

Mariusz Nowak

Uwarunkowania substytucji krajowych kapitałów inwestycyjnych na zagranicznych rynkach finansowych na przykładzie spółek publicznych

Studia Lubuskie : prace Instytutu Prawa i Administracji Państwowej Wyższej
Szkoły Zawodowej w Sulechowie 2, 165-175

2006

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.



MARIUSZ NOWAK

**UWARUNKOWANIA SUBSTYTUCJI KRAJOWYCH KAPITAŁÓW
INWESTYCYJNYCH NA ZAGRANICZNYCH RYNKACH
FINANSOWYCH NA PRZYKŁADZIE
SPÓŁEK PUBLICZNYCH**

Wstęp

Procesy alokacji kapitału inwestycyjnego zawierają dwa podstawowe obszary zagadnień: zdefiniowanie źródeł oraz optymalnej struktury finansowania oraz dokonanie oceny mikroekonomicznej efektywności na podstawie rachunku ekonomicznego. Finansowanie inwestycji należy do najbardziej skomplikowanych zagadnień w ramach prowadzonego rachunku co wynika z faktu zaangażowania dużych kwotowo środków zarówno ze źródeł wewnętrznych i zewnętrznych. Odnosząc problematykę pozyskiwania środków finansowych przez polskie podmioty gospodarcze należy odróżnić dwie grupy przedsiębiorstw: sektor MSP oraz duże podmioty zorganizowane w formie spółek akcyjnych notowanych na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Pobieżna nawet analiza struktury finansowania pozwala na stwierdzenie, że oba typy przedsiębiorstw cechują zgoła odmienne strategie i źródła finansowania. Pomijając w niniejszej analizie sektor MSP można dokonać:

- wskazania korzyści finansowych z obecności na zagranicznym rynku kapitałowym z punktu widzenia kosztu kapitału,
- analizy możliwości na wejście polskich *blue chip*ów na zagraniczne giełdy papierów wartościowych w celu zmaksymalizowania wieloargumentowej funkcji celu korzyści z integracji narodowych rynków finansowych.

Wzrost potencjału dochodowego polskiej gospodarki może się odbywać poprzez trzy podstawowe kanały: napływ zagranicznych inwestycji bezpośrednich,

względnie stałą obecność kapitału portfelowego uzupełniającego krajowe oszczędności oraz poprzez finansowanie się (ewentualnie obecność) na zagranicznych rynkach finansowych. Ostatnie rozwiązanie wydaje się jak do tej pory nie zauważanym szeroko rozwiązaniem instytucjonalnym, które ma oczywisty związek z postępującą integracją Polski w ramach struktur europejskich. Czynniki powyższe pozwalają na postawienie następującej tezy: integracja europejskiego i światowego rynku kapitałowego pozwala krajom o tzw. odseparowanym rynku kapitałowym uzyskać szereg korzyści natury finansowej i ekonomicznej poprzez emisję walorów kapitałowych na najbardziej dojrzałych giełdach lub rynkach pozagiełdowych. Biorąc zatem od uwagę nowe warunki funkcjonowania polskich podmiotów gospodarczych po akcesji do Unii Europejskiej jest to zagadnienie, które powinno zarówno znaleźć się w spektrum zainteresowania polskiego rządu jak i konkretnych spółek publicznych (szczególnie tzw. polskich *blue chipów*).

1. Procesy integracji rynków kapitałowych a możliwości pozyskiwania kapitału inwestycyjnego przez polskie spółki akcyjne

Zmiana struktury sfery realnej gospodarki zapoczątkowana w 1990 roku przebiegała równolegle do zmian zachodzących w polskim sektorze finansowym. Tempo konwersji rozwiązań instytucjonalnych podyktowane było co najmniej trzema zasadniczymi czynnikami:¹

- poziomem przyzwolenia społecznego,
- warunkami brzegowymi instalowania nowego ładu instytucji rynkowych i państwowych, zdeterminowanymi poprzednim ustrojem polityczno-gospodarczym,
- przyjętą strategią zmian gospodarczych rozumianych jako konwergentny zespół subpolityki transformacji i subpolityki wzrostu gospodarczego.

Zapoczątkowany i petryfikowany przez ostatnie 15 lat transformacji proces budowy instytucji alokacji kapitału wraz z polityką prywatyzacji sektora bankowego spowodował określone warunki finansowania sfery realnej. Jest to szczególnie widoczne w przypadku polityki oceny zdolności kredytowej wobec sektora MSP. Strategia współpracy banków krajowych z MSP została ukierunkowana prawie tylko i wyłącznie na obsługę rachunków rozliczeniowych

¹ G. Kołodko, *Ekonomia i polityka transformacji*, wyd. Poltext, Warszawa 1999, s. 29-35. Zob. także: G. Kołodko, *Globalizacja a perspektywy rozwoju krajów posocjalistycznych*, wyd. Dom Organizatora, Toruń 2001, G. Kołodko, *Kwadratura pięciokąta. Od załamania gospodarczego do trwałego wzrostu*, Poltext, Warszawa 1993, G. Kołodko, *O Naprawie Naszych Finansów*, Dom Organizatora, Toruń 2004, T. Kowalik, *Współczesne systemy ekonomiczne. Powstanie, ewolucja, zarys.*, wyd. WSPiZ im. L. Koźminkiego, Warszawa 2000., L. Balcerowicz, *Socjalizm, kapitalizm, transformacja. Szkice z przełomu epok*, PWN, Warszawa 1997.

oraz przyjmowanie czasowych nadwyżek finansowych². Z punktu widzenia sektora bankowego oraz bezpieczeństwa systemu bankowego przyjęte instytucje oceny zdolności kredytowej spowodowały zatem eliminację z rynku kredytowego wiele podmiotów. Proces ten dotyczy głównie sektora MSP.

W przypadku natomiast spółek publicznych pozyskiwanie kapitału staje się także coraz trudniejsze oraz kosztowne. Istotnym więc czynnikiem, który mógłby stanowić alternatywę dla polskich podmiotów gospodarczych jest zwiększenie ich aktywność na zagranicznych rynkach kapitałowych. Procesy dokonujące się w ramach integracji europejskiej oraz globalizacji świata finansów oraz produkcji i handlu wymuszają w niedalekiej przyszłości ukierunkowanie się na zagraniczne giełdy papierów wartościowych lub inne segmenty rynku kapitałowego. Podstawy integracji rynków kapitałowych w sensie swobody przepływu kapitału zostały zapoczątkowane (w sensie formalnym) przez OECD w postaci kodeksu liberalizacji przepływów kapitałowych. Wolny przepływ kapitału jako jeden z filarów Unii Europejskiej zyskał już w wymiarze rachunku korzyści i strat pozytywne doświadczenia. Swobodny przepływ kapitału pomiędzy rynkami daje możliwość jego efektywnego wykorzystania. Oszczędności są wówczas kierowane do kraju, który zapewnia ich najbardziej efektywne ekonomicznie ich wykorzystanie. Jest to szczególnie ważne w przypadku tzw. rynków wschodzących (Polska), charakteryzujących się m.in. ograniczoną podażą oszczędności wewnętrznych.

Liberalizacja transakcji kapitałowych umożliwia również rozwój handlu międzynarodowego, gdyż ułatwia finansowanie handlu oraz związanych z nim inwestycji. „Wszystko to daje szansę na bardziej efektywne wykorzystanie oszczędności i inwestycji, stwarzając w efekcie możliwość przyspieszenia wzrostu gospodarczego i zwiększenia dobrobytu społecznego.”³

Łącząc cele makroekonomiczne państwa w postaci wzrostu PKB i HDI z celami ekonomicznymi podmiotów gospodarczych można stwierdzić, że *liberalizacja rynków finansowych i towarowych, a przez to możliwość eksportu towarów oraz importu kapitału powinny być silnie akcentowanym celem makro- i mikroekonomicznym*.

Silnym argumentem za ukierunkowaniem się na rynki zagraniczne polskich podmiotów gospodarczych (dużych spółek) poprzez pozyskiwanie kapitału inwestycyjnego jest porównanie polskiego i zagranicznych (europejskich, amerykańskich) rynków kapitałowych. Porównania można dokonać na podstawie kryteriów zaproponowanych przez P. Einziga.⁴

² Zob. szerzej: Zaleska M., *Pobudzanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw (MSP) w Polsce*, [w:] pod. red. Bieliński J., *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a alokacja kapitału*, wyd. CeDeWu, Warszawa 2004, s. 279.

³ Nawrot W., *Finansowanie firm na rynkach zagranicznych*, CeDeWu Wydawnictwa Fachowe, Warszawa 2005, s. 17.

⁴ Zob. szerzej: Einzig P., *Requirements of Capital Markets*, St Martin's Press, New York 1966, s.25-27..

Tabela nr 1. *Porównanie polskiego i zagranicznych rynków kapitałowych (Francja, Niemcy, Wielka Brytania).*

Kryterium	Polski rynek kapitałowy	Zagraniczne rynki kapitałowe
Zasoby dostępnego kapitału	Małe	Bardzo wysokie
Wielość dostawców	Bardzo mała	Bardzo wysoka
Wielość wyspecjalizowanych pośredników	Bardzo mała	Bardzo wysoka
Transparencja informacyjna	Mała	Bardzo wysoka
Waluta notowań w kontekście stabilności	Mało stabilna, waluta peryferyjna	Silna, waluta rezerwowa świata
Stabilność otoczenia makroekonomicznego i politycznego	Względna stabilność – dość silne oddziaływanie cykli politycznych	Wysoka stabilność, gospodarka odseparowana od bieżących wydarzeń politycznych
Poziom i stabilność stóp procentowych	Bardzo wysokie realne stopy z dużą tendencją do fluktuacji – podstawowy instrument polityki monetarnej	Niskie lub bardzo niskie – bardzo duża stabilność w średnim i długim horyzoncie
Duża i sprawnie funkcjonująca giełda papierów wartościowych	Mała – zagrożona marginalizacją w regionie	Duże giełdy – wysoka sprawność w pozyskiwaniu nowych emitentów
Koszty transakcyjne	Wysokie	Niskie
Poziom wymagań dla emitentów	Bardzo restrykcyjny	Niższa restrykcyjność

Źródło: *opracowanie własne.*

Powyższe porównanie pozwala na potwierdzenie sformułowanych powyżej stwierdzeń o konieczności wejścia na zagraniczne rynki kapitałowe w celu uzyskania wielu korzyści z obszaru na przykład kosztu kapitału, a przede wszystkim zwiększenia świadomości marki (nazwy handlowej).

Forpocztą procesu implementacji polskich spółek akcyjnych na zagranicznych rynkach kapitałowych powinna być aktywna polityka państwa w zakresie finansowania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa (rynek dłużny) jak i przede wszystkim utrzymanie i rozwinięcie metody prywatyzacji państwowych gałęzi gospodarki w oparciu o zagraniczne giełdy papierów wartościowych. B. Bartolotti,

M. Fantini i C. Scarpa na podstawie prowadzonych badań motywów rządów w zakresie wprowadzania spółek państwowych na zagraniczne giełdy wykazali, iż proces ten ma swoje uzasadnienie w postaci:⁵

- małe rynki kapitałowe nie są w stanie ze względu na podaż oszczędności zaabsorbować oferowanej ilości akcji,
- duży rynek o wysokim poziomie kapitału oczekującego na alokację może zaakceptować wyższe ceny emisyjne,
- występuje prawie zawsze bardzo szybka poprawa efektywności ekonomicznej w prywatyzowanych spółkach.

Ostatni czynnik ulega wzmocnieniu poprzez transfer inżynierii zarządzania do krajowych spółek, a także nowoczesnych i efektywnych zasad ładu korporacyjnego.⁶

2. Motywy ekonomiczne pozyskania kapitału na rynku zagranicznym – efekt niższego kosztu kapitału

Wachlarz korzyści jak i kosztów obecności na zagranicznej giełdzie stanowi o decyzji konkretnej spółki co do możliwości pozyskiwania kapitału zagranicznego. Jednym z najważniejszych czynników pozytywnych jest uzasadnienie praktyczne i teoretyczne finansowania się na rozwiniętym rynku kapitałowym w postaci obniżenia kosztu kapitału. Z punktu widzenia koncepcji kreowania wartości dla akcjonariuszy argument powyższy należy uznać za jeden z najważniejszych co wynika ze wzmocnienia generatora zaktualizowanych wartości przepływów finansowych dla akcjonariuszy poprzez niższą wartość mnożnika wartości obecnej dla danego okresu. W uproszczeniu koszt kapitału pozyskany przez firmę na rynku papierów wartościowych odpowiada oczekiwanej przez nabywców stopie zwrotu z zainwestowanego kapitału. Nie wdając się w skomplikowane zagadnienia teorii kosztu kapitału, jego optymalizacji oraz stabilności można stwierdzić, iż jest to jeden z najważniejszych argumentów pozytywnych.

Wobec rosnącej konkurencji na rynku europejskim oraz irracjonalnego dysparytetu stóp procentowych (NBP, a szczególnie krajowe banki komercyjne) niższy koszt kapitału stanowi ułatwienie dla wzrostu wartości przedsiębiorstwa.

Teoretyczne założenie niższego kosztu kapitału opiera się na następujących założeniach:⁷

⁵ B. Bartolotti, M. Fantini i C. Scarpa, *Why do Governments Privatize Abroad?* European Commision Research Project nr HPSE-CT-1900-00007, 2000 Y.

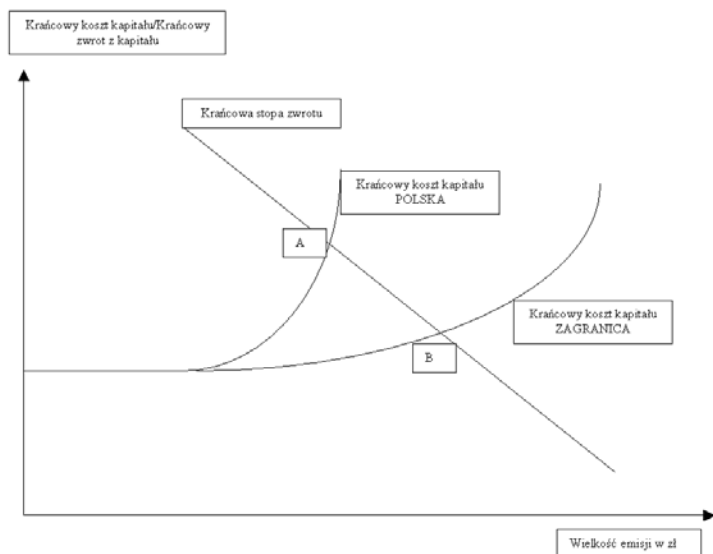
⁶ Zob. szerzej: J. Jeżak, *Rola Rady Nadzorczej w procesie podnoszenia wartości spółki*, w: pod. red. J. Bieliński, *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa a alokacja kapitału*, wyd. CeDeWu, Warszawa 2004, s. 106-112.

⁷ Zob. szerzej: Eiteman D., Stonehill A., Moffett M., *Multinational Business – The Global Cost Of Capital*, Addison-Wesley Publishing Company, New York 1998.

1. *Nabycie akcji przez inwestora na przykład niemieckiego na WGPW wiąże się z wyższym ryzykiem inwestycyjnym. Stąd inwestor musi zgodnie z logiką teorii inwestycji finansowych zażądać wyższej stopy zwrotu jako rekompensatę premii za ryzyko. Oferując bezpośrednio akcje w kraju inwestora eliminujemy premię za ryzyko (pozostałe rodzaje ryzyka wzmacniają sformułowane założenie).*
2. *Realizacja celu przedsiębiorstwa w postaci rozwoju potencjału dochodowego powoduje, iż każda dodatkowa jednostka pozyskiwanego kapitału (każda kolejna transza emisyjna lub program emisyjny) powoduje wzrost krańcowego kosztu kapitału.*
3. *Mala podaż kapitału na krajowym rynku kapitałowym prowadzi prawie automatycznie do wzrostu krańcowego kosztu kapitału. W przypadku głębokiego zagranicznego rynku kapitałowego krańcowy koszt będzie niższy.*
4. *Emitent pochodzący z tzw. kapitałowych rynków odseparowanych korzysta z efektu różnych rodzajów ryzyka dla inwestora zagranicznego w sytuacji gdyby inwestował w kraju emitenta.*

Przedstawiony wykres 1 pozwala na uwypuklenie efektu niższego krańcowego kosztu kapitału przy wykorzystaniu zagranicznego rynku kapitałowego.

Wykres 1. Podaż kapitału a krańcowy koszt kapitału na rynku zagranicznym

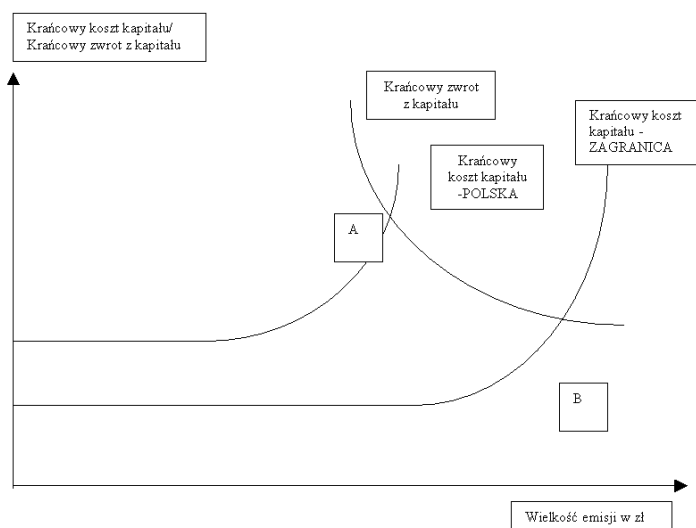


Źródło: opracowanie własne.

Analiza wykresu nr 1 pozwala na następujące wnioski. Ograniczona dostępność kapitału na rynku krajowym powoduje, iż krańcowy koszt kapitału zaczyna wzrastać znacznie szybciej niż na „obfitym” w kapitał rynku zagranicznym. Przecięcie krzywej krańcowego kosztu kapitału dla rynku krajowego z krańcową stopą zwrotu w punkcie „A” wyznacza optymalny program finansowania. Problem jest rozwiązywany poprzez uczestnictwo w zagranicznym rynku kapitałowym, gdzie dostępność wolnych kapitałów przesuwają punkt przecięcia krzywych w punkt „B”. Punkt „B” z kolei pokazuje, iż krańcowy koszt kapitału jest znacznie niższy, a przedsiębiorstwo może sfinansować inwestycje przy niższym koszcie kapitałowym.

Wykres nr 2 obrazuje z kolei niższy podstawowy i krańcowy koszt kapitału, a tym samym bardziej optymalny z punktu widzenia stopy zwrotu z kapitału i kosztu kapitałowego preliminarz inwestycyjny w sytuacji, gdy odseparowany rynek krajowy wymagałby wyższej stopy zwrotu żądanej przez inwestora. Rynek odseparowany definiowany jest przez pryzmat ryzyka kursu walutowego, różnicach w sprawozdawczości księgowej (np. sprawozdawczość według systemu *US GAAP* lub *IAS*), brak wymiany informacji *on line* w notowaniach oraz informacjach dla akcjonariuszy itp. Punkt przecięcia krzywej krańcowej stopy zwrotu i krzywej krańcowego kosztu kapitału jest umiejscowiony znacznie poniżej punktu (A), który obrazuje sytuację zakupu akcji na polskiej giełdzie przez inwestora zagranicznego.

Wykres 2 Rodzaj rynku (krajowy, zagraniczny) a koszt kapitału



Źródło: opracowanie własne.

Powyższe zagadnienie jest tylko jednym z zagadnień, które może zostać wykorzystane w sensie pozytywnym przez polskie spółki publiczne.

Najważniejszym czynnikiem generującym efekt renty zapóźnienia jest względne odseparowanie polskiego rynku kapitałowego (w szczególności giełdy warszawskiej) od rynków zagranicznych.

3. Możliwości substytucji kapitału przez polskie spółki publiczne

Rozważanie dotyczące możliwości pozyskania kapitału na zagranicznych giełdach papierów wartościowych, przy możliwości osiągnięcia innych celów cząstkowych (np. efekt marketingowy, ograniczenie koncentracji własności itp.) dotyczy tylko i wyłącznie największych spółek krajowych, które są przedmiotem obrotu na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych. Sam fakt notowań na giełdzie warszawskiej świadczy o wysokim poziomie zarządzania kapitałem co można także wiązać z nowoczesnymi metodami zarządzania kapitałem. Fakt ten powinien zatem ukierunkowywać analizy w zakresie kształtowania optymalnej struktury kapitału (w praktyce najniższego poziomu średnioważonego kosztu kapitału) na możliwość zaistnienia na zagranicznej giełdzie.

W tym celu istotnym jest wskazanie podstawowych tendencji w zakresie obecności spółek na innych rynkach kapitałowych niż macierzysty. W tabeli nr 2 i 3 zaprezentowano liczbę spółek, których walory (w różnej postaci) są przedmiotem obrotu na zagranicznej giełdzie lub też rynku OTC.

Tabela nr 2. *Spółki notowane na zagranicznych giełdach papierów wartościowych (stan na 1991 i 1997)*

Kraj emitenta	Europa Wschodnia i Centralna	Pozostałe kraje europejskie	Ameryka Centralna i Południowa	Japonia
Liczba spółek (1991)	3	63	26	99
Liczba spółek (1997)	18	78	139	100

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Nawrot W., *Finansowanie firm na rynkach zagranicznych*, CeDeWu Wydawnictwa Fachowe, Warszawa 2005, s.103.

Według stanu na 1997 rok zauważyć można, iż najbardziej innowacyjną grupę gospodarek stanowią państwa z Ameryki Centralnej i Południowej. W stosunku do roku 1991 liczba spółek jakie stały się przedmiotem obrotu na zagranicznych giełdach (głównie amerykańskich) wzrosła ponad 5–krotnie. Dla państw Europy Wschodniej i Centralnej wskaźnik ten wynosi 6, przy czym w ujęciu liczb bezwzględnych liczba spółek notowanych jest znacznie niższa. Tendencje dotyczące państw Ameryki Centralnej i Południowej mogą być przykładem określonych strategii wychodzenia ich przedsiębiorstw na najbardziej rozwinięte (wymagające) rynki światowych gospodarek.

W tabeli nr 3 natomiast można prześledzić tendencję w zakresie wyboru giełdy przez spółki z poszczególnych regionów Świata.

Tabela nr 3. *Liczba spółek spoza UE i USA notowanych na zagranicznych giełdach (stan na 1997)*

Giełda / Kraj pochodzenia	Europa Wschodnia i Centralna	Pozostale kraje europejskie	Ameryka Centralna i Południowa	Japonia
Amsterdam Stock Exchange	0	3	0	21
Brussels Stock Exchange	0	6	1	5
Franfurt Stock Exchange	0	18	0	56
Paris Stock Exchange	0	8	3	32
London Stock Exchange	14	18	19	29
EASDAQ	0	2	0	0
NASDAQ	0	23	26	0
NYSE	2	21	93	0

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Nawrot W., *Finansowanie firm na rynkach zagranicznych*, CeDeWu Wydawnictwa Fachowe, Warszawa 2005, s.102.

Tabela nr 3 pozwala na wyciągnięcie generalnego wniosku, iż najwyższy wskaźnik obecności na zagranicznych giełdach wykazują spółki japońskie. Wiązać to należy ze strategią ekspansji japońskich *keiretsu* na europejskie i amerykańskie rynki towarowe. Spółki te opierają swoją obecność na tych rynkach o pełne wykorzystanie efektywnych możliwości jakie stwarzają gospodarki unijne oraz amerykańska. Rozwój *keiretsu* opiera się zatem zarówno o kapitał ludzki, kapitał finansowy oraz surowce i produkty gotowe wytwarzane przez kooperantów z rynków macierzystych (kraju giełdy). Dane dla Europy Wschodniej pokazują wyraźnie, iż najbardziej preferowany jest londyński rynek finansowy.

Polskie spółki publiczne wykazują także tendencje wzrostowe w zakresie obecności na rynkach zagranicznych, przy czym dominującym instrumentem finansowym, a tym samym techniką „wchodzenia” na te rynki są emisje globalnych kwitów depozytowych. Prekursorem emisyjnym był w przypadku Polski Skarb Państwa, który w 1995 roku przeprowadził na podstawie umowy depozytowej z *Bank of New York* emisję globalnych kwitów depozytowych (zewnętrznych substytutów akcji notowanych na giełdzie warszawskiej). Typowa oferta GDR-ów oparta była o emisję prywatną dla amerykańskich inwestorów instytucjonalnych.

Tabela nr 4. Przykładowe emisje kwitów depozytowych przez polskie spółki publiczne

Nazwa spółki	Data emisji	Rodzaj kwitu	Emisja sponso-rowana	Emisja niespon-soro-wana	Stopa za-stapienia	Bank de-pozytowy	Bank powier-niczy
Bank Han-dlowy	Program zamknięty	GDR	Portal London	Frankfurt, Berlin, Mo-nachium	1:1	Deutsche Bank – Bankers Trust	BIG-BG
BIG-BG (Millenium)	1997	GDR	Portal London	Frankfurt, Berlin	1:15	The Bank of New York	Bank Pe-kao S.A.
KGHM	1997	GDR	Portal LSE	Berlin, Mo-nachium	1:2	Deutsche Bank – Ban-kers Trust	Deutsche Bank Polska
PKN Orlen	1999	GDR	Portal OTC LSE	Frankfurt, Berlin, Mo-nachium	1:2	The Bank of New York	Bank Pe-kao S.A.
TP SA	1998	GDR	Portal Luxem-burg LSE	Frankfurt, Berlin	1:1	The Bank of New York	Bank Pe-kao S.A.

Źródło: opracowanie własne na podstawie Nawrot W., *Finansowanie firm na rynkach zagranicznych*, wyd. CeDeWu, Warszawa 2005, s.116.

Przykładowe programy emisji kwitów depozytowych przeprowadzone przez największe spółki publiczne pokazują, iż najbardziej preferowanym rynkiem jest Londyńska Giełda Papierów Wartościowych. Ponadto wszystkie spośród zaprezentowanych spółek notowane są na elektronicznej platformie dla emisji prywatnych przeprowadzonych w USA. Wynika to jak się wydaje z dojrzałości rynku amerykańskiego oraz doświadczenia amerykańskich banków inwestycyjnych, które były wybierane przez polskich emitentów jako banki depozytowe (szczególnie *Bank of New York*). Ponadto należy zaznaczyć, że powyższe emisje są notowane na rynku pozagiełdowym na podstawie amerykańskiej *Regulacji S*, która obniża standardy dopuszczenia do emisji a tym samym także koszty.

Podsumowanie

Prezentowane zagadnienie wespół z prezentacją niektórych zagadnień związanych z obecnością spółek publicznych na zagranicznych rynkach kapitałowych pozwala na wyciągnięcie następujących wniosków:

1. Zasady oceny ryzyka kredytowego w bankach krajowych są bardzo restrykcyjne co powoduje eliminację wielu podmiotów gospodarczych. Dotyczy to w szczególności sektora MSP. Spółki publiczne są natomiast ograniczane w rozwoju niskim oraz mało stabilnym popytem na różnego rodzaju papiery wartościowe ze strony drobnych akcjonariuszy.
2. Procesy integracyjne polskiej gospodarki (B2B) mogą być wspomagane poprzez kanał rynku kapitałowego. Wykorzystanie możliwości w zakresie podaży wolnego kapitału oraz innowacyjnego instrumentarium pozwala na osiągnięcie kilku celów rozwojowych jednocześnie.
3. Obecność polskich spółek publicznych na zagranicznych rynkach giełdowych lub pozagiełdowych jest znikoma. Wynika to jednak jak się wydaje z małej dojrzałości polskich spółek (14 lat transformacji).
4. Spółki wykorzystują w sposób racjonalny (optymalny z punktu widzenia kosztów i korzyści) zagraniczny rynek kapitałowy – notowania na elektronicznej platformie pozagiełdowej.
5. Doświadczenia strategii rozwojowych japońskich oraz obecnie południowo-amerykańskich spółek pokazują, iż obecność na zagranicznej giełdzie (w państwie, gdzie ulokowano tzw. ZIB-y) daje możliwość optymalizacji kosztów.
6. Fakt pozostawiania polskiego rynku kapitałowego na peryferiach globalnego mechanizmu kapitałowego (tzw. *separation market*) pozwala na pozyskanie kapitału przy niższym koszcie kapitałowym. Należy jednak pamiętać, że efekt niższego kosztu kapitału będzie wygasać wraz z procesem integracji polskiego rynku kapitałowego oraz z momentem wejścia Polski do strefy *euro*.
7. Forpocztą procesu zaistnienia na zagranicznym rynku kapitałowym jest zachowanie przez spółki publiczne następującej sekwencji: emisja obligacji – emisja kwitów depozytowych – emisja akcji. Polskie spółki zorientowały się na wiązanie z krajowym rynkiem kapitału o bezterminowym terminie wymagalności (kwity depozytowe) co należy uznać za przejaw racjonalnej polityki zarządzania kapitałem.

Zusammenfassung

Integrationsprozesse in der polnischen Wirtschaft, Hindernisse des Expansionsverlaufes polnischer Kapitalmittel, der polnische Börsenmarkt im Kontext der Globalisierung des Weltmarktes.
