szczególnym uwzględnieniem KNU dla krajów rozwijających się	208
Jerzy Dudziński , Uwagi o działalności inwestorów finansowych na rynkach towarowych.....	223
Bartosz Fortuński , Czy energetyka światowa integruje się z założeniami polityki energetycznej Unii Europejskiej?.....	234
Elżbieta Golemska , Nowe metody zarządzania logistyką międzynarodową w procesie umiędzynarodawiania polskich przedsiębiorstw	244
Eugeniusz Gostomski , Proces tworzenia unii bankowej w krajach Eurolandu	256
Małgorzata Graćik-Zajackowski , <i>Fair trade</i> : szansa czy zagrożenie dla rozwoju krajów Południa?	267
Tomasz Gutowski , Bezpośrednie inwestycje zagraniczne jako główny sposób inwestowania korporacji transnarodowych w Polsce	277
Marcin Haberla, Sebastian Bobowski , Od uniwersytetu średniowiecznego do uniwersytetu trzeciej generacji	287
Rafał Hryniewiecki , Dyplomacja energetyczna – pomiędzy teorią a praktyką	298
Małgorzata Janicka , Liberalizacja przepływów kapitałowych wobec ewolucji międzynarodowego systemu walutowego	308
Anna H. Jankowiak , Japoński model komunikacji biznesowej a otwarcie japońskiej gospodarki na globalizację	319
Dorota Jankowska, Agnieszka Majka , Zmiany na lokalnych rynkach pracy województwa podkarpackiego w aspekcie przeobrażeń trójsektorowej struktury zatrudnienia	327
Dorota Jarema , Odpowiedź ASEM na światowy kryzys finansowy	337
Bohdan Jeliński , Fundamentalne konsekwencje kryzysu gospodarki globalnej	346
Ewa Klima, Magdalena Rosińska-Bukowska , Kryzys finansowy 2008 – analiza percepcji kryzysu przez społeczeństwo europejskie	357
Barbara Klimas , Kryzys państwa opiekuńczego i trudności w ograniczaniu społecznych funkcji państwa	368
Artur Klimek , Napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych z krajów wschodzących do Polski	378
Karolina Klupś , Przepływy bezpośrednich inwestycji zagranicznych na Ukrainie oraz ukraińskich inwestycji zagranicznych w latach 2004-2013	388
Agnieszka Kłysik-Uryszek , Wpływ kryzysu na aktywność międzynarodową przedsiębiorstw polskich	400
Agnieszka Konopelko , Polityka Unii Europejskiej wobec krajów regionu Kaukazu Południowego w kontekście globalnego kryzysu finansowego ..	410

Radosław Koszewski , Wykorzystanie zbiorów rozmytych w selekcji kandydatów do aliansu	421
Patrycja Krawczyk , Wpływ kryzysu rynków finansowych i bankowych w XXI wieku na ocenę ratingową wybranych państw	429
Anetta Kuna-Marszałek , Budowa powiązań nauki z biznesem – przegląd badań.....	439
Jarosław Kuśpit , Efekty ekonomiczne Europejskiej Polityki Sąsiedztwa Unii Europejskiej wobec państw Europy Wschodniej w okresie kryzysu gospodarczego	450
Aleksandra Kuźmińska-Haberla , Kraj pochodzenia produktu we współczesnej gospodarce.....	459
Małgorzata Stefania Lewandowska, Tomasz Gołębiowski , Innowacyjność a konkurencyjność międzynarodowa polskich przedsiębiorstw przemysłowych. Wyniki badań.....	469
Marek Maciejewski , Wiarygodność kredytowa państw w obliczu kryzysu finansów publicznych	480
Agnieszka Majka , Zróżnicowanie atrakcyjności inwestycyjnej powiatów województwa podkarpackiego.....	493
Dominika Malchar-Michalska , Międzynarodowy handel zbożem w krajach o niskim dochodzie i deficycie żywnościowym w obliczu światowego wzrostu cen żywności w latach 2006-2011	502
Arkadiusz Malkowski , Rola zarządzania strategicznego w budowaniu konkurencyjnego regionu transgranicznego na przykładzie Programu Operacyjnego Współpracy Transgranicznej Republika Czeska – Rzeczpospolita Polska 2007-2013	513
Arkadiusz Malkowski, Agnieszka Malkowska , Creating a competitive region on the example of Pomerania Euroregion	523
Witold Małachowski , Polityka antykryzysowa Niemiec a integracja europejska	533
Jakub Marszałek , Emisja obligacji zamiennych w warunkach światowego kryzysu finansowego	545
Grzegorz Mazur , Nowy kształt powszechnego systemu preferencji celnych Unii Europejskiej	555
Lidia Mesjasz , Doświadczenia historyczne w zakresie niewypłacalności państw – wnioski dla współczesnej polityki gospodarczej.....	566
Joanna Michalczyk , Główne przesłanki bezpieczeństwa żywnościowego Polski i próba jego pomiaru.....	577
Wawrzyniec Michalczyk , Znaczenie wymiany wewnątrzgałęziowej w polskim handlu zagranicznym towarami rolno-spożywczymi	592
Bartosz Michalski , Zaawansowanie technologiczne polskiego eksportu w pierwszej dekadzie XXI wieku	607

Tomasz Michałowski , Kryzys zadłużeniowy w strefie euro a trwałość relacji kursowej euro/frank CFA.....	619
Ewa Mińska-Struzik , Bariery rozwoju eksportu w polskich przedsiębiorstwach wysokiej techniki – wyniki badań własnych	630

Summaries

Franciszek Adameczuk , Economic cooperation in Polish-Czech border – spatial and institutional aspects.....	23
Marzena Adamczyk , The role of Financial Stability Board in preventing financial crises	32
Eric Ambukita , Foreign direct investment in Wielkopolska Voivodeship	42
Anna Barwińska-Małajowicz , High schools graduates in the context of (not) adjusting of educational offer to the employer expectations. Comparative analysis on the example of chosen regions in Poland and Germany	53
Zbigniew Bentyn , The political crisis and its logistic implications for international supply network	63
Zbigniew Binek , Minimizing the costs of introduction of euro in Poland – experience of countries entering the European Union in 2004 and own solutions.....	72
Joanna Bogolebska , The experience of global economy with global imbalances as a crisis-breeding element.....	84
Jarosław Brach , The position of Polish international road freight carriers on the European market of international road freight hauling – reasons behind the success	104
Magdalena Broszkiewicz , Creating value for shareholders as an instrument of growth and development of the investment attractiveness of modern capital markets.....	114
Dominika Brzęczek-Nester , Competitive position of Polish manufacturing in the context of foreign trade performance in the period 2006-2011	124
Katarzyna Brzozowska , The impact of financial crisis on the regulation environment in Italy	134
Katarzyna Bujan , <i>Cash pooling</i> as a tool for liquidity management in transnational corporations	143
Ignacy H. Chrzanowski , NAFTA as an alternative form of economic integration. From the perspective of the post-communist countries.....	156
Anna Chrzęściewska , Determinants of foreign direct investment development in India.....	166
Anna Czech , Energy crises in contemporary world.....	174
Wioletta Czemieli-Grzybowska , Sources of financing small and medium enterprises in Europe during the crisis	183
Katarzyna Czerewacz-Filipowicz , Anti-crisis policy of the Russian Federation in the area of the Eurasian Economic Community	194

Małgorzata Czermińska , Freedom of the internal market and the common EU competition policy and competitiveness of companies.....	207
Małgorzata Domiter , The importance of global trading rules with special regard to the Most Favoured Nation clause for developing countries.....	222
Jerzy Dudziński , Remarks on financial investors' engagement on commodity markets.....	233
Bartosz Fortuński , Is the global energy integrates with EU energy policy objectives?	243
Elżbieta Golemska , New methods of logistics management in the internationalization of Polish firms.....	255
Eugeniusz Gostomski , The process of creating the banking union in the eurozone	266
Małgorzata Grącik-Zajaczkowski , Fair trade: an opportunity or a threat for the development of the South?	276
Tomasz Gutowski , Foreign direct investments as the main way of transnational corporations' investments in Poland.....	286
Marcin Haberla, Sebastian Bobowski , From the medieval university to the university of the third generation.....	297
Rafał Hryniewiecki , Energy diplomacy – theoretical framework and practical applications	307
Małgorzata Janicka , The liberalization of capital flows in the presence of the evolution of the international monetary system.....	318
Anna H. Jankowiak , Japanese business communication model and the opening of the Japanese economy to the process of globalization	327
Dorota Jankowska, Agnieszka Majka , Changes on the local labor markets of the Podkarpackie Voivodeship in terms of the transformation of the three-sector structure of employment.....	336
Dorota Jarema , ASEM response to the global financial crisis	345
Bohdan Jeliński , Main consequences of global economy crisis	356
Ewa Klima, Magdalena Rosińska-Bukowska , The crisis of 2008 – analysis of European society's perception of the phenomenon.....	367
Barbara Klimas , Crisis of the welfare state and difficulties in limiting the social functions of the state.....	377
Artur Klimek , Inflows of foreign direct investment from emerging economies to Poland.....	387
Karolina Klupś , Foreign direct investment in Ukraine and the Ukrainian foreign investment flows in the years 2004-2013	399
Agnieszka Kłysik-Uryszek , Impact of economic crisis on Polish outward FDI	409
Agnieszka Konopelko , The European Union policy towards the countries of the South Caucasus region in the context of the global financial crisis.....	420
Radosław Koszewski , The use of fuzzy sets in the selection of candidates to an alliance	428

Patrycja Krawczyk , Impact of the crisis on financial and banking markets in the 21 st century on the rating of selected countries.....	438
Anetta Kuna-Marszałek , Building cooperation between science and business – literature review	449
Jarosław Kuśpit , Economic effects of the European Neighborhood Policy of the European Union towards the countries of Eastern Europe during the economic crisis	458
Aleksandra Kuźmińska-Haberla , Country of origin of a product in the modern economy	468
Małgorzata Stefania Lewandowska, Tomasz Gołębiowski , Innovativeness and international competitiveness of Polish industry. Research outcomes	479
Marek Maciejewski , The reliability of the states in the face of public finance crisis	492
Agnieszka Majka , Diversification of investment attractiveness of counties in the Podkarpackie Voivodeship.....	501
Dominika Malchar-Michalska , International cereal trade in Low-Income Food-Deficit Countries in the context of the world food price surge 2006-2011 ..	512
Arkadiusz Malkowski , Strategic management in building the competitive region on the example of Cross-border Co-operation Operational Programme of the Republic of Poland and the Czech Republic 2007-2013....	522
Arkadiusz Malkowski, Agnieszka Malkowska , Budowa konkurencyjnego regionu na przykładzie Euroregionu Pomerania.....	532
Witold Malachowski , Anti-crisis policy of Germany and European integration	544
Jakub Marszałek , Convertible bonds issuance in the time of world financial crisis	554
Grzegorz Mazur , A new shape of the Generalised System of Preferences of the European Union	565
Lidia Mesjasz , State insolvency – historical experience and lessons for current economic policy.....	576
Joanna Michalczyk , Main determinants of Poland’s food security and an attempt of its measuring	591
Wawrzyniec Michalczyk , The importance of intra-industry exchange in Polish foreign trade in agri-food products	606
Bartosz Michalski , Technological advancement of Polish exports in the first decade of the 21 st century	618
Tomasz Michalowski , Debt crisis in the eurozone and the sustainability of the euro/CFA franc rate.....	629
Ewa Mińska-Struzik , Barriers for exporting activities in Polish high-tech enterprises – own study results	640

Magdalena Broszkiewicz

Wyższa Szkoła Zarządzania i Przedsiębiorczości w Opolu

KREOWANIE WARTOŚCI DLA AKCJONARIUSZY JAKO INSTRUMENT ROZWOJU I KSZTAŁTOWANIA ATRAKCYJNOŚCI INWESTYCYJNEJ WSPÓŁCZESNYCH RYNKÓW KAPITAŁOWYCH

Streszczenie: Intensyfikacja przepływów kapitałowych na rynkach międzynarodowych powoduje gwałtowny wzrost znaczenia rynków finansowych oraz instytucji zapewniających sprawną obrót i wycenę kapitału. Aktywność instytucji zarządzających oraz prawidłowe wypełnianie obowiązków informacyjnych przez spółki, w tym z zakresu ładu korporacyjnego, doprowadza do szybkiego wzrostu rynków i centrów finansowych. Kształtowanie wartości spółki dla akcjonariuszy staje się podstawową metodą przyciągania kapitału zagranicznego na krajowe i regionalne rynki kapitałowe.

Słowa kluczowe: międzynarodowy rynek kapitałowy, ład korporacyjny, wartość dla akcjonariuszy.

1. Wstęp

Międzynarodowy rynek kapitałowy to wirtualne miejsce, w którym mieszkańcy różnych krajów wymieniają swe aktywa, w rzeczywistości zaś jest to grupa rynków ściśle ze sobą powiązanych. Ich działalność realizowana jest w ramach sieci finansowych centrów świata powiązanych ze sobą dzięki wysoko wykształconemu systemowi komunikacji. Także „międzynarodowej wymiany walut dokonuje się na rynku dewizowym, stanowiącym ważną część międzynarodowego rynku kapitałowego”¹.

Globalny system ekonomiczny istnieje jako nieustanna interakcja dzięki zaawansowanym systemom komunikacji oraz płynności wykonywanych operacji, umożliwiając uczestnikom rynków natychmiastowe reagowanie na zmieniające się warunki działania. Instytucje finansowe dzięki swojej sile, korzystając zarówno z pozytywnych, jak i negatywnych ruchów na rynkach, mogą również wywoływać takie zmiany. W ten właśnie sposób przepływa kapitał portfelowy, który obejmuje

¹ P.R. Krugman, M. Obstfeld, *Międzynarodowe stosunki gospodarcze. Teoria i polityka*, PWN, Warszawa 2002, s. 306.

zarówno inwestycje długoterminowe, jak i kapitał spekulacyjny. Pierwszy z wymienionych ma charakter stabilizujący, ponieważ nie poddaje się krótkoterminowym wahaniom koniunktury na rynku kraju-gospodarza. Spekulanci wykorzystują momenty zwrotne trendów na rynkach, zanim jeszcze ogół ludności kraju gospodarza uzyska dostęp do odpowiednich informacji. Przepływający sprawnie kapitał może zostać zatrzymany, gdy jakiś rynek okaże się wystarczająco atrakcyjny, bezpieczny i perspektywiczny dla ulokowania na nim środków. System kapitalistyczny, na którym opierają się współczesne gospodarki wysoko rozwinięte, jest szczególnie korzystny dla kapitału finansowego, który ma całkowitą swobodę wyboru kierunku inwestowania. Jego aktywność doprowadza do szybkiego wzrostu rynków i centrów finansowych. Kształtowanie wartości spółki dla akcjonariuszy staje się podstawową metodą przyciągania kapitału zagranicznego na krajowe i regionalne rynki kapitałowe.

2. Inwestycje portfelowe – warunki wyboru kierunków dokonywania inwestycji

Zjawisko atrakcyjności inwestycyjnej rynków finansowych, a w ich obrębie również kapitałowych, wiąże się nieodłącznie z procesami globalizacji. Otwartość gospodarcza świata rośnie pod względem zarówno ilościowym, jak i jakościowym, co ma związek już nie tylko z rosnącą produkcją dóbr, ale też z wymianą usług i ludności, a przede wszystkim z przemieszczaniem się kapitału w obrębie globalnych rynków kapitałowych. Prowadzi to do wzrostu integracji pomiędzy rynkami, ale także, w wyniku lepszego dostępu do informacji i technologii, do podejmowania przez inwestorów bardziej trafnych decyzji inwestycyjnych. Mają oni bowiem możliwość lokowania środków w dobra i papiery wartościowe bez ograniczenia czasowego, przestrzennego czy informacyjnego.

Zgodnie z definicją, przyjmowaną nie tylko w literaturze przedmiotu, ale również przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy, globalizacja „jest rozumiana jako proces pogłębiania powiązań ekonomicznych pomiędzy krajami i regionami świata, wynikający z rosnącej swobody i szybkości zawierania i realizacji transakcji międzynarodowych oraz dokonywania transgranicznych przepływów dóbr, usług (zwłaszcza finansowych) i czynników produkcji (w szczególności kapitału), któremu towarzyszą rozwój i upowszechnianie instytucji oraz mechanizmów charakterystycznych dla rozwiniętej gospodarki rynkowej”². Przez szerokie pojęcie instytucji rozumieć możemy również reguły ładu korporacyjnego, które podlegają procesom dyfuzji w kierunku rynków rozwijających się, w celu podnoszenia poziomu ich rozwoju, ochrony inwestorów i ich atrakcyjności inwestycyjnej.

² J. Kotyński (red.), *Globalizacja i integracja europejska. Szanse i zagrożenia dla polskiej gospodarki*, PWE, Warszawa 2005, s. 7.

Zwiększona międzynarodowa mobilność kapitału, spowodowana liberalizacją rynków oraz możliwością podejmowania suwerennych decyzji dawców kapitału, przekłada się bezpośrednio (dzięki trafnej alokacji środków) na wzrost gospodarczy, rosnące przepływy kapitałów, a także dochody poszczególnych grup społecznych. Wiek XXI to czas osiągnięcia dotychczasowego maksimum przez poziom mobilności środków pieniężnych pomiędzy rynkami, warto więc zastanowić się nad przyczynami takiego stanu rzeczy i wyciągnąć wnioski dla rozwoju polskiego rynku kapitałowego. Konieczne jest poruszenie problematyki czynników tzw. miękkich, czyli ładu korporacyjnego w zakresie ochrony inwestorów, jako podstawowego czynnika decyzyjnego dla inwestorów na globalnym rynku kapitałowym.

Czynniki warunkujące rozwój rynków kapitałowych w skali międzynarodowej zależą nie tylko od decyzji instytucji zarządzających funkcjonowaniem giełd papierów wartościowych, ale też od stopnia złożoności i dojrzałości systemu prawnego, w którym swoją podstawową działalność prowadzą spółki publiczne. Jedną z jego głównych składowych jest zakres reguł ładu korporacyjnego, warunkującego sposób komunikacji podmiotu z jego otoczeniem gospodarczym.

Rola rynku finansowego zależy od następujących czynników, zewnętrznych względem niego³, lecz występujących wewnątrz danej gospodarki:

- stopnia interwencji państwa w gospodarkę,
- metod regulacji stosowanych w ramach prowadzonej polityki fiskalnej i monetarnej,
- stopnia decentralizacji procesów decyzyjnych w gospodarce, regulujących swobodę wyborów dokonywanych przez przedsiębiorstwo, jego odpowiedzialności ekonomicznej, skłonności do ponoszenia ryzyka,
- stosunków własnościowych (określających, w jakim stopniu uczestnicy rynku są rzeczywiście właścicielami firm),
- powiązania gospodarki krajowej z rynkiem międzynarodowym,
- stopnia oddziaływania zagranicy na stosunki pieniężne w kraju.

Rozwój rynku kapitałowego powinien zapewnić efektywną alokację środków pieniężnych. Przejmowanie kolejnych funkcji, nie tylko alokacji nadwyżek oszczędności, ale również ubezpieczania posiadanych środków, łączenia różnych poziomów ryzyka, wynika z poziomu złożoności dostępnych na danym rynku kapitałowym instrumentów (typowym przykładem jest wprowadzenie na rynki kapitałowe instrumentu bazującego na otwartych funduszach inwestycyjnych – funduszy parasolowych czy też instrumentów egzotycznych lub obligacji zamiennych i wymiennych). Nie bez znaczenia jest również poziom dostępnego oprogramowania technicznego oraz wykształcenia i przygotowania praktycznego operatorów rynku.

Na rynkach kapitałowych, wewnętrznych dla danego kraju czy też międzynarodowych, stałym zjawiskiem jest komponowanie portfela posiadanych papierów wartościowych. „Analiza portfelowa zajmuje się technikami inwestowania w więcej niż

³ M. Bojańczyk, *Fundusze inwestycyjne jako uczestnicy rynku kapitałowego*, Wydawnictwo Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa 2005, s. 11.

jeden walor²⁴. Zasadniczym motywem i jednocześnie probierzem dywersyfikowania portfela jest niwelowanie ryzyka oraz zoptymalizowanie przychodu inwestycji.

Podstawowym instrumentem oceny sytuacji na rynku kapitałowym są kursy giełdowe instrumentów finansowych. Są to ceny, kształtowane na rynku na podstawie popytu i podaży, generowane przez inwestorów. „Metody ustalania kursów zależą przede wszystkim od stopnia rozwoju danego rynku (w tym głównie od wielkości obrotów, płynności i częstotliwości transakcji)²⁵. Ekonomiczna istota instrumentów finansowych tkwi w obietnicy, że ulokowane w określonym czasie środki płatnicze zostaną zwrócone w wyznaczonej czasowo przyszłości wraz z odsetkami, dywidendą lub innym rodzajem płatności. Zaufanie do emitentów jest podstawowym wyznacznikiem ich funkcjonowania. Na jego podstawie określa się również cechy rynku kapitałowego, świadczące o bezpieczeństwie dokonywania inwestycji i atrakcyjności rynku kapitałowego: jego płynność, głębokość, elastyczność, efektywność i przejrzystość. Cechy te w znacznym stopniu są powiązane z wprowadzaniem w życie zasad ładu korporacyjnego, postulowanych przez organizacje międzynarodowe i będących wynikiem doświadczeń rynków wyżej rozwiniętych.

Efektywna alokacja kapitałów w skali międzynarodowej owocuje poprawą wzrostu i stabilności rozwoju gospodarek. Dzięki coraz większemu zaangażowaniu rozwijających się rynków kapitałowych w globalną gospodarkę możliwa jest coraz szersza dystrybucja ryzyka. Dodatkowo, niejako wymuszane przez globalizację, są procesy tworzenia nowoczesnych instytucji i metod zarządzania rynkami i spółkami publicznymi, co owocuje wzrostem efektywności gospodarczej regionu czy rynku. Jest to mechanizm sprzężeń zwrotnych w gospodarce, który wspomaga tworzenie dojrzałego pod względem jakościowym rynku kapitałowego.

3. Czynniki kształtujące atrakcyjność inwestycyjną rynków kapitałowych

Instytucje zarządzające rynkiem kapitałowym swoim nastawieniem do zmian i otwarciem na wzorce bardziej rozwiniętych rynków, a także przekazaniem odpowiedniego stopnia swobody podmiotom im podległym, warunkują możliwości rozwoju dla rynku kapitałowego. Same instytucje, występujące jako uczestnicy w obrocie na rynku kapitałowym, również mogą wpływać na jego rozwój. Otwartość na nowe rozwiązania informatyczne, przestrzeganie reguł ładu korporacyjnego (czyli właściwe standardy zarządzania i nadzoru w obrocie papierami wartościowymi i kierowaniu spółkami publicznymi⁶), jasność i przejrzystość operacji skłaniają jed-

⁴ W. Tarczyński, *Fundamentalny portfel papierów wartościowych*, PWE, Warszawa 2002, s. 27.

⁵ J. Brzeszczyński, R. Kelm, *Ekonometryczne modele rynków finansowych. Modele kursów giełdowych i kursów walutowych*, WIG-Press, Warszawa 2002, s. 7.

⁶ M. Furtek, W. Jurcewicz, *Corporate governance – ład korporacyjny w spółkach akcyjnych*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2002, nr 6.

nostki i podmioty gospodarcze do korzystania z możliwości inwestowania na rynkach kapitałowych krajowym oraz zagranicznych. Każda decyzja instytucji zarządzających rynkiem kapitałowym, a także podmiotów na nich występujących, ma wpływ na kształt i wielkość obrotów na nim występujących. Przykładem takiej decyzji może być ustalenie wysokości minimalnej i maksymalnej prowizji od operacji maklerskich i decyzja o jej wielkości dla poszczególnych podmiotów, jak również sposób jej naliczania.

W dobie globalizacji gospodarek narodowych, kiedy kapitał nie ma praktycznie żadnych ograniczeń w przepływie pomiędzy rynkami, dostępność informacji jest czynnikiem podstawowym i decydującym dla wyboru pojedynczego inwestora. Obraz kraju na tle innych państw, jego możliwości i potencjału rozwojowego, warunków rozwoju krajowych przedsiębiorstw może być jednym z głównych impulsów do podejmowania decyzji inwestycyjnych.

Analiza rynków światowych obejmuje wielostronne spojrzenie na gospodarkę każdego kraju: poziom jego PKB (w ujęciu całościowym, *per capita* i dynamiki wzrostu), inwestycje kapitałowe, produkcję przemysłową, inflację oraz wysokość stóp procentowych. Kolejnym krokiem jest analiza sektorów, branż i spółek. Konieczne jest określenie, czy rynki (akcji, obligacji, gotówkowy) są niedowartościowane, czy też przewartościowane (cena rynkowa jest niższa/wyższa od ich wartości). Następnie konieczne jest rozważenie, która z gałęzi przemysłu danego państwa oraz która ze spółek jest najbardziej atrakcyjna inwestycyjnie. Analiza poszczególnych branż obejmuje badanie ich zachowania się w czasie, reakcję przedsiębiorstw z danej branży na określony czynnik ekonomiczny czy polityczny. Aby dokonać właściwego wyboru, należy także uwzględnić różnice w poziomach ryzyka interesujących nas branż.

Inwestor, po przeanalizowaniu tych czynników, może określić poziom jej długookresowego potencjału do wypracowywania zysków. To skłania go do zainwestowania w spółki danej branży. W dobie globalizacji, gdy wszystkie informacje potrzebne do analizy rynków są powszechnie dostępne, inwestycje mogą swym zasięgiem obejmować wszystkie gospodarki świata. Atrakcyjność spółek przyczynia się do ściągania kapitałów z międzynarodowych rynków finansowych (przy czym wielkość obrotów na rynku danego kraju wymusza proces jego obsługi), a w konsekwencji rozwoju całego rynku, jego instytucji i instrumentów.

Warto zwrócić uwagę, iż pozornie nieistotne czynniki, jak przepływ informacji, kultura czy religia danego państwa, jego stopień izolacji na arenie międzynarodowej, mają istotny wpływ na poziom rozwoju jego gospodarki, rynku finansowego i kapitałowego w jego ramach. Zachowane stereotypy lub chęć odkrywania nowych możliwości inwestycyjnych są istotnym czynnikiem decyzyjnym dla podatnego na emocje inwestora indywidualnego, jak i funduszu inwestycyjnego, który wyszukuje atrakcyjnych, nieodkrytych jeszcze obszarów, idealnych dla różnych typów inwestorów.

4. Ład korporacyjny a kształtowanie wartości dla akcjonariusza

Tradycyjny model spółki akcyjnej ulega zmianie wraz z zachodzącymi w gospodarce procesami globalizacji. Transformacji ulega dotychczas ukształtowany model równoważenia interesów właścicieli i menedżerów spółki, jak również pozostałych interesariuszy. Dotychczas właściciele zainwestowanego kapitału byli zainteresowani jedynie posiadaniem akcji i zarabianiem na ich korzystnej odsprzedaży po zmianie wartości kursu oraz otrzymaniem dywidendy. W nowoczesnej gospodarce, opartej na wiedzy, aktywnością wykazują się nie tylko osoby zarządzające, ale też akcjonariusze.

Prezentowane zmiany rodzą pewne komplikacje dla osób z kadry kierowniczej spółek, ponieważ wymagają dokonania przeobrażeń w procesie zarządzania spółką, w tym posiłkowania się zasadami ładu korporacyjnego. Można je zauważyć już na poziomie formułowania celów, z których jako podstawowy wyłania się kształtowanie wartości dla dawców kapitału (czyli działania mającego na celu podnoszenie wartości rynkowej spółki – kursu jej akcji na giełdzie papierów wartościowych). Satysfakcjonujące przychody i zyski nie są już wystarczającym kryterium oceny efektywności spółki.

Kreowaniem wartości dla akcjonariuszy (inaczej – maksymalizowaniem ogółu korzyści akcjonariuszy z zainwestowanego kapitału) nazywamy proces „maksymalizacji wartości rynkowej kapitału własnego, płynących z zysków kapitałowych i należnych dywidend”⁷. W warunkach efektywnego rynku kapitałowego, czyli prawidłowego odzwierciedlenia wszystkich informacji o zasadności przyszłych działań przedsiębiorstwa w cenach jego akcji, proces ten jest możliwy. Praktycznie rzecz ujmując, w różnych spółkach istnieją działania i czynniki (np. ze względu na rodzaj prowadzonej działalności), które są determinantami wzrostu wartości przedsiębiorstwa⁸:

- wzrost sprzedaży,
- dynamika inwestowania,
- okres przewagi nad konkurencją,
- wskaźniki finansowe: średni ważony koszt kapitału, marża zysku operacyjnego,
- stosowane zasady ładu korporacyjnego i budowanie relacji odpowiedzialności społecznej.

Istnieją grupy powodów, dla których zmiana w perspektywie zarządzania przedsiębiorstwem jest skierowana głównie na akcjonariuszy⁹. Pierwszym z nich jest wzrost zaangażowania oraz ekspansji kapitału prywatnego w rozwiniętej gospodar-

⁷ D. Zarzecki, *Wycena przedsiębiorstw metodą zdyskontowanych dywidend*, „Przegląd Organizacji” 1999, nr 6, s. 22.

⁸ P. Driscoll, *Value Builder: Enhancing Shareholder Value*, Warsaw Corporate Center, Warszawa 1997.

⁹ J. Jeżak, *Ład korporacyjny. Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju*, C.H. Beck, Warszawa 2010, s. 106.

ce rynkowej. Minione lata gromadzenia zasobów kapitału, szybki postęp techniczny (np. w związku z rozwojem amerykańskiego rynku NASDAQ¹⁰) oraz rozwój handlu międzynarodowego doprowadziły do wzrostu znaczenia międzynarodowych rynków kapitałowych, a co za tym idzie – inwestorów instytucjonalnych. Domagają się oni wzrostu wartości spółek, ponieważ inwestorzy indywidualni, angażujący w nich swoje oszczędności, oczekują coraz wyższych zysków.

Kolejnym powodem konieczności wzrostu wartości spółki jest globalizacja światowych rynków finansowych (przyczyniają się do tego różne układy międzynarodowe, np. Światowa Organizacja Handlu WTO¹¹, dzięki którym powstają globalne rynki towarów i usług) oraz liberalizacja przepływów kapitałowych. Zjawiska te dają możliwość dokonywania inwestycji w dowolnym miejscu na świecie, a także tworzą szerszy wachlarz możliwości budowania portfela inwestycyjnego. Tylko spółki, które są w stanie uzyskać wartość dodaną dla akcjonariuszy, mogą sprostać konkurencji międzynarodowej i przyciągnąć kapitał zagranicznych inwestorów. Większe możliwości lokowania środków oznaczają znaczny wybór pożądanej relacji ryzyko-zwrot; podczas selekcji lokat i budowania portfela ma sens wycena zagranicznych papierów wartościowych. Wyższy zwrot z zagranicznych aktywów może być uzasadniony wyższymi stopami wzrostu gospodarczego w krajach, skąd one pochodzą. Dodatkowo niska korelacja między zwrotami z aktywów jest istotnym powodem dywersyfikacji, czyli odpowiedniego komponowania składników portfela tak, aby ryzyko inwestowania w nie było minimalne lub przynosiło maksymalne zyski (według teorii Markowitza¹²). Rynki kapitałowe, powiązane ze sobą coraz silniej, przejmują od siebie wzorce postępowania i organizacji wymiany (przykładem mogą tu być giełdy, których sposób funkcjonowania przyjęto według wzorców krajów zachodnich, a także nowe instrumenty finansowe czy regulacje ładu korporacyjnego). Wraz z zagranicznymi inwestycjami na rynku krajowym pojawiają się zagraniczne instytucje finansowe, oferujące nowe, bardziej zaawansowane produkty czy usługi, co stymuluje konkurencję na rynku krajowym.

Dzięki rozwojowi technologii i systemów teleinformatycznych możliwe jest szybkie i bezpieczne przesyłanie zasobów kapitału, a także informacji na całym świecie. Narzędziem dla inwestorów są również bazy danych oraz szeroko dostępne oprogramowania, które pozwalają na szybką i wnikliwą analizę i ocenę procesów zarządzania w poszczególnych spółkach. Wreszcie ostatnią grupę czynników kreujących wartość spółki dla akcjonariuszy stanowi możliwość wrogiego przejęcia spółek, które są nisko wyceniane przez rynek. Tylko wzrost wartości dla akcjonariuszy jest niezawodnym sposobem obrony i stabilizacji pozycji spółki na rynku kapitałowym.

¹⁰ System Zautomatyzowanych Kwotowań Krajowego Stowarzyszenia Dealerów Papierów Wartościowych, NASDAQ Website, <http://www.nasdaq.com/>, 05.2010.

¹¹ J. Rymarczyk (red.), *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, PWE, Warszawa 2006, s. 335-337.

¹² F.K. Reilly, K.C. Brown, *Analiza inwestycji i zarządzanie portfelem*, t. 1, PWE, Warszawa 2001, s. 355.

Właściwie skonstruowane zasady ładu korporacyjnego podlegają ciągłym procesom ewolucji w kierunku rozwiązań najwłaściwszych dla współczesnej gospodarki. Źródłem wysiłków w tym kierunku jest również fakt, iż jego znaczenie wykracza poza pojedynczą spółkę i dotyczy gospodarki jako całości, ponieważ kształtuje mobilność kapitału i możliwości jego alokacji (wraz z kontrolą wykorzystania, tak aby zapobiegać oszustwom i bankructwom oraz kryzysom finansowym na dużą skalę). Wyróżnia się sześć elementów wspólnych dla właściwie skonstruowanych zasad ładu korporacyjnego¹³:

1. Odpowiednie ramy systemowe w kraju, zapewniające skuteczne i prawidłowe działanie rynków.

2. Ochrona podstawowych praw akcjonariuszy, w tym m.in. otrzymywania terminowych i istotnych informacji o spółce, wybierania członków organów spółki oraz czerpania zysków z jej działalności.

3. Jednakowe traktowanie wszystkich akcjonariuszy, również mniejszościowych i zagranicznych (co jest szczególnie istotne w dobie globalizacji rynków finansowych; jest to możliwe dzięki wykorzystaniu nowoczesnych technologii komunikacyjnych i informatycznych, np. telekonferencje w przypadku walnych zgromadzeń akcjonariuszy).

4. Sprzyjanie aktywnej współpracy między spółką a poszczególnymi grupami interesu (pracownicy, klienci, społeczność lokalna, dostawcy, konkurenci).

5. Zapewnianie dostępności i przejrzystości informacji (szczególnie dotyczących spółki i jej stanu finansowego, czynników ryzyka, struktury własności kapitału i obrotu akcjami przez insiderów).

6. Właściwe ukierunkowanie strategiczne oraz efektywny nadzór nad osobami zarządzającymi przedsiębiorstwami.

Wskazane zalecenia to jedynie zarys pożądanego stanu, w którym mieści się wiele rozwiązań krajowych. Różnice pomiędzy poszczególnymi modelami ładu korporacyjnego (wynikające z kultury i historii funkcjonowania rynków kapitałowych) uniemożliwiają przyjęcie jednakowych rozwiązań, dlatego właśnie ich różnorodność jest źródłem czynników decyzyjnych inwestorów na globalnym rynku kapitałowym.

5. Podsumowanie

Sprawnie funkcjonująca globalna sieć finansowa powiększa korzyści, jakie kraje osiągają z wymiany międzynarodowej, i przyczynia się do wzrostu aktywności finansowej. Trzy główne korzyści z wymiany na rynku kapitałowym wynikają¹⁴:

- z wymiany międzyokresowej, stanowiącej wymianę dóbr i usług na roszczenia w odniesieniu do przyszłych dóbr i usług: kraje pożyczają kapitał za granicą (np.

¹³ J. Jeżak, wyd. cyt., s. 266-267.

¹⁴ P.R. Krugman, M. Obstfeld, wyd. cyt., s. 307-309.

- sprzedają obligacje) i dzięki temu włączają się w wymianę międzyokresową; otrzymane środki przeznacza się na projekty, których nie można sfinansować z samych oszczędności wewnętrznych, kraj pożyczający otrzymuje zaś aktywa, które przynoszą dochód wyższy od tego, jaki jest osiągalny w kraju;
- z niechęci do ryzyka: mniej chętnie widziany jest portfel, który ulega silnym fluktuacjom, niż taki, który oferuje taki sam lub nawet niższy dochód, ale o mniejszych odchyleniach od średniej;
 - ze zróżnicowania portfela: widzimy tu niewątpliwy wpływ inwestycji portfelowych, gdyż umożliwiają one zróżnicowanie portfeli i zmniejszenie sumy funduszy, które zostały ulokowane w poszczególne aktywa; możliwość zróżnicowania portfela stanowi ważną funkcję międzynarodowego rynku kapitałowego.

Intensyfikacja przepływów kapitałowych na rynkach międzynarodowych powoduje gwałtowny wzrost znaczenia rynków finansowych oraz instytucji zapewniających sprawny obrót i wycenę kapitału. Rozwój cywilizacji i gospodarki prowadzi do coraz bardziej złożonych powiązań między zjawiskami ekonomicznymi. Złożoność tych zjawisk wpływa na wzrost poziomu ryzyka podejmowanych decyzji, ale również ma znaczenie dla kształtowania poziomu rozwoju rynków kapitałowych i globalnej gospodarki. Każda z nich jest wielowymiarowa, co wynika właśnie z analizowanych interakcji pomiędzy zjawiskami – jest to szczególnie widoczne w dziedzinie ekonomii.

Właściwie skonstruowane zasady ładu korporacyjnego wpływają na kształtowanie poziomu funkcjonowania spółek na danym rynku kapitałowym, a co za tym idzie, przyczyniają się do uznawania tychże spółek za bardziej wartościowe. W dobie globalizacji, kiedy wszystkie informacje o spółkach są dostępne dla inwestorów na rynkach światowych, czynniki właściwego zarządzania przyczyniają się do przyciągania kapitałów zagranicznych i zatrzymywania kapitałów spekulacyjnych, a co za tym idzie – doprowadzają do rozwoju rynków kapitałowych w globalnej gospodarce.

Literatura

- Bojańczyk M., *Fundusze inwestycyjne jako uczestnicy rynku kapitałowego*, Wydawnictwo Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa 2005.
- Brzeszczyński J., Kelm R., *Ekonometryczne modele rynków finansowych. Modele kursów giełdowych i kursów walutowych*, WIG-Press, Warszawa 2002.
- Driscoll P., *Value Builder: Enhancing Shareholder Value*, Warsaw Corporate Center, Warszawa 1997.
- Furtek M., Jurcewicz W., *Corporate governance – ład korporacyjny w spółkach akcyjnych*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2002, nr 6.
- Jaworski T., *Wartość wewnętrzna akcji a jej cena na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo AE, Poznań 1999.
- Jeżak J., *Ład korporacyjny. Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju*, C.H. Beck, Warszawa 2010.
- Kotyński J. (red.), *Globalizacja i integracja europejska. Szanse i zagrożenia dla polskiej gospodarki*, PWE, Warszawa 2005.

- Krugman P.R., Obstfeld M., *Międzynarodowe stosunki gospodarcze. Teoria i polityka*, PWN, Warszawa 2002.
- Reilly F.K., Brown K.C., *Analiza inwestycji i zarządzanie portfelem*, t. 1, PWE, Warszawa 2001.
- Rymarczyk J. (red.), *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, PWE, Warszawa 2006.
- System Zautomatyzowanych Kwotowań Krajowego Stowarzyszenia Dealerów Papierów Wartościowych, NASDAQ Website, <http://www.nasdaq.com/>, 05.2010.
- Tarczyński W., *Fundamentalny portfel papierów wartościowych*, PWE, Warszawa 2002.
- Zarzecki D., *Wycena przedsiębiorstw metodą zdyskontowanych dywidend*, „Przegląd Organizacji” 1999, nr 6.

CREATING VALUE FOR SHAREHOLDERS AS AN INSTRUMENT OF GROWTH AND DEVELOPMENT OF THE INVESTMENT ATTRACTIVENESS OF MODERN CAPITAL MARKETS

Summary: Intensification of capital flows in international markets results in a rapid increase in the importance of financial markets and institutions, providing an efficient trading and valuation of capital. Managing activity and proper fulfillment of disclosure by companies, including corporate governance, leads to the rapid growth of markets and financial centers. The development of the company's value for shareholders becomes the primary method of attracting foreign capital into domestic and regional capital markets.

Keywords: international capital market, corporate governance, value for shareholders.