

Integracja rynku kapitałowo-finansowego Unii Europejskiej. Efekty dla nowych krajów członkowskich, na przykładzie Polski.

Janina Witkowska

Autorka podejmuje w artykule problematykę integracji rynku kapitałowo-finansowego UE. Podkreśla, iż procesy integracyjne były długotrwałe i napotykały liczne przeszkody, zaś stopień integracji różni się w zależności od rozpatrywanego segmentu (przykładowo, jeżeli rynek kapitałowo-finansowy zostanie podzielony na rynek hurtowy i detaliczny, to okazuje się, że stopień integracji rynku detalicznego jest znikomy). Autorka podkreśla, iż pełniejsza integracja rynków finansowych UE powinna przynieść zarówno korzyści makroekonomiczne, jak i mikroekonomiczne, tj. przedsiębiorcom, inwestorom i konsumentom.

W dalszej części artykułu autorka ocenia procesy integracyjne na rynku kapitału w Polsce. Autorka charakteryzuje stan liberalizacji przepływów kapitałowych między Polską a Unią Europejską, a także bezpośrednie inwestycje zagraniczne (BIZ) UE w Polsce.

Dzięki liberalizacji przepływów w okresie przedczłonkowskim powstała w polskiej gospodarce grupa przedsiębiorstw zdolna do konkutowania na jednolitym rynku wewnętrznym. W dalszej perspektywie można oczekiwać, że analizowana grupa przedsiębiorstw będzie stanowić rozwojowy segment polskiej gospodarki zdolny do sprostania narastającej konkurencji na rynku wewnętrznym. W polskiej gospodarce ujawnią się także procesy obserwowane na etapie realizacji i funkcjonowania jednolitego rynku wewnętrznego WE, takie jak redukcja kosztów, presja konkurencyjna wymuszająca restrukturyzację firm, a w długim okresie także innowacje i postęp techniczny.

Autorka podkreśla, że procesy zachodzące w różnych segmentach rynku kapitałowego w Polsce wskazują na rosnące jego umiędzynarodowienie i włączanie się w jednolity rynek kapitałowo-finansowy UE.

1. Stan zaawansowania integracji rynku kapitałowo-finansowego Unii Europejskiej

Procesy integracyjne rynków kapitałowo-finansowych krajów członkowskich Unii Europejskiej (UE) były długotrwałe i napotykały liczne przeszkody. Usunięcie barier w przepływie kapitału przez długi czas traktowane było jako wtórny cel integracji europejskiej¹. Kolejne dyrektywy z lat 1960-1988 liberalizowały stopniowo poszczególne typy transakcji kapitałowych między krajami członkowskimi, poczynając od transakcji najbardziej bezpiecznych z punktu widzenia stabilności płatniczej krajów członkowskich (np. bezpośrednich inwestycji zagra-

nicznych, krótko i średnioterminowych kredytów handlowych, transferów osobistych), a kończąc na najbardziej kontrowersyjnych i trudnych do wprowadzenia, tj. liberalizacji przepływów krótkoterminowych. Z formalnego punktu widzenia proces liberalizacji przepływów kapitałowych zakończył się wraz z przyjęciem Traktatu z Maastricht, który potwierdził swobodę przepływu kapitału i dał jej trwałą podstawę prawną. W myśl artykułu 56 (73b) Traktatu ustanawiającego Wspólnotę Europejską „wszelkie ograniczanie przepływu kapitału pomiędzy państwami członkowskimi oraz pomiędzy państwami członkowskimi a krajami trzecimi jest zabronione”, jak również zabronione jest „wszelkie ograniczanie płatności pomiędzy państwami członkowskimi oraz pomiędzy państwami członkowskimi a krajami trzecimi”². Przepisy, o których mowa, są bezpośrednio skuteczne, tzn. dla ich realizacji nie są potrzebne żadne dodatkowe akty prawne³.

Zasada swobodnego przepływu kapitału i płatności nie ogranicza prawa państw członkowskich do stosowania własnych przepisów podatkowych w tym zakresie, podejmowania środków zabezpieczających przed naruszeniem prawa i przepisów krajowych oraz ustalenia procedur zgłaszania przepływu kapitału do celów administracyjnych lub ewidencji statystycznej (art. 58).

Traktat dopuszcza także możliwość stosowania działań ochronnych, ograniczonych w czasie, w odniesieniu do przepływów kapitałowych z i do krajów trzecich, w sytuacji gdy przepływy te powodują lub grożą spowodowaniem poważnych trudności w działaniu unii gospodarczo-walutowej (art. 59). Również poważne przyczyny natury politycznej pozwalają na natychmiastowe wprowadzenie ograniczeń przepływów kapitałowych i płatności w stosunkach z krajami trzecimi, zgodnie z procedurami przewidzianymi Traktatem (art. 60).

Proces liberalizacji przepływów kapitałowych i płatności, zarysowany powyżej, oraz wprowadzenie jednej waluty w 12 krajach członkowskich w ramach unii gospodarczo-walutowej zmieniło w sposób zasadniczy intensywność strumieni poszczególnych kategorii przepływów kapitałowych w ramach Wspólnot Europejskich, a także wpłynęło na zmianę ich struktury.

Znaczenie wprowadzenia wspólnej waluty dla bezpośrednich inwestycji zagranicznych w strefie euro wynika przede wszystkim z faktu, iż pociągnęło ono za sobą likwidowanie barier wynikających z potencjalnej zmienności kursów walutowych wewnątrz tej strefy. Proces umacniania się wspólnej waluty w stosunku do USD oddziałuje również na strumienie BIZ wypływające z UE. Według ocen UNCTAD ten czynnik sprzyjał inwestycjom unijnym w USA w 2004 r., pobudzając światowe strumienie BIZ.

Wprowadzenie euro miało również podstawowe znaczenie dla procesów zachodzących w pozostałych segmentach rynku kapitałowo-finansowego. Według ocen Komisji Europejskiej, przyspieszenie integracji rynków finansowych UE możliwe było dzięki działaniu trzech, wzajemnie powiązanych czynników (Communication from the Commission 2002: 29):

- globalizacji, wspomaganej przez liberalizację międzynarodowych przepływów kapitałowych, deregulację w sferze finansowej i postęp w dziedzinie technologii;

- tworzeniu wspólnych ram regulacyjnych w UE, w procesie budowy jednolitego rynku wewnętrznego w odniesieniu do usług finansowych, którym towarzyszyły reformy finansowe w krajach członkowskich;
- wprowadzeniu wspólnej waluty euro.

W przededniu wprowadzenia unii monetarnej w ramach tworzonego jednolitego rynku wewnętrznego istniały wciąż odrębne narodowe rynki kapitałowe, powiązane ze sobą za pośrednictwem rynków walutowych (Gross, Lanoo 2000: 7 i nast.). Były one narodowe w tym sensie, że pożyczający i inwestorzy pochodzili głównie z tego samego kraju i często wykorzystywali instrumenty specyficzne dla rynku kapitałowego danego kraju. Konieczność posługiwania się wieloma narodowymi walutami była główną barierą dla finansowej integracji w ramach UE. Istnienie ryzyka kursowego ograniczało atrakcyjność transgranicznych inwestycji, redukowało bodźce do harmonizacji regulacji na szczeblu UE i ograniczało presję konkurencyjną na rynkach poszczególnych krajów członkowskich (Communication from the Commission 2002: 29). Dodatkowym czynnikiem podtrzymującym odrębność narodowych rynków kapitałowych są różnicowania kulturowe, co ma znaczenie dla małych inwestorów, którym trudniej jest zdobywać informacje o innych rynkach. Również zaszczości historyczne powodują utrzymywanie się różnic w przestrzennej koncentracji aktywności finansowej. Dominująca pozycja rynku londyńskiego w zakresie operacji inwestorów instytucjonalnych i atrakcyjność narodowych, silnie ze sobą konkurujących rynków dla mniejszych inwestorów powodowały, że rynki kapitałowe UE cechowały się dwustopniową strukturą⁴. Obecnie pozostawanie City of London poza strefą euro utrwała ten podział, stwarzając jednak szansę dla rynków strefy euro na restrukturyzację i konsolidację. Procesy tego rodzaju zostały już rozpoczęte; giełdy papierów wartościowych zawierają alianse, np. Euronext między giełdami w Paryżu, Amsterdamie i Brukseli w połowie 2000 r., do którego dołączyła w 2002 r. giełda w Lizbonie, podczas gdy nieudana okazała się próba fuzji między giełdą niemiecką i londyńską (Communication from the Commission 2002: 34). Pozycja Londynu nie musi jednak ulec osłabieniu, gdyż jest on nadal wiodącym centrum finansowym dla dużych (hurtowych) transakcji inwestorów instytucjonalnych i może sprostać, jak się ocenia, nowym wyzwaniom (Pelkmans 2001: 186-187). Wprowadzenie euro wyeliminowało także na tym rynku ryzyko kursowe w odniesieniu do obrotu aktywami denominowanymi w euro.

Ujawniającym się tendencjom konsolidacyjnym giełd krajów członkowskich, o których była mowa powyżej, nie towarzyszy dostateczna transformacja infrastruktury związanej z obsługą uczestników rynku kapitałowego po dokonaniu transakcji, pełniące funkcje rozrachunkowe, rozliczeniowe i depozytowe. Historycznie ukształtowane struktury, zazwyczaj pionowo zintegrowane w przekroju narodowym, przetrwały do dzisiaj i powodują powstawanie dodatkowych kosztów przy transgranicznych transakcjach papierami wartościowymi w ramach UE. Według ocen Komisji Europejskiej, zredukowanie tych kosztów do poziomu kosztów transakcji krajowych przyniosłoby oszczędności rzędu 693 milionów

euro (Commission of the European Communities 2002: 18). Ograniczona konsolidacja dotyczyła izb rozrachunkowych (clearing houses), podczas gdy systemy rozliczeń nie zmieniły się zbyt wiele w porównaniu do czasów przed wprowadzeniem euro. Powyższą ocenę ilustruje następujący przykład. Funkcje rozrachunkowe trzech giełd Euronext zostały w sensie prawnym połączone na początku 2001 r. w formie Clearnet SBF dla rozliczania transakcji dokonywanych w ramach Euronext. Dla ułatwienia transgranicznego transferu papierów wartościowych zostały utworzone połączenia między systemami rozliczeń, ale wykorzystanie tych połączeń było skromniejsze, niż oczekiwano (Communication from the Commission 2002: 35).

Jeżeli rynek kapitałowo-finansowy zostanie podzielony na rynek hurtowy i detaliczny, to okazuje się, że stopień integracji rynku detalicznego jest znikomy (Commission of the European Communities 2002: 19). Konsumenci oraz małe i średnie firmy, jako uczestnicy rynku detalicznego, napotykać na poważne bariery w podejmowaniu aktywności transgranicznej na rynku kapitałowo-finansowym. Bariery te wynikają z różnic w podatkach, braku zharmonizowanych produktów i informacji na tym rynku, z różnic w strukturze i regulacjach rynków narodowych oraz z lokalnego charakteru relacji między konsumentami i pośrednikami finansowymi. Nie obserwuje się w zasadzie zbliżenia się poziomów stóp procentowych od kredytów konsumenckich. Natomiast obserwowana pewna konwergencja stóp procentowych od kredytów hipotecznych nie jest wynikiem nasilenia się konkurencji, ale raczej konwergencji stóp procentowych na rynku pieniężnym. W rezultacie nie ma żadnej aktywności transgranicznej na tych rynkach. Wprowadzenie euro do obiegu i związane z tym rozporządzenia w sprawie transgranicznych płatności detalicznych powinno przyspieszyć integrację tego segmentu rynku kapitałowo-finansowego. „Fizyczne” wprowadzenie euro wzmocniło, z punktu widzenia konsumenta, przejrzystość rynku i porównywalność produktów. Rozporządzenie zaś zrównało krajowe i transgraniczne płatności (od lipca 2002 dla elektronicznych płatności i od lipca 2003 dla transgranicznych transferów bankowych) (Communication from the Commission 2002: 35).

Powstawanie jednolitego rynku kapitałowo-finansowego, jak wynika z oceny stopnia zintegrowania poszczególnych segmentów tego rynku, jest procesem trudnym i długotrwałym. Wprowadzenie euro w znacznym stopniu przyspieszyło procesy integracyjne w ramach tego rynku. Utrzymujące się ciągle jeszcze przeszkody i utrudnienia wynikają z niepełnego dostosowania sfery usług finansowych do wymogów integracji w tej dziedzinie. Liberalizacja usług finansowych jest niezbędnym warunkiem do powstania rzeczywiście zintegrowanego rynku kapitałowo-finansowego (Witkowska 2001: 38).

Stopień dopasowania rozwiązań w sferze usług finansowych do potrzeb integracji rynku kapitałowo-finansowego można analizować w odniesieniu do działalności operatorów na rynku kapitałowym i oferowanych produktów finansowych (Gross, Lanoo 2000: 27-37). Ramy regulacyjne przyjęte w UE dla

operatorów na rynku kapitałowym można uznać za prawie kompletne z punktu widzenia wymogów jednolitego rynku wewnętrznego. Rynki krajów UE zostały otwarte dla operatorów, na podstawie licencji uzyskanej w jednym z krajów członkowskich, dla swobodnego świadczenia usług bankowych, inwestycyjnych i ubezpieczeniowych, z wyjątkiem funduszy emerytalnych. Liberalizacja tych dziedzin usług przebiegała w różnych fazach: w 1993 roku objęła bankowość, w połowie 1994 ubezpieczenia i w 1996 roku usługi inwestycyjne. Liberalizacja świadczenia usług finansowych ma zastosowanie również dla instytucji należących do krajów trzecich. UE oferuje tym instytucjom często bardziej korzystne traktowanie niż w ich kraju macierzystym. Ocena ram regulacyjnych dla finansowych produktów nie wypada już tak korzystnie jak w odniesieniu do operatorów (Gross, Lanoo 2000: 28). Różnice w regulacjach dotyczą obrotu detalicznego papierami wartościowymi. Także wspólne reguły w odniesieniu do emisji papierów wartościowych, pierwszych publicznych ofert i notowań giełdowych nie są dostatecznie rozwinięte. Harmonizacja obejmuje tylko zasadnicze reguły, natomiast reszta podlega wzajemnemu uznawaniu.

Świadomość istnienia barier w sferze usług finansowych w ramach UE doprowadziła do przyjęcia Planu działania w zakresie usług finansowych (Financial Services Action Plan, tzw. FSAP), który jest pakietem 42 inicjatyw w sferze polityki, nakierowanych na poprawę funkcjonowania systemu finansowego UE. Plan został zaproponowany przez Komisję Europejską w maju 1999 r., a na szczycie w Lizbonie wyznaczono datę jego realizacji na 2005 r. (Communication from the Commission 2002: 23-24).

Pełniejsza integracja rynków finansowych UE powinna przynieść korzyści, zarówno makroekonomiczne, jak i mikroekonomiczne, tj. przedsiębiorcom, inwestorom i konsumentom. Według badań przeprowadzonych dla Komisji Europejskiej, makroekonomiczne korzyści z tego tytułu oznaczają wzrost realnego PKB w ciągu dekady w skali UE na poziomie 1,1%, tj. o 130 miliardów euro w cenach z 2002 r., wzrost zatrudnienia o 0,5%, a wzrost inwestycji o 6% (Communication from the Commission 2002: 4). Korzyści dla przedsiębiorstw szacowane są na poziomie 0,74-0,92% wartości dodanej w przemyśle przetwórczym. Głównymi beneficjentami tych korzyści, według powyższych ocen, powinny zostać małe i średnie przedsiębiorstwa ze względu na potencjalną dywersyfikację źródeł finansowania ich działalności. Np. spadek o 10% finansowania działalności MŚP ze źródeł bankowych na rzecz pozyskiwania środków na rynku kapitałowym powinien im przynieść korzyści równoważne 0,3% PKB (Communication from the Commission 2002: 4). Potencjalne oszczędności z wyeliminowania nieefektywności sektora finansowego UE są również oceniane jako znaczne. W sektorze bankowym potencjalne oszczędności szacowane są na poziomie 1,4-1,6% PKB. Obecnie, w warunkach fragmentaryzacji rynków, koszty z tytułu nieefektywności rynku finansowego są przenoszone częściowo na firmy i konsumentów.

2. Ocena procesów integracyjnych na rynku kapitału w Polsce

2.1. Stan liberalizacji przepływów kapitałowych między Polską a Unią Europejską

Stopniowa liberalizacja przepływów kapitałowych między Polską a krajami członkowskimi UE dokonała się nie w wyniku postanowień Układu Europejskiego, ale na skutek wypełniania przez Polskę warunków członkostwa w OECD. Pomogło to w zasadniczy sposób w przygotowaniu Polski do wprowadzenia swobody przepływu kapitału już na etapie przedczłonkowskim. 1 października 2002 r. Polska wprowadziła swobodę dokonywania obrotu dewizowego w stosunkach z krajami OECD⁵.

Proces ustanawiania swobody przepływu kapitału i swobody zakładania przedsiębiorstw skutkowało poważnymi zmianami w gospodarce polskiej w sferze mikroekonomicznej. W sektorze II gospodarki polskiej pojawiła się grupa firm z udziałem kapitału zagranicznego, która wywiera wpływ na gospodarkę jako całość i funkcjonowanie krajowych przedsiębiorstw; chodzi tu o efekty: demonstracji, współpracy z firmami krajowymi i konkurencji. W polskim sektorze finansowym dominującą pozycję zdobyły zagraniczne instytucje finansowe, co również oddziałuje nie tylko na parametry makroekonomiczne, ale przede wszystkim na warunki, w jakich przychodzi działać firmom. Liberalizacja przepływów kapitałowych, innych niż bezpośrednie inwestycje zagraniczne, otworzyła dla krajowych podmiotów szersze możliwości uczestnictwa w europejskim rynku kapitałowo-finansowym.

2.2. Bezpośrednie inwestycje zagraniczne między Unią Europejską a Polską

W Polsce w latach 90. systematycznie rosła liczba rejestrowanych firm z udziałem zagranicznym, co było łącznym efektem procesu transformacji i integracji z UE. W roku 2003 w systemie REGON zarejestrowane było 48973 firmy z udziałem zagranicznym, co stanowiło 9,7% ogółu podmiotów gospodarczych w Polsce (Chojna 2004: 21). Obserwacja trendów wskazuje, że od roku 1998 maleje ich udział w ogólnej liczbie podmiotów gospodarki narodowej. Należy przy tym pamiętać, że tylko część tych firm podejmuje działalność po rejestracji, pewna część natomiast ją zawiesza, zostaje zlikwidowana albo kapitał zagraniczny wycofuje swój udział.

Z danych NBP raportowanych do UNCTAD wynika, że do końca 2003 r. bezpośredni inwestorzy zagraniczni zainwestowali w Polsce łącznie 52,1 mld USD, a roczny strumień BIZ napływających do Polski w tym samym roku wyniósł jedynie 4,2 mld USD. Tym samym Polska odnotowała nieznaczny wzrost napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych po dwóch kolejnych latach spadku rocznych strumieni BIZ napływających do gospodarki polskiej (por. tab. 1). Ten niewielki wzrost inwestycji zagranicznych jest potwierdzany również danymi Państwowej Agencji Informacji i Inwestycji Zagranicznych (PAiiIZ). Według danych Agencji skumulowane inwestycje zagraniczne w Polsce szacowane były

na 72 mld USD, a roczny napływ w 2003 r. na 6,4 mld USD (por. tab. 1). Brak oficjalnych danych za rok 2004 utrudnia ocenę pierwszych efektów członkostwa

Rok ^{a)}	Skumulowane BIZ		Roczne strumienie BIZ	
	w/g danych ONZ i NBP	w/g danych PAIZ ^{b)}	w/g danych ONZ i NBP	w/g danych PAIZ ^{b)}
1989	231 ^{c)}	.	11	.
1990	320	.	89	.
1991	611	.	291	.
1993	3 004	2 830	1 717	2 830
1994	4 879	4 321	1 875	1 491
1995	7 843	6 831	3 659	2 510
1996	11 463	12 028	4.498	5 197
1997	16.593	20 588	4.908	5 678
1998	22.479	30 651	6.365	9.574
1999	29.979	38 913	7.270	7.891
2000	34 227	49 392	9 341	10 601
2001	42 433	56 806	5 713	7 119
2002	47 900	65 087	4 131	6 064
2003	52 125	72 047	4 225	6 420

Tab. 1. Bezpośrednie inwestycje zagraniczne w Polsce w latach 1989 - 2003mln USD.

Uwagi: a) Dane na koniec roku; b) Dane PAIZ obejmują inwestycje powyżej 1 mln USD; c) Kapitał zakładowy BIZ w Polsce szacowany był na 220 mln USD; d) Dane szacunkowe. Źródło: UNCTAD i PAIIZ.

Polski w tej dziedzinie. Jednak wyliczenia „Rzeczypospolitej”, bazujące na informacjach uzyskanych od firm, z PAIIZ oraz publikowanych w tym dzienniku, wskazują, że spadkowy trend obserwowany w minionych latach został zdecydowanie przełamany w roku 2004, tj. w pierwszym roku członkostwa Polski w Unii Europejskiej. Roczny napływ BIZ do Polski w 2004 r. szacowany był na poziomie 7 mld USD. Przypuszcza się, że wartość zainwestowanych inwestycji w Polsce może być wyższa od tej kwoty z racji niekompletności danych (Przybylski 2004a i 2004b). Czynnikiem wpływającym na rosnącą atrakcyjność Polski dla inwestorów zagranicznych były procesy wzrostu gospodarczego i członkostwo Polski w Unii Europejskiej.

Struktura BIZ według kraju pochodzenia inwestorów wskazuje na silne pobudzenie strumieni BIZ pochodzących z krajów członkowskich UE; absolutna wielkość tego strumienia rosta, jak również zwiększał się ich udział w rocznym strumieniu BIZ napływających ogółem; niezależnie z jakiego źródła pochodzą dane, potwierdzają one zdecydowaną dominację inwestycji z krajów członkowskich UE; w badaniach prowadzonych przez GUS udział ten wyniósł prawie 83% w 2003 r., a w ocenie PAIZ 71%⁶.

Pozycja firm z udziałem zagranicznym w gospodarce polskiej może być mierzona za pomocą różnych wskaźników, tj.:

1) stosunku skumulowanego kapitału BIZ do PKB,

- 2) stosunku rocznych strumieni BIZ do krajowych inwestycji brutto,
- 3) udziału przychodów uzyskiwanych przez firmy z udziałem zagranicznym w przychodach ogółem,
- 4) udziału eksportu i importu dokonywanego przez te firmy do eksportu i importu ogółem,
- 5) stosunku zatrudnienia w firmach z udziałem zagranicznym do zatrudnienia ogółem.

Na pozycję firm z udziałem zagranicznym oraz perspektywy ich rozwoju rzucają również charakterystyki ich zasobów majątkowych i działalności inwestycyjnej oraz wyniki ekonomiczne i finansowe (rentowność obrotu brutto i netto, rentowność kapitału, płynność finansowa I i II stopnia).

Procesy transformacji i procesy integracyjne przyniosły zwiększone zaangażowanie kapitału zagranicznego w formę BIZ w polską gospodarkę i umacnianie się pozycji firm z udziałem kapitału zagranicznego wśród krajowych podmiotów gospodarczych, co przynosi gospodarce korzyści, ale wiąże się także z pewnymi negatywnymi zjawiskami. Sytuacja tych firm w polskiej gospodarce charakteryzowana jest przez następujące dane⁷:

- stosunek skumulowanego kapitału BIZ do PKB wzrósł z 0,3 % w 1991 r. do 24,9% w 2003. (por. tabela .2),
- udział rocznych strumieni BIZ w nakładach inwestycyjnych na środki trwałe brutto zwiększył się odpowiednio z 1,8% do 23,4% w 2000r., a następnie zmniejszał się w kolejnych latach i w 2003 r. wyniósł już tylko 11,1% (por. tabela.3);
- struktura gałęziowa / branżowa BIZ oceniana na podstawie danych PAIZ wskazuje na stałe zmniejszanie się udziału skumulowanych BIZ lokowanych w działalności produkcyjnej, a zwiększanie się udziału BIZ w usługach, tj. w pośrednictwie finansowym, handlu, transporcie i łączności; tego rodzaju zmiany w strukturze gałęziowej BIZ są zgodne z trendami obserwowanymi w krajach wysokorozwiniętych;
- rola firm z udziałem kapitału zagranicznego w gospodarce polskiej jest znacznie większa, niż wynikałoby to z ich udziału w ogólnej liczbie firm składających bilans (14,6% w 2003 r.); ich udział w przychodach ogółu przedsiębiorstw działających w gospodarce narodowej wynosił w tym samym 2003 r. 38,8%;
- w firmach z udziałem zagranicznym pracowało 1.023 tys. osób w 2003 r., a w spółkach o liczbie pracujących 10 i więcej osób pracowało 997,7 tys. osób. Pracujący w spółkach z udziałem kapitału zagranicznego stanowili 22,9% osób pracujących w podmiotach bilansowych o liczbie pracujących 10 i więcej osób;
- porównanie liczby pracujących z osiąganymi przez te firmy przychodami wskazuje na ponad dwukrotnie wyższą produktywność czynnika pracy w porównaniu do firm krajowych;
- firmy z udziałem kapitału zagranicznego cechują się przeciętnie niewysoką skłonnością do eksportu, mierzoną udziałem ich sprzedaży eksportowej

w przychodach z całokształtu działalności (20,6% w 2003 r.)⁸, ale ich udział w eksporcie ogółem Polski jest zasadniczy i osiągnął w tym samym roku 56,9% (Durka, Chojna 2004: 39);

– aktywność inwestycyjna firm z udziałem kapitału zagranicznego jest stosunkowo wysoka; ich nakłady inwestycyjne stanowiły w 2003 r. 41,3% ogółu nakładów inwestycyjnych w gospodarce jako całości; w dwu sekcjach PKD udziały ten był szczególnie wysoki, tj. w transporcie, gospodarce magazynowej i łączności – 90,3% oraz handlu i naprawach (53,2%).

Ocena pozycji firm z udziałem zagranicznym w gospodarce polskiej potwierdza przypuszczenie, że pojawiła się znacząca grupa podmiotów dla przyszłego rozwoju gospodarczego Polski. Charakterystyki ekonomiczne firm z udziałem zagranicznym wskazują, że generalnie ta grupa podmiotów wydaje się być lepiej przygotowana do konkurencji w ramach jednolitego rynku wewnętrznego niż pozostałe podmioty w gospodarce polskiej. Relacje między firmami z udziałem zagranicznym a podmiotami z wyłącznym kapitałem polskim kształtują się na zasadzie konkurencji i współpracy jednocześnie.

Kraj	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Polska	0,3	1,7	3,6	5,1	6,2	9,7	11,6	15,1	17,2	20,6	22,4	25,0	24,9

Tab. 2. Stosunek skumulowanego kapitału BIZ do PKB w latach 1991-2003. Źródło: Dane UNCTAD.

Kraj	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Polska	1,8	4,6	12,6	10,5	15,5	15,1	14,5	15,9	18,4	23,8	14,9	11,4	11,1

Tab. 3. Udział rocznych strumieni BIZ w nakładach inwestycyjnych na środki trwałe brutto w latach 1991-2003. Źródło: Dane UNCTAD.

3. Efekty z tytułu integracji rynku kapitałowego w warunkach członkostwa Polski w Unii Europejskiej

Dzięki liberalizacji przepływów między Polską a Unią Europejską w okresie przedczłonkowskim powstała w polskiej gospodarce grupa przedsiębiorstw zdolna do konkurowania na jednolitym rynku wewnętrznym. W dalszej perspektywie można oczekiwać, że analizowana grupa przedsiębiorstw będzie stanowić rozwojowy segment polskiej gospodarki, zdolny do sprostania narastającej konkurencji na rynku wewnętrznym, a procesy obserwowane na etapie realizacji i funkcjonowania jednolitego rynku wewnętrznego WE ujawnią się i w polskiej gospodarce. Dopiero wówczas można spodziewać się wystąpienia zależności, o których mówi teoria i praktyka integracji europejskiej. Z jednej strony powinna ujawnić się redukcja kosztów, która może przenieść się na obniżkę cen bądź

zwiększenie marż zysku i zwiększenie możliwości rozwojowych firm, z drugiej – presja konkurencyjna wymuszająca restrukturyzację firm oraz zmniejszenie tzw. nieefektywności X. W długim okresie presja konkurencyjna powinna wymuszać także innowacje i postęp techniczny.

Liberalizacja przepływów kapitałowych między Polską a krajami UE dokonała się, jak już podkreślano wcześniej, na etapie przedczłonkowskim, skutkując poważnym zaangażowaniem kapitału zagranicznego w polskiej gospodarce, także w innych formach niż bezpośrednie inwestycje zagraniczne i w operacjach na polskim rynku finansowym. Akcesja oznacza dla kapitału zagranicznego, zwłaszcza bardziej mobilnego niż BIZ, ustabilizowanie sytuacji i większą przejrzystość. To samo powinna przynieść inwestorom krajowym i konsumentom. Najpoważniejsze konsekwencje dla mikro-podmiotów w kontekście ich działań na rynku kapitałowo-finansowym wiążą się z dążeniem Polski do wypełnienia kryterium konwergencji. Stabilizowanie poziomu cen i zmniejszenie poziomu stóp procentowych odczuwane jest przez wszystkie podmioty gospodarujące. Konsekwentne dążenie do spełnienia tych kryteriów oznaczałoby utrzymanie się procesu wyrównywania przychodu od kapitału w gospodarce polskiej do poziomu zbliżonego do przychodu uzyskiwanego na wspólnym rynku. Oznaczałoby to potaniecie kredytów dla przedsiębiorstw i konsumentów. Utrudnienia w dostępie do kredytów dla rodzimych podmiotów mogłyby być zredukowane wraz z nasilającą się konkurencją w sektorze bankowym i możliwościami korzystania z usług bankowych w ramach jednolitego rynku wewnętrznego. Wprowadzenie w przyszłości wspólnej waluty oznaczałoby dla mikro-podmiotów redukcję kosztów transakcyjnych.

Akcesja wywiera wpływ na wszystkie segmenty rynku kapitałowego, powodując konsekwencje dla podmiotów gospodarujących. W odniesieniu do bezpośrednich inwestycji zagranicznych Polska może uczestniczyć zarówno w efekcie kreacji i przesunięcia inwestycji, co wstępnie potwierdzałyby dane za rok 2004. Polska wzmacnia swoje przewagi lokalizacyjne dzięki akcesji, stając się krajem bardziej atrakcyjnym dla inwestorów zagranicznych pochodzących z krajów członkowskich WE, jak i z krajów trzecich. Skala pobudzenia strumieni BIZ zależna będzie od stopy wzrostu PNB. Znana jest bowiem ścisła korelacja między strumieniami BIZ a wzrostem PNB. W krajach wysoko rozwiniętych w dłuższym okresie czasu wzrostowi (lub spadkowi) realnego PNB o 1% towarzyszył wzrost (lub spadek) realnych BIZ o 3,4% (Julius 1990 28-29). Jeżeli w przypadku kraju mniej rozwiniętego ta zależność jest nawet nieco inna, to nie ulega wątpliwości, że uruchomiony zostaje mechanizm mnożnikowy, który działa zarówno w górę, jak i w dół. Jeżeli uwzględnimy odpowiednią politykę wobec inwestorów zagranicznych prowadzoną na szczeblu państwa członkowskiego, wzmacniającą istniejące przewagi lokalizacyjne Polski, to napływ BIZ może być nadal znaczący dla gospodarki. Oznaczałoby to umacnianie się w polskiej gospodarce grupy przedsiębiorstw z udziałem kapitału zagranicznego, dostosowanych do działania w warunkach jednolitego rynku wewnętrznego, zdolnych do konkurencji. Wraz z wygasaniem prywatyzacji napływ BIZ dokonywałby się głównie w formie greenfield investment, co oznacza tworzenie nowych miejsc pracy w gospo-

darce i w pośredni sposób, poprzez powiązania kooperacyjne i poddostawcze, w otoczeniu inwestujących firm. Nowe miejsca pracy i utrzymanie istniejących miejsc pracy w krajowym otoczeniu daje, poza innymi korzyściami, poprawę sytuacji konsumentów i wzrost ich popytu ze wszystkimi pozytywnymi konsekwencjami tego procesu.

Rozszerzenie ugrupowania integracyjnego zachęca firmy do poszukiwania optimum lokalizacji w tym obszarze. Dla Polski może to oznaczać napływ inwestycji zarówno do dojrzałych przemysłów oferujących tanią i wyspecjalizowaną siłę roboczą, jak i do przemysłów technologicznie zaawansowanych, w przypadku gdy powstaną załączki klastrów. Ta druga sytuacja wymaga wsparcia tworzenia sieci współpracy środkami polityki technologicznej i właściwej polityki w sferze edukacji. Natomiast klasyczne inwestycje omijające taryfy celne raczej nie wystąpią w warunkach generalnie niskich taryf i dodatkowego obniżenia ochrony polskiego rynku wobec krajów trzecich po przyjęciu zewnętrznej taryfy celnej. W długim okresie mogą wystąpić ofensywne inwestycje zastępujące import, jako reakcja na dynamiczne efekty unii celnej w postaci wzrostu gospodarczego i powiększania rozmiarów rynku.

W ramach rozszerzonego ugrupowania integracyjnego będą dokonywać się także procesy reorganizacji i racjonalizacji bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Firmy transnarodowe w obliczu rozszerzenia ugrupowania o nowe kraje członkowskie staną wobec konieczności ponownego zreorganizowania produkcji międzynarodowej. Dla Polski może to oznaczać likwidację niektórych filii i oddziałów korporacji transnarodowych. Polska skorzysta może natomiast z ujawnienia się inwestycji zrationalizowanych, tj. pochodzących z krajów trzecich, o ile ujawnią się dynamiczne efekty unii celnej w postaci obniżki kosztów w średnim i długim okresie oraz korzyści z tytułu wzrostu efektywności X.

Procesy zachodzące w różnych segmentach rynku kapitałowego w Polsce wskazują na rosnące jego umiędzynarodowienie i włączanie się w jednolity rynek kapitałowo-finansowy UE.

Informacje o autorce

Prof. Janina Witkowska – Katedra Ekonomii, Uniwersytet Łódzki.

E-mail: janwit@uni.lodz.pl.

Przypisy

¹ Szerzej na ten temat por. Witkowska, J. 1994. Kształtowanie się jednolitego rynku kapitałowego w Unii Europejskiej, *Gospodarka Narodowa*, Nr 10, s. 37-40; Wysokińska, Z. i J. Witkowska, 1999. *Integracja europejska. Rozwój rynków*, Warszawa-Łódź: Wyd. Naukowe PWN, s. 128 i dalsze; Witkowska, J. 2001. *Rynek czynników produkcji w procesie integracji europejskiej. Trendy, współzależności, perspektywy*, Łódź: Wyd. UŁ, s. 35 i dalsze.

² Consolidated Version of the Treaty Establishing the European Community, <http://www.europa.eu.int/eur-lex/en/treaties/dat/EC-consol.html>.

³ Por. Postulski, W. 2002. Swoboda przepływu kapitału i płatności. w: *Wprowadzenie do prawa Wspólnot Europejskich (Unii Europejskiej)*, s. 382:396 Wróbel, A. (red.) Zakamycze: Kantor Wydawniczy Zakamycze.

⁴ Por. Pelkmans, J. 1997. *European Integration. Methods and Economic Analysis*, Harlow-NewYork: Longman, s. 150-153.

- ⁵ Ustawa z dn. 27 lipca 2002 Prawo dewizowe, Dziennik Ustaw 02.141.1178.
- ⁶ Obliczenia własne na podstawie danych GUS w: GUS. 2004. *Działalność zagraniczna spółek z udziałem kapitału zagranicznego w 2003 roku*, Warszawa oraz danych PAliIZ: Główne kierunki pochodzenia BIZ, www.paiiz.gov.pl.
- ⁷ Na podstawie danych UNCTAD, GUS i PAliIZ.
- ⁸ Obliczenia własne na podstawie danych GUS w: GUS. 2004. *Działalność zagraniczna spółek z udziałem kapitału zagranicznego w 2003 roku*, Warszawa.

Bibliografia

- Chojna, J. 2004. Miejsce podmiotów z udziałem kapitału zagranicznego w gospodarce narodowej. w: *Inwestycje zagraniczne w gospodarce narodowej Polski*, Warszawa: IKiCHZ.
- Commission of the European Communities. 2002. *Report from the Commission. Economic Reform: Report on Functioning of Community Product and Capital Markets*, Brussels, COM (2002) 743 final.
- Communication from the Commission. The euro area in the world economy – developments in the first three years, Directorate General Economic and Financial Affairs. *Euro Paper*, Nr 46, 2002.
- Consolidated Version of the Treaty Establishing the European Community, <http://www.europa.eu.int/eur-lex/en/treaties/dat/EC-consol.html>.
- Durka, B. i J. Chojna (red.) 2004. Udział podmiotów z kapitałem zagranicznym w polskim handlu zagranicznym. w: *Inwestycje zagraniczne w Polsce*, Warszawa: IKiCHZ.
- Gross, D. i K. Lanoo. 2000. *The Euro Capital Market*, Chichester–N.York–Weinheim–Brisbane–Singapore–Toronto: John Wiley&Sohns.
- GUS. 2004. *Działalność zagraniczna spółek z udziałem kapitału zagranicznego w 2003 roku*, Warszawa.
- Julius, D.A. 1990. *Global Companies and Public Policy. The Growing Challenge of Foreign Direct Investment*, London: Printer Publishers.
- Pelkmans, J. 2001. *European Integration. Methods and Economic Analysis*, Harlow–NewYork: Longman.
- Postulski, W. 2002. Swoboda przepływu kapitału i płatności. w: Wróbel, A. (red.), *Wprowadzenie do prawa Wspólnot Europejskich (Unii Europejskiej)*, s. 382-396 Zakamycze: Kantor Wydawniczy Zakamycze.
- Przybylski, M. 2004a. Najlepiej od trzech lat. *Rzeczpospolita*, Nr 8 (6997), s. B1.
- Przybylski, M. 2004b. Polska przyciąga coraz mocniej. *Rzeczpospolita*, Nr 8 (6997), s. A1.
- Witkowska, J. 2001. Rynek czynników produkcji w procesie integracji europejskiej. *Trendy, współzależności, perspektywy*, Łódź: Wyd. UŁ.
- Witkowska, J. 1994. Kształtowanie się jednolitego rynku kapitałowego w Unii Europejskiej, *Gospodarka Narodowa*, Nr 10, s. 37-40.
- Wysokińska, Z. i J. Witkowska, 1999. *Integracja europejska. Rozwój rynków*, Warszawa–Łódź: Wyd. Naukowe PWN.