

Emilia Stola

Poziom zagranicznych inwestycji portfelowych na polskim rynku kapitałowym

Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania 10, 663-673

2008

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach
dozwolonego użytku.

EMILIA STOLA

POZIOM ZAGRANICZNYCH INWESTYCJI PORTFELOWYCH NA POLSKIM RYNKU KAPITAŁOWYM

Wstęp

Rynek finansowy jest rynkiem za pośrednictwem, którego dokonuje się wymiana jednego rodzaju aktywów finansowych na inne aktywa finansowe¹. Głównie dotyczy ona wymiany pieniądza na dochodowe aktywa przynoszące korzyści materialne ich właścicielom. Na rynku tym mają miejsce dwa typy operacji, pieniężne i kapitałowe², które jednocześnie dzielą ten rynek na kapitałowy i pieniężny. Na rynku pieniężnym dokonywany jest obrót walorami krótkoterminowymi, natomiast rynek kapitałowy tworzą transakcje z udziałem długoterminowych instrumentów finansowych m.in. akcjami, opcjami i kontraktami. Na rynku kapitałowym występują inwestorzy indywidualni i instytucjonalni krajowi oraz zagraniczni, którzy obecność na giełdzie zaznaczają poprzez inwestycje zagraniczne.

Inwestycje zagraniczne to ruch kapitału równoznaczny z nabywaniem aktywów za granicą. Jednym z rodzajów inwestycji zagranicznych są inwestycje portfelowe, które polegają na zakupie papierów wartościowych w pakiecie nie związanym z procesem podejmowania decyzji, dotyczącej działalności danej jednostki³. Inwestycje tego rodzaju mają charakter zazwyczaj krótkoterminowy i głównie są realizowane zamiarem odnoszenia korzyści materialnych z tytułu

¹ Jajuga K. Jajuga T., *Inwestycje. Instrumenty finansowe. Inżynieria finansowa*. PWN, Warszawa 1999, s. 7 – 8.

² Nowak K., *Polski Rynek kapitałowy. Instrumenty – uczestnicy – inwestycje*. Wydawnictwo WSB, Poznań 1997, s. 11 – 13.

³ Ciużyńska G., *Międzynarodowe przepływy kapitału* [w:] Bożyk P. [red.]: Egzemplifikacja międzynarodowych stosunków gospodarczych. Wydawnictwo WSHiP. Warszawa 2004, s. 56 – 57.

wzrostu kursów akcji, bądź dywersyfikacji portfela inwestycyjnego, celem ograniczenia ryzyka. W Polsce inwestorzy zagraniczni nabywają papiery wartościowe poprzez proprietary account, czyli indywidualne rachunki papierów wartościowych, które są prowadzone przez uprawnione podmioty⁴.

Obecność zagranicznego kapitału w Polsce, najszybciej i najsilniej ujawniła się na rynku kapitałowym w początkach lat dziewięćdziesiątych, kiedy to została zapoczątkowana transformacja tego rynku. Zmiany zachodzące na polskim rynku kapitałowym, głównie dynamiczny przyrost jego wartości, powodują rosnące zainteresowanie różnych grup inwestorów, w tym także inwestorów zagranicznych. Do czynników decydujących o atrakcyjności rynków kapitałowych, w tym także polskiego, należą przede wszystkim rosnąca koniunktura na rynku, postęp w telekomunikacji, dostęp do informacji, a także szeroki wybór instrumentów inwestycyjnych oraz przyjazne inwestorom przepisy prawne. W przypadku polskiego rynku kapitałowego, również przystąpienie Polski do struktur Unii Europejskiej oraz stosunkowo niska inflacja i stabilne kursy walutowe, spowodowały wzrost wiarygodności kraju, a tym samym zwiększyły zaufanie inwestorów. Ponadto inwestycje zagraniczne w sektorze finansowym są jednym z niezbędnych czynników stymulujących procesy transformacji i dalszego rozwoju polskiego rynku kapitałowego. Stąd ich napływ jest wskazany. Jednak obok elementów decydujących o atrakcyjności polskiego rynku kapitałowego istnieją ograniczenia w dostępie do niego inwestorów zagranicznych. Najczęściej spotykanymi są takie bariery jak brak informacji, niestabilność przepisów prawnych i podatkowych oraz w przypadku Polski, nadal słabo rozwinięta infrastruktura telekomunikacyjna i bankowa, a także rozbudowane formalności administracyjne⁵. Dodatkowo na odpływ zagranicznych inwestorów przyczynia się nasilająca konkurencja rynków kapitałowych innych państw. Polski rynek kapitałowy głównie rywalizuje o kapitał zagraniczny z rynkami krajów Europy Środkowej, takich jak Estonia, Czechy, Słowacja, Litwa i Łotwa oraz Węgry.

⁴ W Polsce uprawnionymi podmiotami są firmy inwestycyjne z siedzibą na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, banki powiernicze z siedzibą na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, zagraniczne firmy inwestycyjne oraz inne zagraniczne osoby prawne prowadzące działalność maklerską na terytorium Rzeczypospolitej Polski w formie oddziału.

⁵ Kisiel-Łowczyc A.B. [red.], *Współczesna gospodarka światowa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 1999, s. 147 – 148.

Cel i metodyka

Celem opracowania jest określenie poziomu zagranicznych inwestycji portfelowych na polskim rynku kapitałowym oraz wyszczególnienie głównych przesłanek przyciągających inwestorów zagranicznych.

W opracowaniu przedstawiono dane empiryczne pochodzące z raportów Komisji Papierów Wartościowych i Giełd z lat 2000 – 2007. Ogólny poziom inwestycji portfelowych został ukazany zarówno w wartości skumulowanej jak i w przeliczeniu na inwestycje w akcje oraz instrumenty pochodne – opcje i kontrakty. Miernikiem, wykorzystanym przy analizie wielkości giełdy i rynku kapitałowego jest kapitalizacja giełdy, liczona jako całkowita wartość papierów wartościowych notowanych na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych (WGPW).

Wyniki i analiza

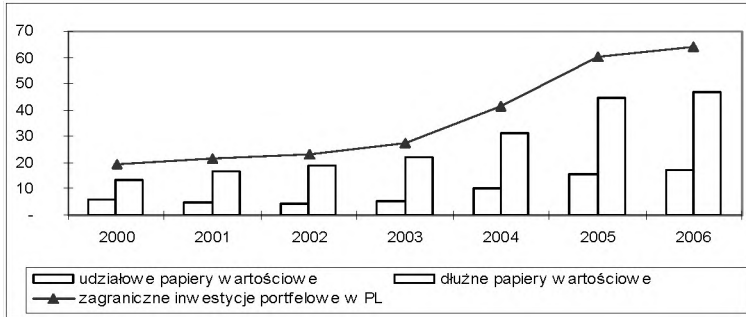
Dobra koniunktura inwestycyjna rozpoczęła się na polskiej giełdzie od początku 2003 roku, co było związane z ogólną hossą na światowych rynkach, jak również tendencją wzrostową tendencją stóp procentowych w Polsce (rys. 1). Jednak dopiero w 2005 r. został odnotowany znaczny wzrost zagranicznych inwestycji portfelowych ogółem o około 45,4 p.p. w porównaniu z rokiem 2004. Spowodowany był on głównie wzrostem cen papierów wartościowych oraz różnic kursowych, wynikających ze stabilizacji polskiej waluty. W 2006 r. wartość zagranicznych inwestycji portfelowych wyniosła 64,14 mld euro, co stanowiło niespełna 30% wartości polskich pasywów zagranicznych. W porównaniu z rokiem 2005, wartość tych inwestycji wzrosła o około 6%, głównie poprzez zakup obligacji Skarbu Państwa⁶.

Struktura zagranicznych inwestycji portfelowych, w której dominują dłużne papiery wartościowe, utrzymuje się na polskim rynku kapitałowym od wielu lat. W 2006 r. udział dłużnych papierów wartościowych wynosił ponad 73% (47 mld euro) ogółu zagranicznych inwestycji portfelowych w Polsce. Głównie inwestorzy zagraniczni w swoich portfelach inwestycyjnych posiadali papiery długoterminowe (99,8%)⁷, natomiast pod względem kategorii papierów dłużnych w portfelach dominowały obligacje, zarówno, Skarbu Państwa, jak i pol-

⁶ Międzynarodowa pozycja inwestycyjna Polski w 2006 roku – raport NBP, Warszawa 2007.

⁷ Ibidem.

skich przedsiębiorstw oraz banków, emitowanych głównie na rynkach zagranicznych. W przypadku udziałowych papierów wartościowych, w które inwestowali nierezydenci, były to głównie akcje spółek notowanych na WGPW, a ich udział w strukturze inwestycji portfelowych w 2006 r. kształtował się na poziomie 27% (tj. 17,14 mld euro).



Rys. 1. Zagraniczne inwestycje portfelowe w Polsce – wartość skumulowana [w mld euro]

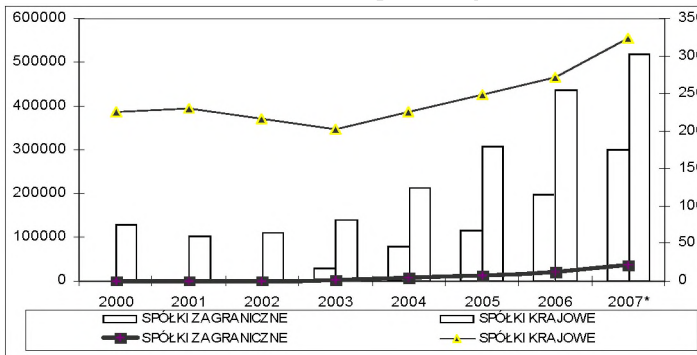
Źródło: opracowanie na podstawie raportów KPWiG z lat 2001 – 2007.

Zachodzące procesy integracji i globalizacji rynków finansowych, oraz związana z tym rosnąca konkurencja różnych giełd o inwestorów, stanowiły podstawowy motyw rozwoju WGPW. Głównymi konkurentami WGPW są giełdy w Budapeszcie i w Wiedniu, głównie ze względu na wielkość kapitalizacji oraz poziom obrotów.

Biorąc pod uwagę kapitalizację giełdy według spółek krajowych, WGPW jest porównywalna do takich giełd m.in. w Dublinie, Pradze, Cyprze i Bratysławie. Podobnie jest w przypadku obrotu akcjami – najbliższej WGPW do giełdy w Bratysławie oraz Pradze.

W latach 2000 – 2007, wartość kapitalizacji WGPW zdecydowanie wzrosła, podobnie zresztą jak liczba notowanych na niej spółek, zarówno krajowych, jak i zagranicznych (rys. 2). Wpływ na ten wzrost m.in. miało wejście Polski do struktur UE w 2004. Wprowadzone normy oraz dyrektywy unijne, dotyczących prawa kapitałowego, pozwoliły inwestorom na swobodne inwestowanie w tych strukturach. Także hossa odnotowana na największych giełdach światowych, przyczyniła się do wzrostu kapitalizacji w badanym okresie. Wysoki wzrost kapitalizacji w 2007 roku był wynikiem natomiast wprowadzenia na giełdę nowych – instrumentów strukturyzowanych w 2006 r. i w marcu 2007 r., w tym

certyfikatów strukturyzowanych na ropę naftową Brent oraz na złoto, które wywołały gwałtowny popyt ze strony inwestorów zagranicznych na WGPW. Porównując WGPW pod względem wartości kapitalizacji (150 mln euro⁸), najbliższej jej do giełdy wiedeńskiej (133,5 mld euro). Polski parkiet nadal nie jest współmierny do takich giełd, jak giełda w Niemczech (kapitalizacja 1,5 bln euro), lub do giełdy w Londynie (3,6 bln euro). Tak znaczące dysproporcje pomiędzy poziomem kapitalizacji giełdy warszawskiej a giełdami państw rozwiniętych gospodarczo wynikają z kilku przyczyn, m.in. WGPW jest jednym z młodszych rynków w Europie, a zatem jest on dopiero w fazie wzrostu. Ponadto w Polsce w procesie pozyskania kapitału dominuje kredyt bankowy, a nie emisja akcji, także system prywatyzacji spółek Skarbu Państwa, który następował poprzez sprzedaż zachodnim koncernom, bez notowania ich na giełdzie, nie przyczynił się do zwiększenia wartości kapitalizacji WGPW.



Rys. 2. Kapitalizacja GPW [w tys. zł] oraz liczba notowanych spółek

Źródło: opracowanie na podstawie raportów KPWiG z lat 2001 – 2007.

O silnej pozycji polskiego rynku kapitałowego świadczy także liczba notowanych spółek. Liczba notowanych spółek jest zależna od koniunktury gospodarczej. Stąd ich wzrost zwykle pokrywa się ze wzrostem gospodarczym. Zjawisko to potwierdza sytuacja w Polsce, wraz z poprawą koniunktury gospodarczej od 2004 r., rosła także liczba notowanych spółek na WGPW. Dynamika wzrostu liczby tych spółek, w badanym okresie, wyniosła 153%.

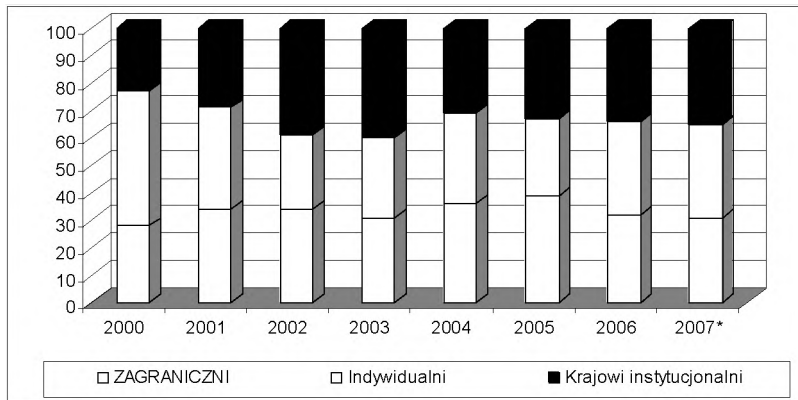
Pod względem liczby spółek znajdujących się na parkietach, porównywalne do WGPW są giełdy w Talinie⁹ oraz Rydze. W polskiej strukturze spółek

⁸ Dane na koniec 2006 r.

⁹ W 2006 r. około 300 spółek.

notowanych na giełdzie przeważają spółki krajowe – ponad 93%. Natomiast liczba spółek zagranicznych notowanych na WGPW, wynosi 21. Porównując natomiast obroty akcjami przez inwestorów zagranicznych, WGPW najbliższej do takich giełd jak Kopenhadzka oraz Cypryjska.

W latach 2000 – 2006 udział inwestorów zagranicznych na warszawskim rynku akcji kształtował się na stabilnym poziomie od 22% w 2000 r. do 33% w 2007 r. (rys. 3). Pomimo niewielkich zmian w ujęciu procentowych w tej strukturze obrotów, w badanym okresie, następowały dosyć wysokie zmiany w ujęciu wartościowym. W 2004 roku 69% ogólnej wartości obrotu akcjami należała do inwestorów zagranicznych. W 2005 roku inwestorzy zagraniczni przeważali w ogólnej strukturze obrotów akcjami na WGPW.



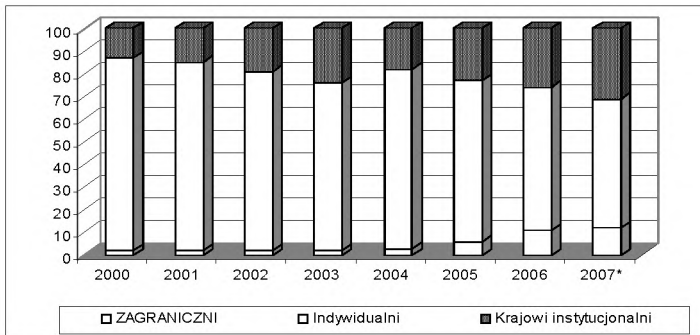
Rys. 3. Udział poszczególnych grup inwestorów w obrotach akcjami na WGPW [%]
Źródło: opracowanie na podstawie raportów KPWIG z lat 2001 – 2007.

WGPW jest największym rynkiem instrumentów pochodnych w regionie Europy Środkowo – Wschodniej, pomimo niewielkich obrotów oraz faktu, iż jest to segment rynku kapitałowego nadal jest słabo rozwinięty, ale jednocześnie o największym potencjale wzrostu.

Udział inwestorów zagranicznych na rynku kontraktów terminowych w ciągu ostatnich 2 lat, nieznacznie wzrósł do poziomu 8% (rys.4). Przedtem pozostawał na stałym i niewielkim poziomie (około 2%). Inwestorzy zagraniczni mieli w 2004 r. dwukrotnie większy udział w rynku kontraktów terminowych niż w ciągu ostatnich 4 lat, ale nadal nie przekraczał on poziomu 4%. Obecnie udział inwestorów zagranicznych na rynku kontraktów terminowych jest stały i wynosi około 5,5%. W 2007 r. udział inwestorów zagranicznych na tym rynku

pozostał na niezmienionym poziomie, choć wartościowo odnotował wzrost o 40 p.p.

Rynek obrotu opcjami w Polsce powstał w 2003 r., więc jest stosunkowo nowym rynkiem. W obrocie na WGPW znajdują się zarówno opcje kupna, jak i opcje sprzedaży, charakteryzujące się europejskim stylem wykonania¹⁰. Dane na rys. 5 ukazują rosnące zainteresowanie inwestorów opcjami. W latach 2004 - 2006 udział ten kształtował się na poziomie 1 – 2%, dopiero w 2007 r. wzrósł do poziomu około 5%. W ujęciu wartościowym w ostatnim półroczu 2007 r. nastąpił wzrost wolumenu obrotu opcjami, dokonany przez inwestorów zagranicznych o około 140%.



Rys. 4. Udział poszczególnych grup inwestorów w obrotach kontraktami terminowymi na WGPW [%]

Źródło: opracowanie na podstawie raportów KPWiG z lat 2001 – 2007.

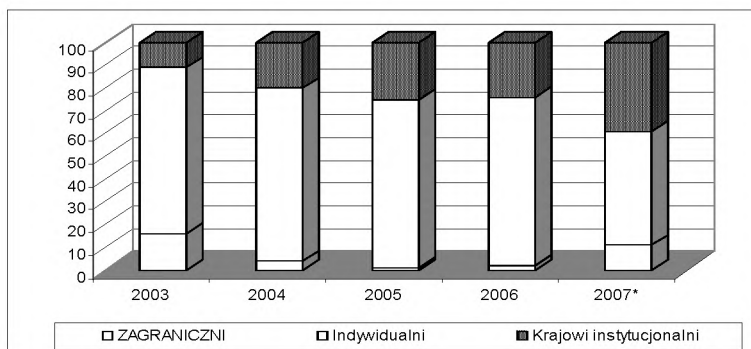
Dane zawartych na rysunkach 4 i 5 pozwalają stwierdzić, iż inwestorzy zagraniczni preferują kontrakty terminowe aniżeli opcje. Wynika to głównie z mniejszego wyboru instrumentów dostępnych w postaci opcji w porównaniu do szerokiego wachlarza instrumentów bazowych dla kontraktów terminowych (stosunek 54 do 122)¹¹.

W tabeli 1 zostały zaprezentowane kraje, z których pochodzi większość zagranicznych inwestycji portfelowych. Dominującą rolę wśród inwestycji portfelowych mają w Polsce inwestorzy z Wielkiej Brytanii oraz Austrii. Pod względem rodzajów inwestycji portfelowych dominuje zakup akcji

¹⁰ Opcje europejskie mogą być wykonane tylko w dniu wygaśnięcia, w przeciwieństwie do opcji amerykańskich, które mogą być wykonywane w terminie dowolnym przed upływem daty wygaśnięcia.

¹¹ Stosunek instrumentów dostępnych w postaci opcji do instrumentów bazowych dla kontraktów terminowych – *Polski rynek kapitałowy w 2006* – raporty KPWiG, Warszawa 2007.

oraz opcji, rośnie także liczba zawieranych kontraktów. Ze wszystkim wymienionymi w tabeli krajami, KPWiG podpisała w krajami tzw. Memoranda Uzgodnieniowe, czyli porozumienia ułatwiające wymianę informacji między giełdami tych państw, co sprzyja zawieraniu transakcji pomiędzy tymi powiatami.



Rys. 5. Udział poszczególnych grup inwestorów w obrotach opcjami na WGPW [%]
Źródło: opracowanie na podstawie raportów KPWiG z lat 2001 – 2007.

Tabela 1. Kraje pochodzenia inwestorów zagranicznych według miejsca złożenia zlecenia.

Lata	2005		2006			2007		
	Akcje	Kontrakty	Akcje	Kontrakty	Opcje	Akcje	Kontrakty	Opcje
Wielka Brytania	76	43	78	49	88	81	53	68
Austria	0	0	7	45	38	5	45	21
USA	4	0	7	0	0	4	0	0
Włochy	2	0	2	5	0	3	0	0
Niemcy	1	0	1	2	0	2	2	10
Francja	1	27	1	2	0	2	0	0
Inne	18	30	9	5	1	3	0	1

Źródło: raport KPWiG 2007.

Podsumowanie

W opracowaniu przedstawiono poziom zagranicznych inwestycji portfelowych na polskim rynku kapitałowym. Na podstawie przeprowadzonej analizy kształtowania się tych inwestycji, sformułowano następujące wnioski:

1. Rozwój WGPW, wprowadzanie nowych instrumentów oraz innowacyjnych rozwiązań inwestycyjnych, sprzyja unifikacji polskiej giełdy z globalnym rynkiem finansowym, a tym samym przyciąganiu zagranicznych inwestorów. Dodatkowo czynnikami sprzyjającym nowym inwestycjom portfelowym w Polsce są niskie koszty administracyjne i prowizyjne, a także wysokie tempo wzrostu gospodarczego w naszym kraju. Ponadto stosunkowo wysoka kapitalizacja giełdy w relacji do PKB (22%) oraz wyższa stopa zwrotu w porównaniu do giełd na rynkach rozwiniętych przy porównywalnym poziomie ryzyka¹², klasyfikuje polski rynek kapitałowy na jednej z czołowych pozycji w regionie Europy Środkowej. Do głównych niedoskonałości strukturalnych polskiego rynku kapitałowego, natomiast należy zaliczyć przede wszystkim niską płynność WGPW.
2. Dynamika zagranicznych inwestycji portfelowych w Polsce w latach 2000 – 2007 wyniosła 330,5%, co świadczy o rozwoju polskiego rynku kapitałowego, a także o zainteresowaniu zagranicznych inwestorów. W strukturze zagranicznych inwestycji portfelowych w Polsce, dominują długoterminowe dłużne papiery wartościowe (73%). Najczęściej są obligacje, zarówno, Skarbu Państwa, jak i polskich przedsiębiorstw oraz banków, emitowanych głównie na rynkach zagranicznych. W przypadku udziałowych papierów wartościowych (27%), w które inwestowali nierezydenci, były to głównie akcje spółek notowanych na WGPW. W analizowanym okresie nastąpiło zwiększenie udziału inwestycji w opcje (wzrost o 9 p.p. w 2007 r.) oraz kontrakty terminowe (wzrost o 6 p.p). Inwestorzy zagraniczni, głównie pochodzili z Wielkiej Brytanii oraz Austrii.
3. Czynnikiem dynamizującym dalszy napływ kapitału zagranicznego na polski rynek kapitałowy będzie rosnąca rola Polski na arenie międzynarodowej oraz stworzenie nowych instytucji finansowych o globalnym zasięgu. Obecnie pozycję międzynarodową umocniło wejście Polski do struktur UE oraz perspektywa przyjęcia euro, które sprzyjają napływowi kapitału zagranicznego w postaci inwestycji portfelowych. Tym samym dostarczyły kapitału pobudzającego gospodarkę, która z kolei przyczynia się do zwiększenia obrotów i pojawienia się nowych instrumentów oraz spółek na WGPW.

¹² wskaźnik Cena/Zysk dla spółek publicznych w krajach Europy Zachodniej jest o około 20 – 30% wyższy niż na GPW w Warszawie.

Literatura

1. Ciejpa-Znamirowski K., *Przesłanki rozwoju polskiego rynku kapitałowego*. Wydawnictwo Uniwersytetu w Białymstoku, Białystok 2007.
2. Ciużyńska G., *Międzynarodowe przepływy kapitału* [w:] Bożyk P. [red.]: *Egzemplifikacja międzynarodowych stosunków gospodarczych*. Wydawnictwo WSHiP, Warszawa 2004.
3. Dąbrowska K., Gruszczyński M., *Kapitał zagraniczny a transformacja sektora finansowego w Polsce*. PWN, Warszawa 2001.
4. Jajuga K., Jajuga T., *Inwestycje. Instrumenty finansowe. Inżynieria finansowa*. PWN, Warszawa 1999.
3. Kisiel-Łowczyk A.B. [red.], *Współczesna gospodarka światowa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 1999.
5. *Międzynarodowa pozycja inwestycyjna Polski – raporty NBP*, Warszawa 2007
6. Nowak K., *Polski Rynek kapitałowy. Instrumenty – uczestnicy – inwestycje*. Wydawnictwo WSB, Poznań 1997.
7. *Polski rynek kapitałowy w latach 2000 – 2007 – raporty KPWiG*, Warszawa 2001 – 2007
8. *Polski rynek kapitałowy w dwa lata po przystąpieniu do Unii Europejskiej – raport KPWiG*, Warszawa 2006

STRESZCZENIE

W opracowaniu przedstawiono poziom zagranicznych inwestycji portfelowych w Polsce, w latach 2000 – I połowa 2007. Wyszczególniono także przesłanki sprzyjające napływowi tego rodzaju kapitału do Polski. Dane empiryczne pochodzą z raportów Komisji Nadzoru Finansowego na temat sytuacji na polskim rynku kapitałowym w latach 2000 – 2007.

Dynamika zagranicznych inwestycji portfelowych w Polsce w latach 2000 – 2007 wynosiła 330,5%. Świadczyło to o rozwoju polskiego rynku kapitałowego, a także o zainteresowaniu zagranicznych inwestorów. W strukturze zagranicznych inwestycji portfelowych, przeważały długoterminowe dłużne papiery wartościowe (73%). Do głównych czynników przyciągających kapitał zagraniczny zaliczono korzystną koniunkturę gospodarczą oraz przyjazne inwestorom przepisy prawne. Również przystąpienie Polski do UE, stosunkowo niski poziom inflacji oraz stabilne kursy walutowe przyczyniły się do wzrostu napływu zagranicznych inwestycji portfelowych.

LEVEL OF FOREIGN INVESTMENTS IN SECURITIES ON THE POLISH CAPITAL MARKET

SUMMARY

The elaboration presents the analysis of level and structure in area of foreign investments in securities on Polish capital market. It details favorable premises for Poland inflow of kind of this capital also. The empirical research was based on data from reports of the Polish Financial Supervision Authority (PFSA) about situation of capital market in years 2000-2007.

Dynamics of foreign investments in securities in Poland amount to 330,5% in years 2000–2007. It showed development of Polish capital market and interest of foreign investor about this market. Long-term debt valuable papers prevailed in structure of this investments. For main factors, which attract foreign capital, included advantageous economic situation and conducive legal regulations for foreign investors. Poland's accession to the European Union, low of inflation relatively and stable currency rates had contributed to growth of foreign inflow of investment in Polish capital market.

Translated by E. Stola

Mgr Emilia Stola

Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego
emilia_stola@sggw.pl