

Magdalena Broszkiewicz

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

WSPÓŁCZESNE KIERUNKI MIĘDZYNARODOWYCH PRZEPLÝWÓW KAPITAŁU NA RYNKI ATRAKCYJNE INWESTYCYJNIE JAKO SKUTEK REGULACJI ŁADU KORPORACYJNEGO

Streszczenie: Globalizacja, dzięki zdobyczom technologicznym i informatycznym, umożliwia śledzenie notowań akcji spółek z całego świata oraz ich kontaktów z otoczeniem. Pozwala więc uczestnikom rynku na dokonywanie wyboru i kontrolowanie stanu portfela akcji zgodnie z założoną strategią inwestycyjną. Intensyfikacja przepływów kapitałowych na rynkach międzynarodowych powoduje gwałtowny wzrost znaczenia rynków finansowych oraz instytucji zapewniających sprawny obrót i wycenę kapitału. W dobie globalizacji gospodarek narodowych, kiedy kapitał nie ma praktycznie żadnych ograniczeń w przepływie pomiędzy rynkami, dostępność informacji jest czynnikiem podstawowym i decydującym o wyborze pojedynczego inwestora. Czynnikiem decyzyjnym inwestorów są zasady ładu korporacyjnego, który warunkuje atrakcyjność inwestycyjną podmiotów i rynków kapitałowych.

Słowa kluczowe: ład korporacyjny, atrakcyjność inwestycyjna, międzynarodowe przepływy kapitału.

1. Wstęp

Nowoczesna gospodarka światowa podlega procesom globalizacji. Wraz z rozwojem kolejnych rynków krajowych, takich jak obecnie Europy Środkowo-Wschodniej czy Azji Południowo-Wschodniej, znikają bariery w przenoszeniu dóbr, usług, ludzi oraz kapitałów. Ostatnie przyjmują postać bezpośrednich inwestycji zagranicznych (*foreign direct investment*, FDI) oraz inwestycji portfelowych na rynkach kapitałowych całego świata. Dzięki zdobyczom technologicznym i informatycznym, globalizacja umożliwia śledzenie notowań akcji spółek z całego świata oraz ich kontaktów z otoczeniem. Pozwala więc uczestnikom rynku na dokonywanie wyboru i kontrolowanie stanu portfela akcji zgodnie z założoną strategią inwestycyjną. Decyzje inwestorów opierają się również na ocenie codziennej sytuacji spółek, opartej na wypełnianiu przez nie zasad ładu korporacyjnego. Ogólnie rzecz ujmując, ocena wartości spółek w celu racjonalnych wyborów inwestycyjnych jest dokonywana na podstawie informacji o jej relacjach z otoczeniem, a te są dostarczane inwestorom bez luki czasowej i barier językowych dzięki osiągnięciom globalizacji.

W ostatnich latach, pomimo wysokich oczekiwań w stosunku do wielkości przesyłanego kapitału z krajów bogatszych do biedniejszych, można zauważyć obniżanie poziomu ich wielkości w stosunku do oczekiwań ekonomii neoklasycznej [1, s. 7] w zakresie bezpośrednich inwestycji zagranicznych. W odniesieniu do inwestycji portfelowych, zwłaszcza do ładu korporacyjnego, zachwiania w przepływie kapitałów mogą być spowodowane asymetrią informacji bądź kryzysami finansowymi na światowych rynkach. Nawet jeżeli kapitał płynie do krajów rozwijających się, ponieważ tam oczekiwane zyski z inwestycji są największe, to czasem przepływ ten jest hamowany poprzez niedoskonałości rynku. Wady te wynikają przede wszystkim z braku uregulowań prawnych, wymagających od spółek przestrzegania zasad księgowości i przejrzystości danych publikowanych na rynku. Okazuje się więc, że ład korporacyjny ma istotne znaczenie dla kierunków dokonywania inwestycji kapitałowych.

Instytucje regulują zasady funkcjonowania podmiotów na rynku kapitałowym. Składają się na nie zarówno nieformalne tradycje i zwyczaje społeczeństwa, jak i formalne regulacje i prawo. Kreują one więc strukturę gospodarki. Jeżeli są zbudowane i wykonują swoją funkcję w taki sposób, że chronią własność prywatną akcjonariuszy i przedsiębiorców, ale również zapewniają gospodarce możliwość rozwoju i dostęp do nowych technologii, to kraj ich pochodzenia staje się atrakcyjny inwestycyjnie. Przejawia się to nie tylko zakładaniem nowych przedsiębiorstw (inwestycje typu *greenfield*) czy przejmowaniem już istniejących (*greyfield*), ale również nabywaniem akcji i udziałów w poszczególnych spółkach i oczekiwaniem wzrostu ich wartości.

W niniejszym artykule podjęto próbę weryfikacji hipotezy wskazującej na wpływ ładu korporacyjnego na kształtowanie się kierunków międzynarodowych przepływów kapitałowych, jako czynnika określającego poziom stabilności i atrakcyjności inwestycyjnej rynków kapitałowych. W tym celu przeanalizowano dane dotyczące wielkości przepływów kapitałowych we współczesnej gospodarce światowej oraz regulacje prawne ich funkcjonowania.

2. Ład korporacyjny jako warunek atrakcyjności inwestycyjnej rynków kapitałowych

Rozwój rynków finansowych, również w aspekcie prawnym, zawsze wiąże się z poprawą ich funkcji alokacyjnej. W ten sposób udoskonaleniu ulega mechanizm rozmieszczania rozporządzanych zasobów pieniężnych pomiędzy kapitałodawcami a kapitałobiorcami. Reguluje się również sposób funkcjonowania podmiotów i ich struktura organizacyjna, a także poziom dojrzałości. Jest to jednocześnie sprzężenie zwrotne, gdyż wzrost skali alokacji wspomaga rozwój rynków finansowych.

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. Ich złożoność wpływa na wzrost poziomu ryzyka podejmowanych decyzji. Każda z nich jest wielowymiarowa, co wynika właśnie z analizowanych interakcji pomiędzy zjawiskami i jest szczególnie widoczne w dziedzinie ekonomii.

Perspektywa rozwoju rynku kapitałowego dotyczy również wpływania na poprawę regulacji prawnych, decydujących o warunkach funkcjonowania podmiotów na tymże rynku, rozbudowę infrastruktury rynku finansowego (m.in. instytucji) oraz wzrost poziomu wiedzy uczestników rynku kapitałowego. Dlatego tak istotne dla jego codziennego funkcjonowania jest właściwe określenie zasad ładu korporacyjnego, rozumianego jako „sieć relacji między kadrą zarządzającą spółek a ich organami nadzorczymi, akcjonariuszami i innymi grupami interesów zainteresowanymi funkcjonowaniem spółki. *Corporate governance* obejmuje także strukturę, za pośrednictwem której ustalane są cele spółki, środki realizacji tych celów oraz środki umożliwiające śledzenie wyników spółki” [20, s. 7].

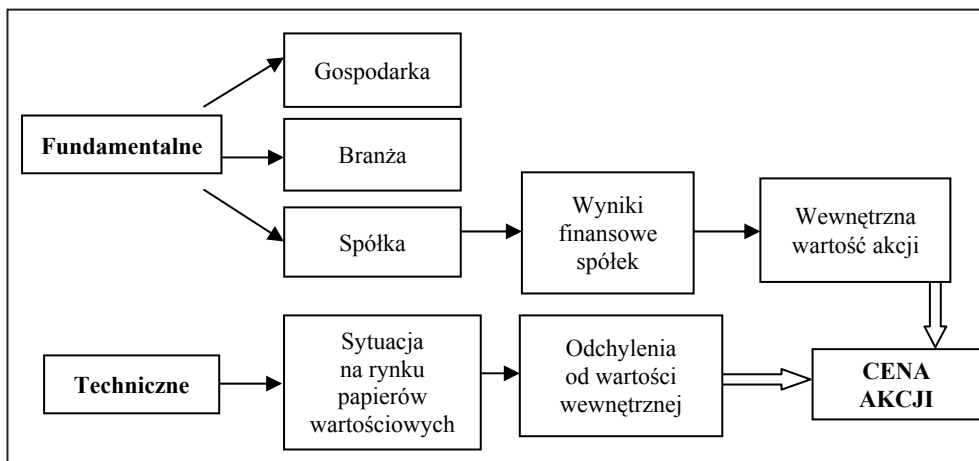
Codziennie zawieranie transakcji powoduje przepływy kapitałów o ogromnej wartości ponad granicami państw, dokonujące się we wciąż liberalizującym i globalizującym się świecie, niemal bez ograniczeń i kontroli, i wywiera znaczący wpływ na kształt i procesy zachodzące we współczesnej gospodarce światowej. Drogę globalizacji finansowej torowały deregulacja krajowych rynków finansowych i międzynarodowych przepływów kapitałowych oraz prywatyzacja banków i zwiększenie ich autonomii, a także swoboda podejmowania działalności w sektorze usług finansowych i rozwój nowoczesnych technologii komunikacyjnych. Międzynarodowe rynki kapitałowe powstały dzięki eliminowaniu ograniczeń zawierania transakcji kapitałowych z zagranicą. „Reguły dotyczące liberalizacji obrotów kapitałowych zostały opracowane przez OECD w 1961 r.” [11, s. 109]. W praktyce tempo znoszenia tych ograniczeń było zróżnicowane w poszczególnych krajach; najszybciej następowało w krajach wysoko uprzemysłowionych (już w 1973 r. stosunkowo liberalny system finansowy istniał w RFN, Singapurze i Hongkongu [2, s. 412]). Nowe rynki finansowe krajów rozwijających się zostały otwarte w latach 70. i 80. XX wieku. Zróżnicowana była również kolejność pojawiania się deregulacji dotyczących przepływów długo- lub krótkoterminowych. Nie ulega jednak wątpliwości, że liberalizacja rynków finansowych stanowiła poważny przełom w odejściu od dotychczasowej praktyki, w której ścisłą kontrolę przepływów kapitałowych między krajem a zagranicą sprawował aparat państwowy.

Za pośrednictwem rynków finansowych dokonywane są transakcje spekulacyjne, tzw. gorący pieniądz, oraz długoterminowe. Transakcje spekulacyjne mogą w skrajnych przypadkach stanowić poważne zagrożenie dla stabilności gospodarki światowej. Globalne konkurowanie rynków kapitałowych opiera się na atrakcyjności regionów, na których dane rynki funkcjonują.

Instytucje zarządzające rynkiem kapitałowym – nastawieniem do zmian i otwarciem na wzorce bardziej rozwiniętych rynków, a także przekazaniem odpowiednie-

go stopnia swobody podmiotom im podległym – warunkują możliwości rozwoju dla rynku kapitałowego. Również instytucje występujące jako uczestnicy w obrocie na rynku kapitałowym 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 publicznymi [5]), jasność i przejrzystość operacji skłaniają jednostki i podmioty gospodarcze do korzystania z możliwości inwestowania na rynku kapitałowym, krajowym i 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 o wyborze pojedynczego inwestora. Obraz kraju na tle innych państw, jego możliwości i potencjału rozwojowego, warunków rozwoju krajowych przedsiębiorstw, mogą być jednym z głównych impulsów podejmowania decyzji inwestycyjnych.



Rys. 1. Czynniki wpływające na wycenę akcji

Źródło: [6, s. 117].

Analiza rynków światowych obejmuje wielostronne spojrzenie na gospodarkę każdego kraju: poziomu jego PKB (w ujęciu całościowym, *per capita* i dynamiki wzrostu), inwestycji kapitałowych, produkcji przemysłowej, inflacji oraz wysokości stóp procentowych. Kolejnym krokiem jest analiza sektorów, branż i spółek. Niezbędne jest określenie, czy rynki (akcji, obligacji, gotówkowy) są niedowartościowane, czy też przewartościowane (cena rynkowa jest niższa/wyższa od ich warto-

ści). 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 oraz reakcji przedsiębiorstw z danej branży na określony czynnik ekonomiczny czy polityczny. Aby dokonać właściwego wyboru, należy także uwzględnić różnice w poziomach ryzyka interesujących nas branż.

Po przeanalizowaniu powyższych czynników inwestor może określić poziom 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, a wielkość obrotów na rynku danego kraju wymusza proces jego obsługi i w konsekwencji rozwoju całego rynku, to jest instytucji i instrumentów.

Warto zwrócić uwagę na fakt, 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 zarówno dla podatnego na emocje inwestora indywidualnego, jak i funduszu inwestycyjnego, który wyszukuje atrakcyjnych, nieodkrytych jeszcze obszarów, idealnych dla różnych typów inwestorów.

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 korporacyjnego [7, s. 266-267]:

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. telekonferencji 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 (zwłaszcza 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.

3. Historyczne kierunki przepływu kapitałów na rynkach światowych

W wyniku rozwoju rynków kapitałowych i przepływu kapitału między nimi w formie inwestycji portfelowych powstają nowe instrumenty i instytucje. Przykładem mogą być tutaj wysoko wyspecjalizowane fundusze powiernicze. W sektorze usług finansowych następują wielkie zmiany dotyczące jego zakresu i funkcjonowania. Przed rokiem 1960 na rynku papierów wartościowych działały specjalistyczne firmy, koncentrując uwagę na takich formach inwestycji, jak: akcje, obligacje, towary, nieruchomości lub ubezpieczenia. Tendencja ukształtowana na początku lat osiemdziesiątych wiąże się tworzeniem finansowych gigantów, których działalność obejmuje wszystkie warianty inwestowania z całego świata. W przeciwieństwie do finansowych potentatów, niektóre firmy działające na rynku finansowym zdecydowały się na specjalizację: dostarczanie unikalnych produktów finansowych najwyższej jakości.

Analiza międzynarodowej mobilności kapitału i otwartości finansowej poszczególnych krajów w przestrzeni czasowej pokazuje silne wahania w wielkości środków przepływających pomiędzy rynkami. Możemy je podzielić na następujące etapy:

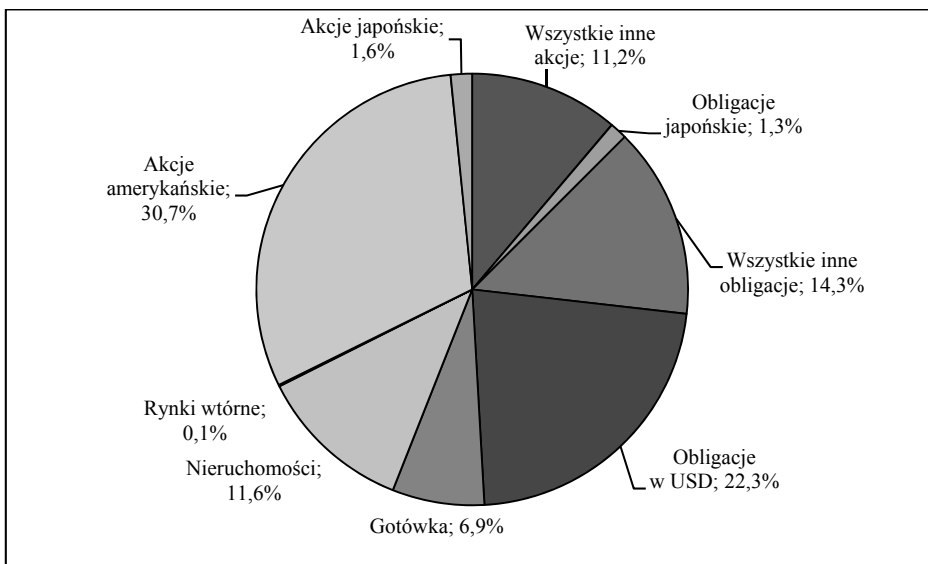
1. Okres od lat 70. XIX wieku do początków wieku XX – silny wzrost liberalizacji i internacjonalizacji rynków finansowych pod wpływem wprowadzenia standardu waluty złotej.

2. Odwrócenie tendencji liberalizacji i otwartości w okresie I wojny światowej, kryzysu ekonomicznego w latach 30. XX wieku i II wojny światowej.

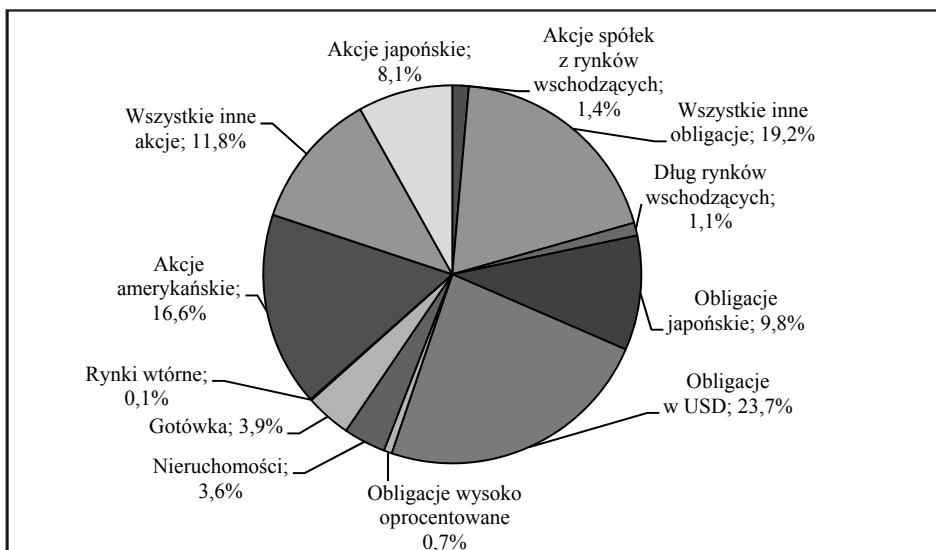
3. Odbudowa i powolny wzrost międzynarodowych obrotów kapitałowych, wprowadzonych przez system Bretton Woods.

4. Dynamiczna ekspansja od lat 80. XX wieku, głęboka liberalizacja obrotów kapitałowych, płynność kursów walutowych, wprowadzenie nowych technologii, instrumentów i zdobyczy inżynierii finansowej, gwałtowny rozwój technologiczny i teleinformatyczny.

5. Najwyższy w historii poziom globalnej mobilności finansowej, a także światowych zasobów aktywów zagranicznych (prawie 80% światowego PKB) na początku XXI wieku [7, s. 65]), co widać wyraźnie na rysunku 2.



Ogółem wartość w 1969 r.: 2,3 mld USD.



Ogółem wartość w 1995 r.: 44,0 mld USD.

Rys. 2. Struktura zasobów dostępnych na światowych rynkach kapitałowych w latach 1969 i 1995

Źródło: [12, s. 112].

Oprócz wielkości zmienia się również charakter obrotów międzynarodowych w czasie. Obecnie większą niż w przeszłości rolę odgrywają krótkookresowe ruchy kapitału pomiędzy krajami rozwiniętymi, które służą głównie operacjom hedgingu (zabezpieczenia) i redukcji ryzyka. Nie obserwuje się tendencji wzrostowych inwestycji długoterminowych, lokowanych w krajach słabiej rozwiniętych, jak to miało miejsce w przeszłości. Rośnie również wielkość bezpośrednich inwestycji zagranicznych dokonywanych przez korporacje transnarodowe, w porównaniu z inwestycjami portfelowymi. Ocena jakościowa rynków kapitałowych ma coraz większe znaczenie, wcześniej bowiem oceniano raczej wielkość możliwych do osiągnięcia zysków niż wartość poszczególnych podmiotów. Zmiana ta wynika nie tylko z dostępności informacji o spółkach ze wszystkich rynków kapitałowych świata, ale również z doświadczenia inwestorów, którzy lokują swoje środki w najbardziej efektywnie (czyli przedsięwzięcia najlepiej zarządzane).

4. Współczesne kierunki przepływu kapitałów na rynkach światowych

Państwa w gospodarce światowej możemy podzielić na te, które oferują oszczędności na rynkach finansowych, i takie, które zgłaszają na nie popyt w celu utrzymania odpowiedniego poziomu inwestycji. Można zaobserwować zjawisko wzrostu oszczędności i inwestycji w państwach nazywanych ogólnie rynkami wschodzącymi. Dodatkowo, efektywne wykorzystanie środków umożliwiło przesunięcie się niektórych krajów w rankingu gospodarczych potęg w świecie, mierzonym wielkością PKB. Poniższe dane obejmują okres do 2009 r., ponieważ późniejszy kryzys gospodarczy sam implikuje zmiany w przepływie kapitałów.

Tabela 1. Struktura światowych oszczędności w latach 1991-2009 (jako % PKB)

Państwo/grupy państw	Oszczędności światowe				
	przeciętnie w latach 1990-1999	przeciętnie w latach 2000-2003	2004	2009	w latach 1991-2009
USA	16,3	15,5	13,4	13,3	-2,9
Strefa euro	21,2	20,9	21,2	20,9	-1
Japonia	31,4	26,7	26,4	26,8	-7,6
Azja	31,2	32	36	38,2	9,7
Chiny	38,7	37,1	46,8	51,3	13,5

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [13, s. 76].

Analicyści twierdzą, że państwa zaliczane do grupy *emerging markets* w najbliższym czasie będą wytwarzać więcej światowego produktu (mierzonego parytetem siły nabywczej) niż gospodarki rozwinięte. Prognozuje się, że tylko kraje BRIC

Tabela 2. Struktura światowych inwestycji w latach 1991-2009 (jako % PKB)

Państwo/grupy państw	Inwestycje światowe				
	przeciętnie w latach 1990-1999	przeciętnie w latach 2000-2003	2004	2009	w latach 1991-2009
USA	18,7	19,2	19,6	20,0	1,5
Strefa euro	19,8	20,7	20,5	20,9	0,7
Japonia	29,9	24,0	22,7	23,2	-9,7
Azja	32,0	29,7	33,4	34,3	4,0
Chiny	37,0	35,0	43,3	44,1	9,4

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [13, s. 76].

(Brazylia, Rosja, Indie i Chiny) w 2025 r. będą wytwarzać 40% światowego PKB. Potencjał ten jest reprezentowany przez 85% ludności świata i obejmuje ok. 40% udziału w światowym handlu. Rezerwy walut obcych tych państw to prawie 70% rezerw światowych. Jednak prawdziwe możliwości rozwoju widać w rynkach kapitałowych, gdyż do tej pory udział w globalnej kapitalizacji giełd papierów wartościowych to zaledwie 10% [18].

Zgodnie z przewidywaniami analityków Goldman Sachs, kraje BRIC w okresie krótszym niż 40 lat staną się wspólnie większą potęgą niż kraje G6 [17]. Stany Zjednoczone i Japonia (jako jedyne z obecnej grupy G6) mogą znaleźć się w roku 2050 w gronie sześciu najbogatszych krajów świata. Według analiz tylko Indie mogą utrzymać wysokie tempo wzrostu (na poziomie ok. 5% w 2050 r., dlatego też przewiduje się, że Indie staną się trzecią gospodarką świata, po Stanach Zjednoczonych i Chinach). Szybszy wzrost oznacza wyższe stopy zwrotu i większe zapotrzebowanie na kapitał, zatem udział spółek z krajów grupy BRIC rośnie w bardzo szybkim tempie w inwestycjach portfelowych.

Ogólną kondycję rynków krajów wschodzących, do których zaliczamy Chiny i Indie, można ocenić poprzez obserwację wskaźnika MSCI Emerging Market Index,

Tabela 3. Projekcja wzrostu realnego PKB wybranych gospodarek świata (w punktach procentowych)

Rok	Kraje BRIC				Grupa G6					
	Brazylia	Chiny	Indie	Rosja	Francja	Niemcy	Włochy	Japonia	UK	USA
2007	4,1	7,3	6,1	4,8	1,8	2,1	1,6	0,8	2,0	2,6
2017	3,8	4,9	5,7	3,4	1,8	1,2	1,5	1,5	1,9	2,1
2027	3,8	4,3	5,9	3,6	1,6	0,6	0,6	1	1,5	2,6
2037	3,8	3,9	6,1	2,6	1,8	1,7	0,8	0,5	2,1	2,8
2050	3,4	2,7	5,1	2,1	1,7	1,2	1,5	1,3	1,5	2,5

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [17, s. 21].

w którym aż 40% to kraje BRIC. Indeks ten odnotował potężne wzrosty w 2007 r., co przy globalnym kryzysie stwarza ryzyko przeplacenia i dotkliwych spadków.

Analizy Goldman Sachs oparte są na obserwacji i projekcji pięciu kluczowych czynników [17]:

- 1) siła gospodarki,
- 2) wzrost ekonomiczny,
- 3) dochody i demografia
- 4) udział w popycie globalnym,
- 5) płynność walutowa.

Powyższe czynniki wskazują jednoznacznie kraje BRIC jako przyszłych liderów w gospodarce światowej. Najszybszy wzrost jest przewidywany dla Indii (powyżej 5% w ciągu 30 lat i blisko 5% do 2050 r.), tylko ten kraj w perspektywie roku 2050 będzie rosł szybciej niż 3% rocznie. Dowodzi to największych możliwości rozwoju tego kraju, a co za tym idzie – jego atrakcyjności dla inwestorów na międzynarodowych rynkach finansowych. Ze względu na największe na świecie zasoby siły roboczej oraz możliwości przyciągania inwestycji zagranicznych (bezpośrednich i portfelowych) Chiny są typowane na lidera światowej gospodarki już w roku 2041. Podkreślane są trzy podstawowe składniki rozwoju azjatyckich gospodarek: wzrost zatrudnienia, rozwój rynków kapitałowych oraz postęp techniczny (mierzony produktywnością). Ponadto uważa się, że kraje rynków wschodzących (również Polska) szybciej reformują swoje rynki kapitałowe i rozwiązania prawne w ich obrębie, ponieważ korzystają ze sprawdzonych rozwiązań i nie trzymają się kurczowo stworzonych już systemów, jak to ma miejsce np. w Europie Zachodniej.

Sytuacja społeczna w krajach BRIC nadal przedstawia się niekorzystnie, gdyż pod względem dochodu per capita będą one w tyle za krajami G6. Wprawdzie spadek liczby ludności zawodowo aktywnej jest przewidywany na okres późniejszy niż w innych krajach, jego siła będzie większa w Chinach i Rosji niż w Indiach i Brazylii. Przewiduje się również, że siła nabywczą będzie dwukrotnie większa w krajach BRIC niż w krajach G6 w roku 2025, natomiast w 2050 poziom ten będzie czterokrotnie wyższy.

Zgodnie z prognozami, wymiana walut krajów BRIC wzrośnie o 300% w ciągu najbliższych 50 lat. Jeżeli wzrost Chin zostanie utrzymany w dotychczasowym tempie, a kurs walutowy będzie wolnorynkowy, wartość juana może wzrosnąć dwukrotnie w ciągu najbliższych 10 lat.

Uwaga analityków skupia się na sytuacji w Chinach i Indiach. W literaturze zwraca się uwagę na kontekst polityczny rozwoju, gdyż reprezentują one odmienne ustroje: autorytarny i demokratyczny. Zaskakujący jest fakt, iż inwestorzy większym zaufaniem darzą pierwszy z nich (różnicę tę widać przede wszystkim w inwestycjach bezpośrednich: w 2006 r. do Chin napłynęło ponad 80 mld USD, a do Indii poniżej 10 mld USD [18]). Być może jedną z przyczyn takiego stanu jest bardziej zrównoważony wzrost gospodarczy Chin, gdyż towarzyszy mu niższa inflacja (1,4% w 2006 r.). W Indiach zagrożeniem są nie tylko nierówności społeczne, ale również nieefektywny sektor publiczny, wzrost inflacji i deficytu budżetowego oraz ceny aktywów do

poziomu spekulacyjnego. Chiny zbliżają się do Japonii pod względem poziomu wydatków na prace badawczo-rozwojowe, w czym również przewyższają Indie.

Kryzys finansowy, jaki pojawił się właściwie na wszystkich światowych giełdach na przełomie września i października 2008 r., przyniósł dotkliwe skutki wszystkim inwestorom. Żadna dywersyfikacja portfela nie mogła uchronić przed stratami. Znaczący rynek finansowy w Stanach Zjednoczonych, a co za tym idzie – na wszystkich rynkach świata, mogą być obligacje azjatyckie. Azja ma szansę uratować siebie i światową gospodarkę przed miażdżącym wpływem Wall Street. Chiny i Japonia wraz z innymi państwami azjatyckimi posiadającymi znaczne nadwyżki budżetowe powinny działać, by wprowadzić na światowe rynki finansowe azjatyckie obligacje w celu opanowania wpływu słabego dolara. Obligacje, emitowane przez rządy i podmioty gospodarcze krajów Azji, mogłyby bowiem stać się obiektem inwestycji, a co za tym idzie – pomóc w zagospodarowaniu wolnych środków pieniężnych. Ogromna nadwyżka obrotów bieżących w Azji Wschodniej w ciągu ostatniej dekady wynosiła średnio 400 mld USD, podczas gdy w USA deficyt był prawie dwa razy większy. Działo się tak głównie dzięki dostarczaniu do USA tanich dóbr i usług. Kraje azjatyckie stanęły więc również w obliczu kryzysu, gdyż inwestowanie w walutę zagrożonego nim kraju może spowodować straty. Ponadto większość azjatyckich nadwyżek jest ulokowana w dolarowych obligacjach.

Obligacje azjatyckie mogłyby stać się alternatywą dla lokat zachodnich i możliwością tworzenia dobrobytu na świecie. Zwrot z tych obligacji byłby taki sam lub wyższy niż obligacji skarbu państwa USA, ponieważ ich emitenci mają lepszą zdolność kredytową niż rząd amerykański. Problemem może być jedynie ocena ryzyka politycznego dla inwestowania w Azji. Przykładem tutaj jest reakcja (zignorowanie) rządu chińskiego na apel sekretarza skarbu USA Hanka Paulsona, że Chiny ryzykują utratę bilionów dolarów potencjału gospodarczego, jeżeli nie uwolnią rynków kapitałowych. Poza tym błędne jest powszechne przekonanie, że kraje azjatyckie są dłużnikami, w rzeczywistości to one są w stanie udzielać pożyczek. Gdyby pomysł obligacji azjatyckich wszedł w życie, mogłyby one być sprzedawane w Hongkongu, Singapurze i Tokio. Przyczyniłyby się do rozwoju rynków kapitałowych w regionie, jako bodziec przyciągający inwestycje portfelowe. Nadwyżki azjatyckie mogłyby zaś zostać przekształcone w aktywa w Azji, przynoszące właścicielom wysokie dochody.

Wraz z coraz bardziej widocznym zahamowaniem rozwoju sektora finansowego krajów wysoko rozwiniętych można zaobserwować rosnące zainteresowanie rynkami krajów wschodzących. Gospodarka amerykańska ma problem z nadmiernym zadłużeniem i niezrównoważonym rozwojem. Podobne problemy pojawiły się również w Wielkiej Brytanii (gdzie zadłużenie znacznie przekracza roczny PKB) i Irlandii. Czy w takiej sytuacji jest szansa na ekspansję rozwijających się gospodarek krajów BRIC? Wśród analityków światowych giełd pojawiają się opinie o tzw. decouplingu, czyli idei, zgodnie z którą globalny rozwój gospodarczy stopniowo uniezależnia się od koniunktury w USA. Jest to być może idea zbyt odważna, jednak zdecydowanie

rynki krajów wschodzących zaczynają odgrywać coraz ważniejszą rolę, zwłaszcza że ich instytucje coraz mocniej zaznaczają konieczność prowadzenia prac nad zasadami ładu korporacyjnego w notowanych spółkach, co automatycznie przekłada się pozytywnie na ich atrakcyjność inwestycyjną. Wydaje się więc zasadne stwierdzenie, że kierunek przepływu kapitałów we współczesnej gospodarce światowej będzie się kierował ku rynkom krajów rozwijających się.

Giędy w rejonie Azji i Pacyfiku można wyróżnić również pod względem perspektyw rozwoju (wzrostu obrotów, kapitalizacji i liczby notowanych spółek). Powoduje to wzrost zainteresowania kapitałodawców zagranicznych, jak również ich oczekiwań wobec infrastruktury i regulacji prawnej giełd. Kraje regionu odgrywają znaczącą rolę w przepływie inwestycji (zarówno bezpośrednich, jak i portfelowych) jako strona popytowa i podażowa.

Proporcje sił w globalnej gospodarce zmieniają się pod naciskiem dwóch najbardziej ekspansywnych gospodarek: Chin i Indii. Aktualnie tworzą one nowy blok finansowo-ekonomiczny. Kraje azjatyckie rozwijają się dynamicznie i tworzą nowe powiązania polityczno-ekonomiczne (np. według danych International Financial Centre w Dubaju, obroty między Chinami a Bliskim Wschodem wzrosły od 2000 r. dwukrotnie, osiągając wartość 240 mld USD [20]), podczas gdy zachodnie gospodarki stoją na progu recesji. Powodem takiej sytuacji są nie tylko ogromne obroty handlowe pomiędzy krajami Azji, ale również największe na świecie nadwyżki gotówki. Przewiduje się, że w ramach nowego „Jedwabnego Szlaku” z Bliskiego Wschodu do Chin w ciągu najbliższych pięciu lat napłynie ok. 250 mld USD, również w formie inwestycji portfelowych (tak ogromne sumy pojawiły się wraz z ograniczeniem kontaktów handlowych pomiędzy krajami Bliskiego Wschodu a Stanami Zjednoczonymi po atakach terrorystycznych 11 września 2001 r.). Powiązania te widoczne są również na rynkach kapitałowych: spółki z Chin dzięki ułatwieniom prawnym mogą debiutować na rynkach bliskowschodnich, którym potrzebne jest wsparcie chińskich firm (w tym celu powstał nawet wspólny fundusz inwestycyjny Dubai International Capital oraz First Eastern Investment Group z Hongkongu [20]).

Tabela 4. Zagraniczne inwestycje portfelowe w wybranych krajach Azji (w latach 2003-2004 w USD)

Kraj	Zmiana należności		Zmiana zobowiązań	
	2003	2004	2003	2004
Chiny	+2 983	brak danych	+8 444	brak danych
Hongkong	-35 386	-36 919	+1 386	+4 646
Indie	+8 216	brak danych	brak danych	brak danych
Singapur	-11 265	brak danych	+363	brak danych
USA	-72 337	-90 840	+544 488	+794 381

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [3, s. 160].

5. Globalizacja rynków kapitałowych jako czynnik rozwoju zasad ładu korporacyjnego

Pomimo powszechności używania pojęcia ‘globalizacja’ w literaturze ekonomicznej i nie tylko, brak jest jednoznacznej i wyczerpującej jego definicji. Z jednej strony, procesów i zjawisk z nim związanych jest tak dużo, że żadna definicja nie jest w stanie ująć wszystkich aspektów. Z drugiej zaś jest ono na tyle interesujące i istotne dla współczesnych społeczeństw i gospodarek, że nie można pominąć jego wpływu na zachodzące historycznie i współcześnie procesy.

Powszechne staje się przekonanie, że globalizacja nie jest związana jedynie z wiekiem XX. W tym czasie jednak nastąpiło zwiększenie intensywności zachodzących zjawisk, zwłaszcza ekonomicznych. Na potrzeby niniejszego artykułu możemy przyjąć, że globalizacja to „długofalowy proces integrowania gospodarek narodowych, sektorów, rynków i przedsiębiorstw dzięki rozszerzaniu oraz intensyfikowaniu ponadgranicznych powiązań handlowych, instytucyjnych, kooperacyjnych oraz informacyjnych, co prowadzi do tworzenia się coraz silniejszych współzależności w gospodarce światowej” [16, s. 215]. Definicja ta zawiera wszystkie elementy związane z globalizacją rynków kapitałowych i procesów ujednociania zasad ładu korporacyjnego. Z perspektywy inwestorów na międzynarodowych rynkach kapitałowych zasadne wydaje się również ujęcie globalizacji jako działania na dystans (*action at distance*), ponieważ rozwiązania technologiczne pozwalają nie tylko na dokonywanie transakcji na dowolnie wybranej giełdzie papierów wartościowych, ale również na porównywanie sposobu zarządzania i komunikowania się poszczególnych spółek z otoczeniem.

Globalizacja charakteryzuje się określonymi cechami, które warunkują sposób zachowania podmiotów na międzynarodowych rynkach [14, s. 416]. Należą do nich:

- wielowymiarowość,
- procesy integracji,
- współzależności międzynarodowe,
- postęp nauki, techniki i organizacji,
- kompresja czasu i przestrzeni,
- dwubiegunowy charakter, ścieranie się przeciwstawnych zjawisk.

Za przyczyny globalizacji uznać możemy postęp w nauce i technice, dodatkowo wzmacniany przez możliwość wymiany doświadczeń pomiędzy podmiotami z różnych krajów i środowisk. Globalizacja jest również napędzana przez procesy konkurencji nie tylko pomiędzy gospodarkami narodowymi, ale również poszczególnymi podmiotami w ich obrębie. Zjawisko to jest o tyle pozytywne, o ile pozwala na rozwój gałęzi gospodarek oraz daje impuls do poszukiwania nowych rozwiązań i innowacji technicznych czy organizacyjnych. W tym względzie globalizacja rynków kapitałowych jest niezwykle istotna, ponieważ wymusza przyjmowanie przez instytucje nadzorcze rynków rozwiązań prawnych wymaganych od notowanych spółek. Wyższy poziom regulacji prawnych powoduje wzrost atrakcyjności podmiotów pu-

blicznych w ocenie inwestorów, staje się więc wyznacznikiem poziomu atrakcyjności inwestycyjnej rynków. Dodatkowo, współpraca pomiędzy rynkami i ich instytucjami w zakresie poszukiwania optymalnych rozwiązań prawnych powoduje zacieśnianie relacji i wzmożenie procesów integracji rynków kapitałowych.

Globalizacja gospodarki światowej, jako zjawisko kompleksowe, zawiera elementy umiędzynarodowienia wszystkich sfer aktywności ludzi i podmiotów gospodarczych, w tym globalizację rynków finansowych. Oznacza to „pojęcie umiędzynarodowienia rynków finansowych i nasilania wzajemnych powiązań. W efekcie na krajowe rynki finansowe coraz silniej oddziałują zagraniczni inwestorzy i pośrednicy finansowi, obrót zagranicznymi aktywami oraz kształtowanie się sytuacji na poszczególnych rynkach zewnętrznych” [10, s. 11].

Pomimo nieścisłości w definiowaniu procesów globalizacji można określić miary finansowych aspektów tego procesu. Są to [9, s. 107]:

- udział obrotów transgranicznych na poszczególnych rynkach;
- relacje zagranicznych aktywów finansowych, utrzymywanych przez rezydentów, oraz krajowych aktywów finansowych, będących w posiadaniu nierezydentów, w stosunku do PKB;
- stopień korelacji zmian cen aktywów na rynkach poszczególnych krajów.

Globalizacja rynków finansowych jest wypadkową dwóch działających w gospodarce sił i tendencji: liberalizacji i deregulacji rynków finansowych oraz postępu technologicznego (w zakresie skrócenia czasu i obniżenia kosztów zawierania i rozliczania transakcji). Globalizacja rynków finansowych niesie z sobą korzyści w zakresie optymalizacji alokacji zasobów w skali całej gospodarki światowej (kapitał płynie do podmiotów bez względu na narodowość, za to z uwagi na najkorzystniejszy dla inwestorów sposób funkcjonowania, co jest możliwe dzięki wprowadzaniu w życie przez nie zasad ładu korporacyjnego), co przekłada się na bardziej efektywne gospodarowanie zasobami. Ponadto dzięki globalizacji następuje poprawa efektywności funkcjonowania samych rynków finansowych, w tym poszerzanie oferty instrumentów, zwiększanie liczby płynnych rynków czy obsługi. Oprócz tego, dzięki poszerzaniu możliwości wyboru, zredukowane i zdywersyfikowane zostaje ryzyko budowania portfela. Globalizacja rynków finansowych, oprócz oczywistych zagrożeń płynących z transmisji zakłóceń, może również wpływać stabilizująco na gospodarkę dzięki wspomnianej już dywersyfikacji ryzyka. Widocznym efektem globalizacji finansowej jest wyrównywanie się cen poszczególnych aktywów i stóp procentowych na rynkach i w centrach finansowych w krótkim czasie.

Rozwój lokalnych rynków finansowych jest konsekwencją zwiększenia strumieni międzynarodowych przepływów kapitałowych [4, s. 206]. Również dynamika rozwoju biznesu powoduje wzrost zainteresowania uczestników międzynarodowego rynku finansowego inwestycjami w nowych obszarach, co przekłada się na wzrost znaczenia lokalnych giełd papierów wartościowych. Ma to tym większe znaczenie, że ich rozwój mocniej oddziałuje na gospodarkę krajów rozwijających się niż wysoko rozwiniętych. Dodatkowo „rozwój instytucji finansowych i rynku finansowego

ma istotny wpływ na procesy integracyjne zachodzące w regionach, zwiększa bowiem możliwości wzajemnego zaangażowania krajowego biznesu na rynkach zagranicznych, co prowadzi do licznych i silnych międzynarodowych powiązań gospodarczych” [4, s. 207].

Globalizacja przyczyniła się do zwiększonej konkurencji cenowej na międzynarodowych rynkach. Dodatkowo umożliwiła wzrost tempa wzrostu gospodarczego w wielu krajach w wyniku zwiększania wydajności przez podmioty rynkowe, zmuszone do konkutowania nie tylko na rynku lokalnym czy krajowym, ale również globalnym. Zwiększenie mobilności kapitału doprowadziło do szybkiego rozprzestrzeniania się nowoczesnych rozwiązań w zakresie finansów (nowe instrumenty finansowe, derywaty) oraz zarządzania. Nasilenie procesów globalizacji nastąpiło równocześnie ze wzrostem znaczenia Chin, Indii i innych wielkich krajów rozwijających się w światowym systemie gospodarczym. Oznaczało to włączenie się w rynek pracy ogromnej liczby ludzi, co obniżyło koszty pracy, a co za tym idzie – przesunęło ciężar wytwarzania dóbr do tych gospodarek. To z kolei sprawiło, że niskie koszty wytwarzania w krajach rozwijających się i eksport dóbr do krajów rozwiniętych obniżył poziom inflacji w tych ostatnich.

Powstanie powiązanych z sobą płynnych rynków finansowych [15, s. 76] oznacza dla jego uczestników nie tylko możliwość zawierania transakcji na całym globalnym rynku, ale również łatwość rozprzestrzeniania się sytuacji niepożądanych. Negatywnym aspektem globalizacji rynków finansowych jest niewątpliwie przesyłanie impulsów kryzysów giełdowych (i całych systemów finansowych) oraz powstawanie tzw. baniek spekulacyjnych. Trwałe obniżenie stóp procentowych, możliwe dzięki skutecznej walce z inflacją, pozwoliło na zaciąganie pożyczek przez inwestorów na cele spekulacyjne (nie tylko na krajowych rynkach pieniężnych, ale również na globalnym międzybankowym rynku pieniężnym [15, s. 71]). Optymizm inwestorów, spowodowany najczęściej przełomem technologicznym, nie zawsze znajduje uzasadnienie w rzeczywistej sytuacji ekonomicznej spółek, dlatego tak istotne jest, aby możliwa była analiza sposobu zarządzania podmiotami gospodarczymi i wzrostu ich wartości w długim okresie. Nie do przecenienia jest zatem rola zasad ładu korporacyjnego w kształtowaniu sytuacji spółek.

Literatura

- [1] Alfaro L., *Capital Flows in a Globalized World: The Role of Policies and Institutions*, Harvard Business School, Harvard 2006.
- [2] Budnikowski A., *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2006.
- [3] Drelich-Skulska B. (red.), *Azja–Pacyfik. Obraz gospodarczy regionu*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław 2007.
- [4] Drelich-Skulska B. (red.), *Procesy integracyjne w regionie Azji i Pacyfiku*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2008.

- [5] Furtek M., Jurcewicz W., *Corporate governance – ład korporacyjny w spółkach akcyjnych*, „Przeгляд Prawa Handlowego” 2002, nr 6.
- [6] Jaworski T., *Wartość wewnętrzna akcji a jej cena na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 1999.
- [7] Jeżak J., *Ład korporacyjny. Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2010.
- [8] Kotyński J., *Globalizacja finansowa a wzrost gospodarczy nowych krajów członkowskich Unii Europejskiej*, [w:] W. Małecki, *Globalizacja rynków finansowych – implikacje dla Polski*, Vizja Press&IT, Warszawa 2007.
- [9] Małecki W., *Globalizacja rynków finansowych a polityka kursu walutowego w Polsce*, [w:] W. Małecki (red.), *Globalizacja rynków finansowych – implikacje dla Polski*, Vizja Press&IT, Warszawa 2007.
- [10] Michalski R., *Finanse międzynarodowe. Przewodnik programowy*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Ubezpieczeń i Bankowości w Warszawie, Warszawa 2004.
- [11] Miklaszewski S. (red.), *Międzynarodowe stosunki gospodarcze u progu XXI wieku*, Wydawnictwo Difin, Warszawa 2005.
- [12] Reilly F.K., Brown K.C., *Analiza inwestycji i zarządzanie portfelem*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2001.
- [13] *Rocznik Strategiczny 2010*, Wydawnictwo Naukowe Scholar, Warszawa 2011.
- [14] Rymarczyk J. (red.), *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2006.
- [15] Sławiński A., *Banki centralne a globalizacja*, [w:] W. Małecki, *Globalizacja rynków finansowych – implikacje dla Polski*, Wydawnictwo Vizja Press&IT, Warszawa 2007.
- [16] Zorska A., *Ku globalizacji? Przemiany w korporacjach transnarodowych w gospodarce światowej*, PWN, Warszawa 1998.
- [17] *Dreaming With BRICs: The Path to 2050*, “Global Economic Paper” no 99, Goldman Sachs Economic Research, 1.10.2003.
- [18] *O układzie sił w gospodarce światowej*, [w:] *Rocznik Strategiczny 2006/2007*, Wydawnictwo Naukowe Scholar, Warszawa 2007.
- [19] *Powrót na Jedwabny Szlak*, „Newsweek” 2008, nr 23.
- [20] *Zasady nadzoru korporacyjnego OECD*, Ministerstwo Skarbu Państwa, Warszawa 2004.

INTERNATIONAL CAPITAL FLOWS IN MODERN ECONOMY AS A RESULT OF CORPORATE GOVERNANCE REGULATIONS

Summary: Globalization, thanks to technological and information achievements, gives an opportunity to seek an investment goals and Stock Exchange companies results from all over the world. Therefore it also gives a chance for market participants to make a choice and take control of portfolio investments in accordance with the established investment strategy. The intensification of capital flows on the international markets causes rapid growth of significance of financial markets and institutions which make the selling mechanism function efficiently. In times of national economies globalization, when the capital does not have any obstacles to flow among markets, the accessibility of information is a basic and decisive factor for choosing an individual investor. The deciding factor of investors are the principles of corporate governance which conditions the investment attractiveness of subjects and all capital markets.

Keywords: corporate governance, investment attractiveness, international capital flows.