

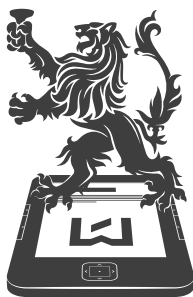
Ekonomia

Kapitał finansowy a wzrost gospodarczy w Polsce

Iwona Maciejczyk-Bujnowicz



Kapitał finansowy a wzrost gospodarczy w Polsce



WYDAWNICTWO
UNIwersYTETU
ŁÓDZKIEGO

Ekonomia

Kapitał finansowy a wzrost gospodarczy w Polsce

Iwona Maciejczyk-Bujnowicz



WYDAWNICTWO
UNIwersytetu
ŁÓDZKIEGO

ŁÓDŹ 2015

Iwona Maciejczyk-Bujnowicz – Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny
Zakład Międzynarodowych Rynków Finansowych, 90-225 Łódź, ul. P.O.W. 3/5

RECENZENT
Sławomir I. Bukowski

REDAKTOR INICJUJĄCY
Monika Borowczyk

REDAKTOR WYDAWNICTWA UŁ
Bogusław Pielat

SKŁAD I ŁAMANIE
Munda – Maciej Torz

PROJEKT OKŁADKI
Stämpfli Polska Sp. z o.o.
Zdjęcie wykorzystane na okładce: © Shutterstock.com

Książka sfinansowana z grantu badawczego Narodowego Centrum Nauki
nr: UMO-2013/09/B/HS4/01329 pt. Wpływ importu kapitału na wzrost gospodarczy

© Copyright by Iwona Maciejczyk-Bujnowicz, Łódź 2015
© Copyright for this edition by Uniwersytet Łódzki, Łódź 2015

Wydane przez Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego
Wydanie I. W.07039.15.0.M

Ark. wyd. 19,0; ark. druk. 23,125

ISBN 978-83-7969-863-9
e-ISBN 978-83-7969-864-6

Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego
90-131 Łódź, ul. Lindleya 8
www.wydawnictwo.uni.lodz.pl
e-mail: ksiegarnia@uni.lodz.pl

tel. (42) 665 58 63

<https://doi.org/10.18778/7969-863-9>

Moim Dzieciom

Spis treści

Wprowadzenie	11
Rozdział 1.	
Systemy finansowe we współczesnej gospodarce rynkowej	21
1.1. Istota i rola systemu finansowego w gospodarce rynkowej	22
1.1.1. Instytucje finansowe	25
1.1.2. Instrumenty rynku finansowego	35
1.1.3. Rynki finansowe	36
1.1.4. Zasady funkcjonowania systemów finansowych	43
1.1.5. Znaczenie kapitału finansowego w gospodarce rynkowej	44
1.2. Tradycyjne modele systemów finansowych w gospodarce rynkowej	48
1.2.1. Teoretyczne aspekty wyróżnienia systemów finansowych	48
1.2.2. Dychotomiczny rozwój systemów finansowych w gospodarce rynkowych	52
1.2.2.1. Model zorientowany bankowo	60
1.2.2.2. Model zorientowany na rynki kapitałowe	62
1.2.2.3. Konwergencja jako skutek wzajemnych relacji zachodzących między systemami	67
1.3. Teoretyczny zarys optymalnego modelu systemu finansowego	69
1.4. Przemiany w międzynarodowym systemie finansowym	72
1.4.1. Globalizacja	73
1.4.2. Liberalizacja	75
1.4.3. Procesy sekurytyzacyjne	76
1.4.4. Odpośredniczenie	76
Podsumowanie	78
Rozdział 2.	
Bankowość inwestycyjna w gospodarce rynkowej – geneza, znaczenie i stan rozwoju w wybranych krajach	79
2.1. Istota i miejsce bankowości inwestycyjnej w systemach finansowych – przegląd definicji	79
2.1.1. Pojęcie usług bankowości inwestycyjnej	82
2.1.1.1. Emisje i obrót papierami wartościowymi	84
2.1.1.2. Zarządzanie aktywami i zarządzanie ryzykiem	88
2.1.1.3. Doradztwo finansowe i zarządzanie finansami przedsiębiorstw	90
2.1.2. Miejsce bankowości inwestycyjnej w systemach finansowych	91

2.2. Rozwój bankowości inwestycyjnej w wybranych krajach na tle ewolucji systemów finansowych	95
2.2.1. Bankowość inwestycyjna w Stanach Zjednoczonych AP – rys historyczny	95
2.2.2. Rozwój systemu finansowego w Niemczech – miejsce w nim bankowości inwestycyjnej	111
2.2.3. System finansowy Japonii jako przykład rozwiązań modelu zorientowanego bankowo	123
2.2.4. Ewolucja systemu finansowego w Unii Europejskiej w procesie integracji rynków finansowych	133
2.2.5. Przemiany w systemach finansowych krajów rozwijających się	140
Podsumowanie	144
Rozdział 3.	
Analiza zależności rozwoju bankowości inwestycyjnej <i>via</i> rozwój finansowy i rozwoju gospodarczego w wybranych krajach	147
3.1. Rozwój finansowy a rozwój gospodarczy – wzajemne zależności	147
3.1.1. Rozwój bankowości inwestycyjnej a rozwój finansowy	150
3.1.2. Teoretyczne aspekty związku rozwoju finansowego i rozwoju gospodarczego	151
3.1.3. Rola rozwoju finansowego w rozwoju gospodarczym – empiryczna weryfikacja badań międzynarodowych	158
3.2. Rozwój systemów finansowych w międzynarodowej architekturze finansowej – komparatystyka finansowa	168
3.3. Ewolucja systemów finansowych – komparatywna analiza porównawcza wybranych krajów	177
3.3.1. Stan rozwoju pośrednictwa finansowego w wybranych systemach finansowych	180
3.3.2. Ewolucja i stan obecny rozwoju rynków kapitałowych w wybranych systemach finansowych	182
3.4. Industrializacja gospodarek a finansowanie nowych technologii	187
3.5. Bankowość inwestycyjna a wzrost przedsiębiorstw	195
3.6. Wpływ rozwoju bankowości inwestycyjnej na wzrost gospodarczy – rozważania teoretyczne	201
3.7. Wzajemne zależności pomiędzy bankowością inwestycyjną i wzrostem gospodarczym – przegląd międzynarodowych badań empirycznych	210
3.8. Rola kapitału finansowego w rozwoju przemysłów	225
3.9. Wybór modelu bankowości inwestycyjnej a otoczenie prawne	228
Podsumowanie	232

Rozdział 4.	
Kapitał finansowy w Polsce w procesie integracji z Unią Europejską	235
4.1. Ewolucja systemu finansowego w Polsce	235
4.1.1. Polska bankowość do roku 1989	236
4.1.2. Struktura aktywów finansowych w Polsce	238
4.1.3. Rozwój rynku kapitałowego w Polsce	248
4.1.4. Tendencje zmian w strukturze oszczędności gospodarstw domowych	257
4.2. Empiryczna analiza zależności pomiędzy rozwojem bankowości inwestycyjnej w Polsce a rozwojem gospodarczym	262
4.2.1. Specyfikacja zmiennych i równań relacji modelu	265
4.2.2. Estymacja parametrów równań modelu	272
4.2.2.1. Postać strukturalna modelu	272
4.2.2.2. Wyniki estymacji – weryfikacja merytoryczna i statystyczna modelu	273
4.2.3. Praktyczne wykorzystanie modelu	279
4.2.3.1. Rozwiązanie bazowe	280
4.2.3.2. Symulacje	282
4.2.3.3. Analiza mnożnikowa	283
4.2.3.4. Analiza scenariuszowa	300
4.2.3.5. Badanie wrażliwości zmian intensywności oddziaływania wybranych parametrów modelu	307
4.2.4. Podsumowanie wyników badania	314
4.3. Przesłanki rozwoju bankowości inwestycyjnej w Polsce	320
4.3.1. Czynniki wpływające na rozwój usług bankowości inwestycyjnej	322
4.3.2. Czynniki ograniczające rozwój bankowości inwestycyjnej	330
4.3.3. Nowa architektura systemu finansowego – implikacje dla Polski	334
Zakończenie	341
Bibliografia	351
Książki i artykuły	351
Wykaz źródeł internetowych	359
Spis tabel	361
Spis wykresów	363
Spis rysunków	364
Financial Capital and Economic Growth (Summary)	365

Wprowadzenie

W książce podjęta została próba wartościowania poziomu rozwoju poszczególnych systemów finansowych w wybranych krajach według kryterium stadium rozwoju danych gospodarek rynkowych. Porównanie następuje między innymi na płaszczyźnie powstania i ewolucji systemów. Dokonano także próby identyfikacji czynników decydujących w głównej mierze o atrakcyjności zastosowanych rozwiązań dla krajów przechodzących bądź wchodzących w okres transformacji systemowej. Istotną kwestią jest badanie czynników mających wpływ na osiągnięcie zbliżonego poziomu państw pod względem rozwoju gospodarczego, gdy państwa te charakteryzują się diametralnie różnymi uwarunkowaniami społeczno-gospodarczymi. Próba analizy czynników, które miały i nadal mają wpływ na obecny poziom rozwoju społeczeństw, stanowi punkt wyjścia ich wykorzystania przy sformułowaniu strategii gospodarczych wielu państw.

Związki między rozwojem finansowym (systemu finansowego) a rozwojem gospodarczym stanowią przedmiot badań wielu autorów. W monografii uwaga jest zwrócona głównie w kierunku analizy porównawczej aspektów instytucjonalnych i funkcjonalnych oraz określenia znaczenia i wpływu bankowości inwestycyjnej (szerzej zakumulowanego kapitału finansowego) w gospodarce w rozwoju współczesnych gospodarek rynkowych. Kapitał finansowy rozumiany jest tutaj jako szeroko pojęty zasób zgromadzonych aktywów finansowych w gospodarce, z przeznaczeniem na cele inwestycyjne. Są nimi zarówno aktywa sektora bankowego, niebankowego, giełdy papierów wartościowych, aktywa netto funduszy inwestycyjnych oraz emerytalnych, jak i wybrane kategorie aktywów finansowych zgromadzonych w firmach ubezpieczeniowych.

Zagadnienie przemian strukturalnych, a także instytucjonalnych w systemach finansowych jest ciągle aktualne. Zmiany permanentnie zachodzące na rynkach finansowych nie pozostają w izolacji od innych zjawisk występujących w gospodarce realnej. Przedstawienie w opracowaniu obecnej architektury systemu finansowego na świecie oparte zo-

stało na danych dotyczących wybranych rozwiniętych współcześnie gospodarek światowych. Aspekt ten w zamierzeniu autorki jest punktem wyjścia głębszej i dokładniejszej analizy wpływu bankowości inwestycyjnej, szerzej zasobu kapitału finansowego, oraz innych elementów systemu finansowego na rozwój gospodarczy. Istnieją bowiem sprzężenia zwrotne pomiędzy bankowością inwestycyjną i jej rozwojem a rozwojem innych sektorów gospodarki.

Bankowość inwestycyjna oznacza szereg działań podejmowanych przez wyspecjalizowane instytucje finansowe na rynku kapitałowym lub z nim blisko związane. Powyższe czynności można sprowadzić do kilku podstawowych, jakimi są: emisje i sprzedaż papierów wartościowych, gwarantowanie emisji, zarządzanie aktywami, doradztwo finansowe, tworzenie i zarządzanie funduszami inwestycyjnymi, sekurytyzacja, przeprowadzanie fuzji i przejęć oraz operacje na instrumentach rynku pieniężnego.

Za ojczyznę bankowości inwestycyjnej należy uznać Wielką Brytanię wieku XIX, jednak największy i najszybszy jej rozwój zachodził i nadal zachodzi w Stanach Zjednoczonych. Na świecie funkcjonują obok siebie dwa klasyczne modele bankowości inwestycyjnej: model anglosaski i model kontynentalny. Dynamiczny rozwój bankowości inwestycyjnej wieku XX spotęgowały wydarzenia z lat 30. ubiegłego stulecia. Ich skutkiem w przypadku systemu finansowego Stanów Zjednoczonych było rozdzielenie poprzez akt prawny *Glass-Steagall Act* bankowości na bankowość depozytowo-kredytową oraz bankowość inwestycyjną. Specjalizacja instytucji finansowych według kryterium wykonywanych czynności na rynku finansowym zmobilizowała te instytucje do ciągłych poszukiwań coraz to nowszych rozwiązań dla zainteresowanych podmiotów. Nastąpił dynamiczny rozwój usług świadczonych przez banki inwestycyjne (głównie na rzecz przedsiębiorstw) oraz wprowadzanie nowych produktów finansowych. Rok 1999 okazał się przełomowy dla systemu finansowego Stanów Zjednoczonych. Zniesiono wówczas obowiązek rozdzielania świadczonych usług przez poszczególne instytucje finansowe. Na kontynencie europejskim usługi bankowości inwestycyjnej mogą być świadczone bez przeszkód zarówno przez banki uniwersalne, jak i inwestycyjne.

Dodatkowym argumentem przemawiającym za formalnym zniesieniem barier był postępujący rozwój państw, głównie z Azji Południowo-Wschodniej, oraz transformacja krajów Europy Środkowowschodniej. Postęp, jaki dokonał się w latach 90. ubiegłego wieku w dziedzinie innowacji finansowych na niespotykaną jak dotychczas skalę, globalizacja, liberalizacja oraz de- i reregulacja spotęgowały wzrost znaczenia usług bankowości inwestycyjnej w gospodarce rynkowej. Pozwala to na

stwierdzenie, że rynki kapitałowe najbardziej rozwiniętych państw świata wpływają na rozwój gospodarczy współczesnych gospodarek rynkowych, natomiast rozwój usług bankowości inwestycyjnej następuje w wyniku wyzwania, jakie niesie ze sobą rozwój gospodarczy.

Jak wspomniano powyżej, bankowość inwestycyjna obejmuje szeroki zakres funkcji, jakie pełni w gospodarkach rynkowych. Rozwój tej bankowości rozpoczął się od emisji i obrotu papierami wartościowymi. Ewolucja i rozwój światowej gospodarki przyczyniły się także do zmian, jakie zaszły w obszarze tradycyjnego podejścia do pełnienia usług. W ramach usług świadczonych przez bankowość inwestycyjną wyróżnia się zarządzanie aktywami powierzonymi i własnymi, doradztwo w przeprowadzaniu fuzji i przejęć, doradztwo finansowe, operacje na rynku pieniężnym oraz zarządzanie ryzykiem.

Geneza, ewolucja, stan obecny, tendencje, jak i perspektywy rozwoju bankowości inwestycyjnej na świecie i w Polsce należą do ważniejszych, jednakże bardzo złożonych i kontrowersyjnych zagadnień podejmowanych przez współczesnych badaczy i praktyków.

Bankowość inwestycyjna w ciągu ostatnich kilkunastu lat przeżywa najgwałtowniejsze zmiany w całym dotychczasowym okresie swojego rozwoju. Przemiany ekonomiczne i legislacyjne na kontynencie europejskim, jak i w Stanach Zjednoczonych czy Japonii wynikają w dużej mierze ze wzrostu znaczenia światowego rynku kapitałowego w gospodarce, który dla wielu korporacji oraz małych i średnich przedsiębiorstw stał się głównym źródłem pozyskiwania i lokowania kapitału. W takiej sytuacji ze szczególnym nasileniem następowało zjawisko przejęć i fuzji (*mergers and acquisitions*), w którym bankowość inwestycyjna ma również swój znaczący udział.

Miejsce bankowości inwestycyjnej we współczesnym świecie wynika z funkcji, jakie spełnia ona w zmieniającym się globalnym systemie finansowym. Ewolucja systemów bankowych oraz rynków papierów wartościowych na przestrzeni ostatniego ćwierćwiecza dostarcza obserwatorom i uczestnikom gry rynkowej wielu rozwiązań. Poszczególne gospodarki świata czerpią z doświadczeń innych państw lub systemów, przyswajając te elementy, których zastosowanie okazuje się niezbędne i możliwe. Przenikanie geograficzne i funkcjonalne usług bankowości inwestycyjnej często generuje bardziej zaawansowane zmiany wynikające z uwarunkowań, jakie napotykają w otaczającym je świecie.

Koniec lat 80. wieku XX w Polsce oraz w innych krajach, głównie Europy Środkowowschodniej, przyniósł głębokie przemiany spowodowane transformacją systemu gospodarczego. Przemiany te, według autorki, w założeniu nie odnosiły się do nieograniczoności wolnego rynku, a dotyczyły przyjęcia kapitalizmu z usunięciem wielu błędów, jakie

występują w krajach o dłuższej tradycji systemu gospodarki kapitalistycznej. Uznanie w pewnym zakresie interwencji państwa za niezbędną w odniesieniu do systemu emerytalnego, opieki zdrowotnej czy edukacji przełożyło się także na udział skarbu państwa w procesie prywatyzacji, pozostawiając w jego rękach większościowy udział we własności strategicznych sektorów. W zakresie tworzenia systemu finansowego po rozpoczęciu transformacji w Polsce nie ograniczono zagranicznym inwestorom możliwości objęcia często większościowych udziałów w prywatyzowanych instytucjach bankowych. Nastąpił dynamiczny wzrost wolumenu zasobu kapitału finansowego w polskiej gospodarce.

Odpowiedzialność osób zajmujących się polityką gospodarczą Polski w zakresie rynków finansowych jest bardzo duża. Dotyczy ona w znacznej mierze wyboru jednej z możliwych dróg rozwoju systemu finansowego, która prowadzić powinna w kierunku wspierania dynamicznego rozwoju gospodarczego kraju. Jednym z najważniejszych ogniw podlegających głębokim przemianom był system finansowy w Polsce. Duże znaczenie dla obecnego kształtu polskiego systemu finansowego, w tym rynku kapitałowego, jak i dla jego kształtu w przyszłości ma geneza tego rynku, a więc uwarunkowania jego ustanowienia w roku 1991, które tworzą przesłanki wysokiej ekonomicznej użyteczności tego systemu dla dalszego rozwoju polskiej gospodarki. Za bardzo istotny czynnik, odgrywający szczególną rolę w gospodarce o systemie rynkowym, należy uznać bankowość inwestycyjną. Zastosowanie rozwiązań, jakie ze sobą niosą usługi tejże bankowości, wpływać może w dłuższej perspektywie na rozwój gospodarczy kraju. Dzięki temu gospodarka polska jako element systemu gospodarczego i finansowego Unii Europejskiej nie tylko stanie się bardziej konkurencyjna na wewnętrznym unijnym rynku, ale także w stosunku do innych rozwiniętych gospodarek świata.

W Polsce zainteresowanie rolą kapitału finansowego w promowaniu wzrostu gospodarczego, w tym bankowości inwestycyjnej, pojawiło się stosunkowo wcześniej po rozpoczęciu transformacji ustrojowej w roku 1989. W początkowym okresie przemian widziano w bankowości inwestycyjnej tylko kolejną grupę usług, które mogą świadczyć banki komercyjne, bez spostrzegania głębszych relacji między tą bankowością a polityką gospodarczą. Brakowało szerszego spojrzenia na bankowość inwestycyjną w kontekście rozwoju całego systemu finansowego. Dostępne publikacje ograniczały się głównie do omówienia poszczególnych instrumentów finansowych, charakterystyki usług bankowości inwestycyjnej, często w kontekście oferujących je instytucji. Z perspektywy czasu można stwierdzić, że przybliżanie samego pojęcia bankowości inwestycyjnej miało w tamtym czasie – na początku transformacji ustrojowej – niebagatelne znaczenie edukacyjne.

Bankowość inwestycyjna jest stałym elementem gospodarek wysoko rozwiniętych, dlatego w Polsce w ostatnich latach również odgrywa coraz większą rolę. Zagadnienie bankowości inwestycyjnej jest w Polsce wyjątkowo aktualne, co wiąże się z przemianami zachodzącymi w naszej gospodarce, krajach strefy euro oraz w Unii Europejskiej. Usługi wspomnianej bankowości są istotnym elementem rynków finansowych współczesnych gospodarek rynkowych, odgrywają również dużą rolę w procesach przemian, modernizacji i restrukturyzacji gospodarek przechodzących transformację ustrojową. W Polsce usługi bankowości inwestycyjnej zaczęły się pojawiać i rozwijać dopiero na przełomie lat 80. i 90. wieku XX w wyniku przemian politycznych i gospodarczych. Wprowadzenie mechanizmów rynkowych do polskiej gospodarki wyzwoliło siły powodujące rozwój usług w tej dziedzinie oraz umożliwiło powstanie ram prawnych i instytucjonalnych dla jej rozwoju. W kraju takim jak Polska, rozwój bankowości inwestycyjnej jest niezwykle istotny z uwagi m.in. na: pozyskiwanie przez podmioty gospodarcze środków finansowych na rynku kapitałowym poprzez emisję papierów wartościowych, wspieranie prywatyzacji i restrukturyzacji, wspieranie rozwoju przedsiębiorczości i sektora prywatnego, minimalizację ryzyka związanego z prowadzeniem działalności gospodarczej w rezultacie m.in. wprowadzania nowych instrumentów finansowych, *etc.*

Bankowość inwestycyjna jest takim segmentem rynku usług finansowych, którego podstawową funkcją jest kojarzenie poprzez mechanizmy rynkowe nadwyżek środków finansowych będących w posiadaniu podmiotów zarówno indywidualnych, jak i instytucjonalnych z tymi, którzy zgłaszają na te środki zapotrzebowanie celem realizacji przedsięwzięć inwestycyjnych.

Bankowość taka w poszczególnych krajach kształtuje się w wyniku ewolucji, a zarazem dynamicznego rozwoju systemów finansowych. Rozwiązania stosowane w poszczególnych krajach odbiegają w szczególności od modeli uznanych w literaturze za klasyczne. Biorąc pod uwagę dwa kryteria: rolę banków komercyjnych i giełd papierów wartościowych w finansowaniu przedsiębiorstw oraz kryterium charakteru wzajemnych zależności między sektorem przedsiębiorstw a instytucjami i rynkami finansowymi, wyróżnia się system finansowy anglosaski oraz kontynentalny. Model anglosaski, zwany również angloamerykańskim, oparty jest na wykorzystaniu instrumentów rynku pieniężnego i kapitałowego, przy wysokim stopniu specjalizacji instytucji finansowych oraz wysokim stopniu innowacyjności rynku i relatywnie mniejszej roli banków. W przeciwieństwie do systemu probankowego (kontynentalnego), gdzie banki mogą być zarówno udziałowcami firm, jak i instytucjami nadzorującymi ich działalność, funkcje te nie mogą być w takim zakresie wypełniane przez jeden podmiot.

W monografii zostały zaprezentowane główne etapy rozwoju bankowości inwestycyjnej na świecie oraz bieżące tendencje jej towarzyszące. Tło dla tych rozważań stanowi zjawisko konwergencji angloamerykańskiego i kontynentalnego systemu finansowego. Wypełnianie przez rynek kapitałowy wielu charakterystycznych funkcji systemu finansowego oznaczać może wzrost znaczenia bankowości inwestycyjnej w gospodarce. W opracowaniu nie dokonano szczegółowego opisu konkretnych usług bankowości inwestycyjnej i charakterystycznych dla nich instrumentów finansowych oraz funkcjonowania giełdy papierów wartościowych czy organów nadzoru nad rynkiem kapitałowym. Te kwestie pozostawione są poza opracowaniem.

Na podstawie dotychczasowego dorobku szeroko rozumianej nauki finansów trudno jest wyjaśnić w sposób wyczerpujący niektóre zjawiska i procesy zachodzące na współczesnym rynku finansowym. Podstawę do formułowania pewnych wniosków badawczych stanowią: obserwacja rzeczywistości, jej analiza i próba wyjaśnienia na gruncie historycznych wydarzeń i dorobku teorii naukowych zmian zachodzących na światowym rynku finansowym. Zgodnie z tym, co zostało napisane wyżej, podstawowym przedmiotem rozprawy jest identyfikacja czynników wpływających na rozwój bankowości inwestycyjnej, próba oceny ich znaczenia i roli, jaką odgrywają w gospodarkach rozwiniętych. Podjęta została też próba analizy porównawczej stopnia rozwoju usług bankowości inwestycyjnej w rozwiniętych gospodarkach rynkowych w stosunku do gospodarek rozwijających się, których przykładem jest gospodarka polska. Wynikiem analizy jest próba wskazania szans i barier rozwoju bankowości inwestycyjnej w naszym kraju. Dokonano również empirycznej analizy współzależności pomiędzy rozwojem bankowości inwestycyjnej w Polsce a wzrostem gospodarczym.

Celem głównym niniejszego opracowania jest wykazanie, że rosnąca rola usług bankowości inwestycyjnej w polskiej gospodarce powinna wpływać na dalszy rozwój gospodarczy, a ten z kolei implikować winien ciągły rozwój usług tej bankowości. Zadanie to realizowane jest poprzez odpowiednią analizę teoretyczno-empiryczną stopnia rozwoju systemu finansowego, mierzonego zakumulowanymi zasobami aktywów finansowych w wybranych krajach o rozwiniętej gospodarce rynkowej oraz w Polsce, ze zwróceniem szczególnej uwagi na współzależności pomiędzy rozwojem bankowości inwestycyjnej a rozwojem gospodarczym. Jeżeli chodzi o Polskę, to cel ten osiąga się poprzez badania empiryczne weryfikujące tę hipotezę. Zostały one przeprowadzone na podstawie zbudowanego modelu ekonometrycznego o równaniach łącznie współzależnych, na próbie czasowej z lat 1994–2004. Jednym z celów cząstkowych jest próba oceny ówczesnego stanu rozwoju systemu finansowego w Polsce

oraz próba określenia przyszłej w nim roli rynku kapitałowego. Drugim celem cząstkowym jest usystematyzowanie wyników i wniosków z wybranych i dostępnych międzynarodowych badań empirycznych dotychczas przeprowadzonych w innych krajach oraz w Polsce, odnoszących się do wzajemnych zależności pomiędzy rozwojem systemu finansowego a rozwojem gospodarczym. Kończącym celem rozprawy jest analiza i sformułowanie wniosków dla Polski na podstawie przeprowadzonych badań własnych opisanych powyżej. Sformułowano w opracowaniu hipotezę główną, która brzmi: **Rozwój bankowości inwestycyjnej stanowi jeden z czynników determinujących rozwój współczesnej gospodarki rynkowej. W Polsce rozwój usług bankowości inwestycyjnej wpływa na rozwój gospodarczy, przez co rośnie konkurencyjność polskiej gospodarki na rynku Unii Europejskiej. Pomiędzy rozwojem bankowości inwestycyjnej w Polsce a rozwojem gospodarczym istnieją określone współzależności.**

Współzależności te są właśnie przedmiotem badań empirycznych. Ich celem jest wskazanie przede wszystkim, czy jest to współzależność zwrotna jednookresowa, czy zachodząca z opóźnieniem. Nie jest jednak przedmiotem badania także odpowiednie rozkładu opóźnień, gdyż prowadzona analiza nie ma charakteru *stricte* ekonometrycznego. Ponadto długość szeregów czasowych, na podstawie których przeprowadzono badanie (zbudowano odpowiedni model ekonometryczny), nie pozwalała na przeprowadzenie takich badań. Weryfikacja hipotezy o istnieniu określonej współzależności pomiędzy rozwojem bankowości inwestycyjnej w Polsce a rozwojem gospodarczym może również zakończyć się stwierdzeniem, że takiej współzależności nie ma, a istnieje tylko określona zależność jednokierunkowa.

Obok hipotezy głównej wyróżniono jeszcze następujące hipotezy szczegółowe:

- W Polsce usługi bankowości inwestycyjnej mają nadal ograniczone znaczenie dla rozwoju gospodarczego w porównaniu z gospodarkami wysoko rozwiniętymi;
- W Polsce zachodzą wzajemne zależności pomiędzy rozwojem systemu finansowego a rozwojem gospodarczym;
- Bankowość inwestycyjna może bezpośrednio i w istotny sposób przyczynić się do dalszego rozwoju rynku kapitałowego;
- Bankowość inwestycyjna oraz rynek kapitałowy w Polsce nabierają coraz większego znaczenia w tworzeniu dochodu narodowego;
- Konkurencja między instytucjami finansowymi oznaczać będzie sprawniejszy w skali Unii Europejskiej mechanizm alokacji kapitału oraz korzyści dla firm i konsumentów.

Dla osiągnięcia celu i weryfikacji hipotez postawionych w książce wykorzystana została teoretyczno-empiryczna metoda badawcza oparta na przyczynowo-skutkowej analizie dynamicznej i porównawczej (analiza wskaźnikowa). Porównywanie wchodzi bowiem w skład każdego, nawet najprostszego dociekania naukowego. Badanie odznaczające się cechami naukowości powinno niejako z definicji polegać m.in. na porównywaniu w obrębie analizowanego przedmiotu, czyli pokazywaniu relacji między przedmiotami. Takie ustalenia dostarczają wartościowego materiału do objaśniania istoty, treści, genezy i funkcji badanych przedmiotów¹. Metoda porównywania prowadząca do formułowania wzorców interpretacji jest naturalną podstawą wnioskowań o przeszłości, teraźniejszości i przyszłości, a także rozumienia otaczającego świata, np. świata finansów. Przedmiotem badań będą rynki finansowe krajów, w których rola usług bankowości inwestycyjnej jest dominująca, np. USA, oraz systemy finansowe krajów o dominującej roli banków komercyjnych uczestniczących w pośrednictwie finansowym, np. Niemcy.

Jeden z podstawowych elementów opracowania to analiza stopnia rozwoju polskiego rynku kapitałowego w zjednoczonej Europie oraz perspektyw jego rozwoju. Syntezę opracowania stanowi próba wskazania przesłanek rozwoju bankowości inwestycyjnej w Polsce oparta na badaniu ekonometrycznym przeprowadzonym na dostępnych danych. Celem badania jest analiza determinant rozwoju rynku finansowego oraz rozwoju gospodarczego w Polsce na podstawie próby z lat 1994–2004. Przedstawiono podejście ekonometryczne stosowane w analizie przyczynowo-skutkowej pewnych wielkości, jako komplementarne w stosunku do podejścia tradycyjnego – analizy wskaźnikowej. Model ekonometryczny składa się z trzech równań stochastycznych. Istotę badania stanowią związki zachodzące pomiędzy gospodarką realną a sferą finansową. Szczególny nacisk położony jest na badanie dotychczasowego znaczenia usług bankowości inwestycyjnej w rozwoju polskiego rynku kapitałowego oraz wpływu tych usług na wzrost gospodarczy. W wyniku badania uzyskano statystyczne potwierdzenie istnienia w gospodarce takiej jak polska dwukierunkowej zależności pomiędzy rozwojem gospodarczym a rozwojem finansowym.

Praca składa się z czterech rozdziałów. W rozdziale pierwszym dokonano ogólnej charakterystyki systemów finansowych występujących we współczesnej gospodarce rynkowej. Uwaga skoncentrowana została wokół istoty i roli, jaką odgrywa w rozwiniętej gospodarce rynkowej sys-

1 S. Flejterski, *Analizy porównawcze w finansach. Rzemiosło i sztuka*, [w:] *Zarządzanie finansami*, Szczecin 2003.

tem finansowy. Przedstawiony został klasyczny podział modeli systemów finansowych, ze szczególnym uwzględnieniem przemian zachodzących obecnie na międzynarodowym rynku finansowym.

W rozdziale drugim zaprezentowano bankowość inwestycyjną oraz jej znaczenie we współczesnych systemach finansowych. Bankowość inwestycyjna została ujęta funkcjonalnie, tzn. ze szczególnym naciskiem na usługi świadczone w jej ramach. Uwagę skierowano na rozwój bankowości inwestycyjnej w wybranych rozwiniętych gospodarkach na tle ewolucji systemów finansowych. Wiele miejsca poświęcono także gospodarcom krajów rozwijających się. Jest to ważne z punktu widzenia polskiej gospodarki, która należy do grupy gospodarek zwanych *emerging markets*.

Trzeci rozdział składa się z części teoretycznej oraz części analitycznej. Rozdział ten opisuje szczególną rolę bankowości inwestycyjnej w rozwoju gospodarczym krajów *via* rozwój finansowy. Dokonana została tu analiza zależności pomiędzy rozwojem bankowości inwestycyjnej a rozwojem gospodarczym na podstawie dostępnych wyników międzynarodowych badań empirycznych oraz własnych analiz porównawczych wybranych kategorii ekonomicznych. W rozdziale przedstawione ma zostać miejsce bankowości inwestycyjnej we współczesnej gospodarce rynkowej oraz jej znaczenie dla rozwoju gospodarczego. Możliwie szczegółowy opis oraz analizy oparto na najnowszych badaniach przeprowadzonych w tym obszarze tematycznym. Rozważania dotyczą wzajemnych związków pomiędzy rozwojem finansowym a rozwojem gospodarczym. W analizie wspomnianych związków uwzględniono zarówno historyczne etapy industrializacji gospodarek oraz źródeł ich finansowania, jak i aspekty dotyczące rozwoju współczesnych przemysłów, a także nowych technologii.

Czwarty rozdział poświęcono w całości gospodarce polskiej oraz badaniu wzajemnych zależności pomiędzy bankowością inwestycyjną a rozwojem gospodarczym. W Polsce rozwój omawianej bankowości odbywa się głównie w obszarze systemu bankowego. Rozwój rynku kapitałowego, szczególnie giełdy papierów wartościowych, nabiera coraz większego znaczenia dla rozwoju gospodarczego. Integracja polskiej gospodarki ze strukturami Unii Europejskiej wymusza na rodzimych firmach poszukiwanie bardziej konkurencyjnej formy finansowania planowanych przedsięwzięć inwestycyjnych. Alternatywą dla kredytów bankowych okazuje się coraz częściej rynek kapitałowy. Dokonują się także zmiany w strukturach oszczędności gospodarstw domowych z tendencją do lokowania nadwyżek finansowych na rynku papierów wartościowych. Efektem badań własnych jest model ekonometryczny oraz analiza symulacyjna przeprowadzona dla hipotetycznych scenariuszy.

Rozdział 1

Systemy finansowe we współczesnej gospodarce rynkowej

Charakterystyczną cechą współczesnego systemu finansowego jest dynamiczny rozwój, kształt zaś tego systemu podlega ciągłym zmianom pod wpływem procesów zachodzących w gospodarkach i finansach międzynarodowych. Koniec ubiegłego wieku przyniósł przyspieszenie tempa zmian w zakresie międzynarodowych rynków finansowych na dotychczas niespotykaną skalę. Złożyło się na to wiele przyczyn, z których za najważniejsze uważa się globalizację i liberalizację gospodarki światowej. Okres ten w literaturze przedmiotu zaczyna się określać okresem rewolucji przemysłu finansowego (ang. *financial industry revolution*). Istotą tejże rewolucji jest poszukiwanie najbardziej efektywnych rozwiązań w obszarze systemów finansowych. Dążenie do optymalnego modelu systemu finansowego wspierającego rozwój gospodarek poszczególnych państw oznacza w praktyce ewolucję dotychczasowych modeli. Znaczący w niej udział miała bankowość inwestycyjna, bez wątpienia jedna z najbardziej dynamicznie rozwijających się dziedzin współczesnego systemu finansowego¹.

Zamierzeniem podjętym w rozdziale jest identyfikacja ogólnych, aczkolwiek istotnych, charakterystycznych cech systemu finansowego oraz podstawowych pojęć wykorzystywanych w opracowaniu. Aby dokonać analizy skutków funkcjonowania rynków finansowych i instytucji pośrednictwa finansowego, w tym szczególnie bankowości inwestycyjnej, w pierwszej kolejności zaprezentowana zostanie struktura systemów finansowych oraz ich podział i instrumenty, a także zasady funkcjonowania rynków finansowych. Poprzez analizę funkcji, jakie spełnia rynek finansowy w gospodarce, określona zostanie rola poszczególnych ogniw systemów finansowych w gospodarkach oraz miejsce bankowości inwestycyjnej w wyróżnionych modelach tych systemów. Końcowym etapem

1 *System finansowy w Polsce*, red. B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003.

tego rozdziału będzie sformułowanie teoretycznego optymalnego modelu systemu finansowego, jaki byłby pożądany we współczesnej gospodarce rynkowej.

1.1. Istota i rola systemu finansowego w gospodarce rynkowej

System finansowy w gospodarce rynkowej oznacza mechanizm współtworzenia i przepływu siły nabywczej między podmiotami gospodarczymi (nie finansowymi), składający się z instrumentów, rynków oraz instytucji finansowych, a także zasad, na jakich one działają. System finansowy stanowi mechanizm, dzięki któremu następuje przepływ siły nabywczej w gospodarce². W jego skład wchodzi rynkowy system finansowy oraz publiczny³ (fiskalny) system finansowy. Ze względu na to, że w książce poruszana jest tylko tematyka w obrębie rynkowego systemu finansowego, zamiennie dla tej nazwy jest używane ogólne pojęcie „system finansowy”⁴. W wyniku funkcjonowania systemu finansowego zachodzi możliwość transformacji kapitałów od podmiotów, które zaoszczędziły wolne środki finansowe (głównie gospodarstw domowych), do podmiotów zgłaszających na nie zapotrzebowanie (dominujące są tu przedsiębiorstwa oraz agendy rządowe). Przepływ kapitału może następować w sposób bezpośredni lub za pośrednictwem instytucji finansowych. Funkcje przepływu kapitału pełnione przez rynki finansowe uznawane są we współczesnej ekonomii za podstawowe. Poniżej funkcje te schematycznie przedstawiono na rysunku 1.

W finansowaniu bezpośrednim pożyczkodawcy użyczają fundusze pożyczkobiorcom w sposób bezpośredni na rynkach finansowych. W zamian ci ostatni oferują im instrumenty finansowe, które reprezentują ich prawa do udziału w przyszłych dochodach lub aktywach. Dla przykładu podmiot gospodarujący, który po analizie wszelkich wad i korzyści wynikających z uzyskania funduszy poprzez giełdę, pozyskuje w sposób bezpośredni fundusze na rozwój, oferując poprzez określony instrument

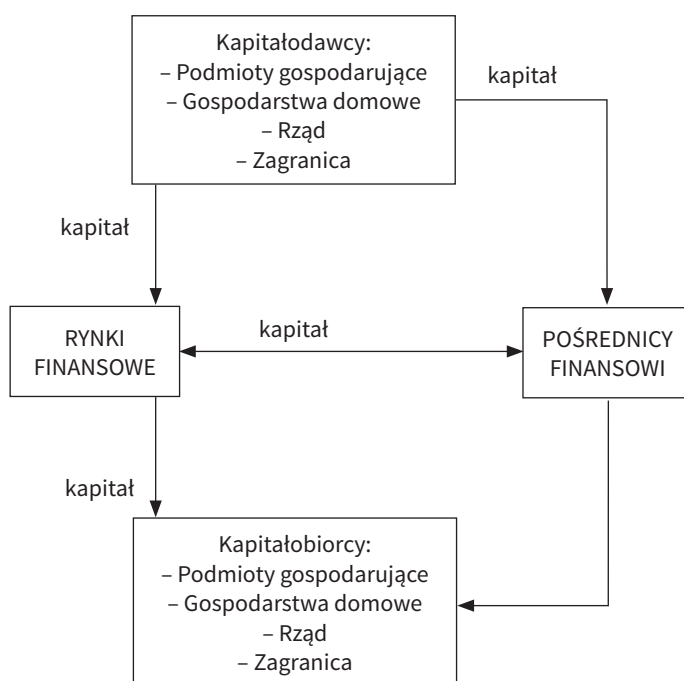
2 *Ibidem*, s. 17.

3 Publiczny system finansowy oznacza mechanizm współtworzenia i przepływu środków pieniężnych oparty tylko na podmiotach publicznych.

4 Pojęcie rynkowego systemu finansowego w opracowaniu nie jest tożsame z pojęciem systemu finansowego zorientowanego rynkowo lub inaczej zwanego prorynkowym. Rynkowy system finansowy to taki, w którym występują zarówno podmioty publiczne, jak i prywatne lub jedynie podmioty prywatne.

finansowy potencjalnym inwestorom stopę zwrotu, jaką mogą uzyskać oddając w zarządzanie swoje fundusze.

W finansowaniu pośrednim zaangażowane są podmioty pośredniczące pomiędzy poszukującymi kapitału a tymi, które zgłaszają chęć oddania ich w użytkowanie za odpowiednim wynagrodzeniem i przy akceptowanym ryzyku. Przykładem pośrednika finansowego może być bank, który oferuje cenę w postaci stopy procentowej za oddanie wolnych środków finansowych w depozyt. Bank zaciąga tym samym zobowiązanie, powiększa swoje aktywa, a następnie udziela kredytów na przedsięwzięcia inwestycyjne. Proces finansowania pośredniego przy wykorzystaniu instytucji pośrednictwa finansowego nazywa się pośrednictwem finansowym.

FINANSOWANIE BEZPOŚREDNIE**FINANSOWANIE POŚREDNIE**

Rys. 1.1. Schemat przepływu kapitału w finansowaniu bezpośrednim i finansowaniu pośrednim

Źródło: opracowanie własne

Uwzględniając wyżej wymienione formy finansowania, aby system finansowy mógł działać, powinien opierać się na trzech głównych filarach, którymi są:

- 1) instytucje finansowe,
- 2) instrumenty finansowe,
- 3) rynki finansowe.

Te trzy filary działają według **zasad określających sposób funkcjonowania systemu finansowego**, często przez niektórych autorów ujmowanych jako czwarty nierozłączny filar systemu finansowego⁵.

System finansowy jako całość pełni w gospodarce bardzo ważne funkcje. Obok współudziału w kreowaniu siły nabywczej i umożliwianiu jej przepływu pomiędzy niefinansowymi podmiotami gospodarczymi, w literaturze przedmiotu wyróżnia się siedem jego podstawowych funkcji. Są to⁶:

- a) funkcja oszczędnościowa,
- b) funkcja polegająca na gromadzeniu środków finansowych na przyszłą konsumpcję,
- c) funkcja zapewniająca płynność aktywów finansowych,
- d) funkcja kredytowa,
- e) funkcja płatnicza,
- f) funkcja ochrony przed ryzykiem,
- g) funkcja transmisji polityki gospodarczej w postaci następujących celów: wysokiej stopy zatrudnienia, niskiego poziomu inflacji oraz stabilnego wzrostu gospodarczego.

Częściej w literaturze pojawia się inny syntetycznie ujęty podział funkcji systemu finansowego. Wówczas funkcje te sprowadza się do trzech najistotniejszych, którymi są⁷:

- a) funkcja monetarna⁸,
- b) funkcja kapitałowo-redystrybucyjna,
- c) funkcja kontrolna.

Funkcja monetarna sprowadza się do dostarczania przez system finansowy podmiotom niefinansowym podstawowego dla funkcjonowania gospodarki rynkowej środka, jakim jest pieniądz, dzięki któremu następują rozliczenia pomiędzy podmiotami finansowymi i niefinansowymi. W praktyce powyższa funkcja dotyczy więc pierwotnej kreacji pieniądza, który pełni w gospodarce funkcję płatniczą, zwaną też rozliczeniową.

5 *System finansowy...*, s. 22.

6 P. S. Rose, *Money and Capital Markets. Financial Institutions and Instruments and a Global Marketplace*, IRWIN, McGraw-Hill, New York 1997, s. 5.

7 *System finansowy...*, s. 19–21.

8 Ze względu na przedmiot opracowania nie będzie omawiana w szerszym zakresie funkcja monetarna, gdyż sprowadza się do pierwotnej kreacji pieniądza oraz do mechanizmu płatniczego, a te nie są bezpośrednio związane z tematem rozważań.

Druża z wymienionych funkcji dotyczy przepływu środków finansowych zarówno tych dobrowolnych, jak i przymusowych, np. w postaci podatków. W ramach tej funkcji system finansowy przyczynia się do bezpośredniego finansowania wzrostu gospodarczego poprzez zamianę wolnych środków finansowych podmiotów zgłaszających ich nadwyżkę do podmiotów, które wykorzystują je do finansowania różnego rodzaju inwestycji. Pomiędzy tymi dwoma strumieniami przepływu środków finansowych występuje odstęp czasu od momentu poniesienia nakładów aż do momentu uzyskania wyników. Element redystrybucji dotyczy publicznego rozdysponowania wcześniej zgromadzonych (zwykle przymusowych) środków finansowych. W zależności od stopnia, w jakim państwo ingeruje w gospodarkę następuje redystrybucja środków, zwykle budżetowych, w celu sfinansowania dóbr i usług publicznych, np. obrony narodowej czy usług o charakterze edukacyjnym lub medycznym. Ostatnią z wymienionych w tej klasyfikacji funkcji systemu finansowego jest funkcja kontrolna. Wypełnianie tej funkcji przez system finansowy pozwala na kontrolę przepływu strumieni pieniężnych, który odbył się w przeszłości. Chodzi zatem o usługi, które pozwalają kontrolować prawidłowość oraz efektywność wykorzystania funduszy publicznych, czyli takie, które służą monitorowaniu i kontroli. W związku z tym problematyka funkcji kontrolnej obejmuje zagadnienia kontroli finansowej, a także władania ekonomicznego (*corporate governance*), tj. oddziaływania instytucji i rynków finansowych na podmioty niefinansowe⁹.

W praktyce wyżej wymienione funkcje nie są wypełniane w izolacji, ale raczej w ścisłej wzajemnej zależności. Dzięki nim bowiem system finansowy może się rozwijać nie jako cel sam w sobie, lecz dla wspierania rozwoju gospodarczego. Odbywa się to poprzez efektywne krążenie siły nabywczej w gospodarce, dzięki czemu następuje rozwój sfery realnej gospodarki¹⁰.

1.1.1. Instytucje finansowe

Pod pojęciem instytucji finansowych¹¹ (*financial institutions*) rozumie się podmioty ekonomiczne, których działalność polega na utrzymywaniu i dokonywaniu obrotu instrumentami finansowymi¹² na rynku. Oznacza

9 *System finansowy...*, s. 20–21.

10 Szerzej na temat wpływu i znaczenia systemu finansowego w rozwoju gospodarczym por. pkt. 1.1.5 niniejszej książki.

11 Podział najważniejszych instytucji finansowych, ich podstawowe instrumenty oraz funkcje w sposób syntetyczny ujęte zostały w: *System finansowy...*, s. 34.

12 *Ibidem*, s. 16.

to, że główna ich funkcja sprowadza się do pośrednictwa finansowego, co odróżnia je od podmiotów typowo produkcyjnych czy usługowych, których podstawowa działalność operacyjna nie odbywa się poprzez pośrednictwo w finansowaniu. Rola instytucji finansowych sprowadza się również do utrzymywania nadzoru nad funkcjonowaniem systemu oraz działających na nim podmiotów, zapewnienia stabilnych warunków funkcjonowania, a także utrzymania płynności na rynku¹³. Rozróżnia się przy tym aktywne instytucje finansowe, które kreują pieniądź¹⁴ i własne instrumenty finansowe oraz pasywne instytucje finansowe.

Do aktywnych pośredników finansowych zalicza się¹⁵:

a) instytucje tworzące własne niepieniężne instrumenty finansowe. Są to towarzystwa ubezpieczeniowe, towarzystwa wspólnego inwestowania, fundusze emerytalne, firmy *venture capital* i banki inwestycyjne;

b) instytucje tworzące pieniądź – banki centralne i banki komercyjne.

Podstawę działalności aktywnych pośredników finansowych stanowi nabywanie i tworzenie instrumentów finansowych o odmiennych właściwościach. Efektem takich poczynań jest realizacja funkcji określanej w literaturze przedmiotu jako transformacja cech instrumentów finansowych. Pośrednicy poprzez kreowanie nowych zobowiązań mogą dokonywać zamiany instrumentów finansowych pod względem terminów zapadalności, stopnia ryzyka, stopnia płynności itp. Przykładem finansowania pośredniego jest działalność banków komercyjnych¹⁶, które przyjmując różnego rodzaju depozyty, zwykle w niskich kwotach, transformują je w kredyty długoterminowe umożliwiające finansowanie dużych projektów inwestycyjnych. Skutkiem działalności aktywnych pośredników finansowych jest także możliwość wzrostu płynności w gospodarce. Z. Polański powyższy proces określił jako „mechanizm transformacji atrybutów instrumentów finansowych umożliwiający kreowanie pieniądza przez system bankowy”. Ta cecha spowodowała, że wszystkich aktywnych pośredników finansowych dzieli się na dwie grupy: instytucje tworzące niepieniężne instrumenty finansowe oraz instytucje tworzące pieniądź¹⁷.

13 P. Zapadka, *Instytucje polskiego rynku finansowego*, „Bank i Kredyt” 2002, nr 6, s. 32.

14 Tylko banki centralne państw mogą pierwotnie kreować pieniądź papierowy i bilon. Od pierwotnej kreacji należy odróżnić wtórną kreację pieniądza, pod pojęciem której rozumie się aktywność banków komercyjnych w zakresie udzielania kredytów.

15 W tym miejscu pominięty został dokładny opis istoty i zadań, jakie te instytucje realizują. Problematyka jest dokładniej opisana w rozdziale 2.

16 Zamiennie dla nazwy bank komercyjny w opracowaniu używane będą pojęcia bank depozytowy lub handlowy.

17 *System finansowy...*, s. 37.

W odróżnieniu od finansowania pośredniego występuje finansowanie bezpośrednie, dokonywane przez pasywnych pośredników finansowych dzięki wykorzystaniu rynków. Spośród pasywnych pośredników finansowych wyróżnić można kantory walutowe, domy maklerskie i firmy faktoringowe. Pomimo że podmioty te zajmują się tylko wtórną redystrybucją instrumentów będących już w obiegu¹⁸, nie oznacza to, że nie zajmują w systemie finansowym istotnego miejsca. Należy w tym miejscu zaznaczyć, że działalność domów maklerskich w dużej mierze przyczynia się do sprawnego funkcjonowania rynku kapitałowego, działalność zaś firm faktoringowych zwiększa płynność rozliczeń w handlu. W handlu bowiem często występuje sprzedaż o odroczonej terminach płatności, co powoduje powstawanie długoterminowych należności, a firmy faktoringowe skupując te należności z odpowiednim dyskontem poprawiają płynność finansową dostawców usług i dóbr. Warto przy tym zwrócić uwagę na fakt, że dzięki firmom faktoringowym, które dostarczają informacji na temat np. podmiotów gospodarujących, ograniczane jest w istotny sposób występowanie asymetrii informacji i zmniejszają się koszty dokonywanych transakcji. Zatem można stwierdzić, że pasywni pośrednicy finansowi dzięki swej aktywności usprawniają funkcjonowanie systemu finansowego, tym samym poprawiają funkcjonowanie gospodarki.

Do instytucji rynku finansowego obok banków należą także giełdy instrumentów finansowych. Tworzą one infrastrukturę tego rynku, gdyż umożliwiają instytucjonalizację zawierania transakcji. Generalnie giełdy dzieli się na klasyczne, czyli giełdy papierów wartościowych, na których dominuje obrót podstawowymi instrumentami finansowymi, oraz giełdy terminowe, na których dokonuje się obrót instrumentami pochodnymi¹⁹.

Zarówno finansowanie pośrednie, jak i bezpośrednie charakteryzuje się specyficznymi cechami i trudno jednoznacznie w tym miejscu stwierdzić, które z nich bardziej sprzyja rozwojowi gospodarstwu państw. Funkcjonowanie każdego zawiera z jednej strony wiele zalet i korzyści dla podmiotów w nim uczestniczących, z drugiej obarczone jest wieloma wadami czy niedoskonałościami.

W tym miejscu, ze względu na przedmiot opracowania, należy zająć się bankami inwestycyjnymi jako szczególnym przypadkiem finansowych pośredników aktywnych z grupy instytucji tworzących niepieniężne instrumenty finansowe. W literaturze przedmiotu, jak i wśród praktyków, używane jest pojęcie „bank inwestycyjny”. W istocie rzeczy nie jest to bank ani w prawnym, ani w ekonomicznym znaczeniu. W tradycyjnym

18 W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 20–23.

19 *Ibidem*, s. 22. Szerzej giełdy omówione są w punkcie 1.1.3 niniejszej książki.

znaczeniu tego słowa „bank inwestycyjny” nie pełni żadnej funkcji charakterystycznej dla banku – nie przyjmuje depozytów ani nie udziela kredytów, tzn. nie pełni podstawowej funkcji transformacji cech instrumentów finansowych. W początkach powstawania banków inwestycyjnych wypełniały one wąski zakres usług na rynku papierów wartościowych, ograniczający się do pierwotnej emisji i obrotu papierami wartościowymi na rynku wtórnym. W wieku XIX, głównie w Stanach Zjednoczonych i w Wielkiej Brytanii, charakter banków inwestycyjnych określić można jako pasywny, tzn. nie kreowały one instrumentów pochodnych, a jedynie spełniały funkcję kapitałowo-redystrybucyjną systemu finansowego. Okres ten z perspektywy czasu określany jest w literaturze jako czas tradycyjnych banków inwestycyjnych. Później, w latach 70. i 80. wieku XX charakter działalności banków inwestycyjnych przybrał formę aktywną tworząc niepieniężne instrumenty finansowe. Odtąd banki inwestycyjne zaliczane są do kategorii współczesnych banków inwestycyjnych²⁰. Duże znaczenie odgrywiają banki inwestycyjne (lub szeroko pojęta bankowość inwestycyjna) na rynku kapitałowym, w ogromnej mierze determinując jego rozwój.

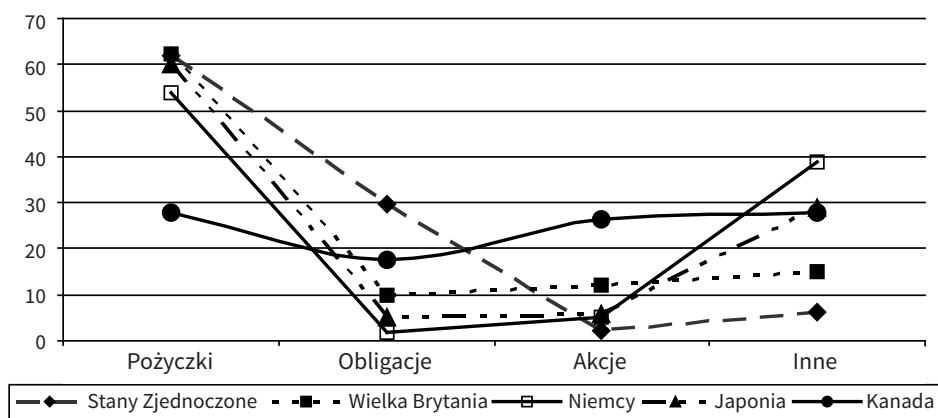
Reasumując powyższe uwagi, prezentujące istotę oraz podział instytucji finansowych, warto podkreślić znaczenie pośrednictwa finansowego i finansowania bezpośredniego w rozwiniętych gospodarkach rynkowych. Teza dla dalszych rozważań jest następująca: **znaczenie pośrednictwa finansowego w rozwiniętych gospodarkach rynkowych jest nie mniejsze niż finansowania bezpośredniego**. Poszczególne państwa różnią się przyjętymi wzorami finansowania przedsiębiorstw. Badania najbardziej rozwiniętych gospodarek świata, jak np. Stanów Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii, Japonii, Włoch, Niemiec czy Francji, wskazują na charakterystyczną cechę, która jest wspólna dla tych gospodarek. W momencie, gdy podmioty gospodarujące rozpoczynają poszukiwania funduszy na sfinansowanie swojego rozwoju, zwykle otrzymują je poprzez instytucje pośrednictwa finansowego, a nie bezpośrednio na rynkach papierów wartościowych²¹. W krajach takich, jak Kanada czy Stany Zjednoczone, które mają najbardziej rozwinięte rynki papierów wartościowych, kredyty uzyskane od pośredników finansowych są o wiele ważniejszym źródłem finansowania niż rynki papierów wartościowych. W Niemczech i Japonii, gdzie przedsiębior-

20 Szczegółowo na temat banków inwestycyjnych oraz usług przez nie świadczonych traktuje rozdział 2.

21 Por. C. Mayer, *Financial Systems, Corporate Finance and Economic Development*, [w:] *Assymetric Information, Corporate Finance and Investments*, ed. R. G. Hubbard, University of Chicago Press, Chicago 1990, s. 308–333.

stwa najmniej wykorzystują rynki papierów wartościowych, finansowanie przez pośredników finansowych jest dziesięciokrotnie większe niż bezpośrednio przez rynki kapitałowe. Deregulacja rynków finansowych w Japonii w latach 90. wieku XX spowodowała jednak, że wzrosło znaczenie rynków papierów wartościowych w finansowaniu przedsiębiorstw. C. Mayer zbadał źródła finansowania zewnętrznego przedsiębiorstw niefinansowych w krajach takich, jak Stany Zjednoczone, Wielka Brytania, Francja, Niemcy, Japonia i Kanada za lata 1970–1985, wyniki przedstawione są na rysunku 2²².

Z badań autora wynika, że amerykańskie korporacje tylko ogółem około 2,1% środków finansowych czerpią na rynku akcji. Ważniejszym źródłem finansowania w tym czasie była emisja skryptów dłużnych, stanowiąca 29,8% zewnętrznego zasilania kapitałowego. Największe zaś źródło kapitałów zewnętrznych stanowiły pożyczki – 61,9%, z których większość to kredyty bankowe.



Wykres 1.1. Zewnętrzne źródła finansowania zewnętrznego podmiotów niefinansowych

Źródło: opracowanie własne na podstawie C. Mayer, *Financial Systems, Corporate Finance and Economic Development*, [w:] *Assymmetric Information, Corporate Finance and Investments*, ed. R. G. Hubbard, University of Chicago Press, Chicago 1990, s. 312

22 Grupa „pożyczki” obejmuje głównie kredyty bankowe oraz inne pożyczki udzielane przez instytucje pośrednictwa finansowego. Kategoria „obligacje” dotyczy obligacji korporacyjnych oraz weksli skarbowych. Pod terminem „inne” kryją się pożyczki z innych źródeł, nie wymienionych w pozostałych grupach, np. rządowe i zagraniczne pożyczki lub zobowiązania handlowe.

Analizując uzyskane wyniki można stwierdzić, że akcje²³ nie stanowiły najważniejszego źródła finansowania zewnętrznego przedsiębiorstw. Dominuje tu przewaga pośredników finansowych nad rynkami papierów wartościowych, jednak gdy chodzi o znaczenie rynku obligacji w stosunku do rynku akcji, to jest ono już bardziej zróżnicowane. Z rysunku wynika, że największe znaczenie rynki akcji miały w Kanadzie i we Francji. Interesujący wydaje się przypadek Stanów Zjednoczonych, w których tylko 2,1% finansowania zewnętrznego stanowiły akcje. W okresie od połowy do końca lat 80. wieku XX rynek akcji w Stanach Zjednoczonych w ocenie licznych autorów stał się „negatywnym” źródłem finansowania przedsiębiorstw. Przyczyną takiego stanowiska jest fakt, że amerykańskie korporacje w owym czasie zaprzestały emisji akcji na finansowanie swojej działalności, a zamiast tego dokonywały zakupu dużych wolumenów akcji innych korporacji. Banki były najważniejszym źródłem funduszy zewnętrznych wykorzystywanych w celu rozwoju przedsiębiorstw. Pożyczki stanowiły blisko 62% finansowania zewnętrznego i to banki przeciętnie każdego roku dostarczały 25 razy więcej funduszy niż rynek akcji²⁴. Papiery dłużne tworzyły w Stanach Zjednoczonych około 30% finansowania zewnętrznego, z czego wynika, że były ważniejszym źródłem pozyskania kapitału niż akcje. Podsumowując powyższą analizę można stwierdzić, że „sprzedażne”²⁵ papiery wartościowe w gruncie rzeczy nie były podstawowym sposobem finansowania rozwoju przedsiębiorstw. Z finansowania bezpośredniego uzyskiwano niecałe 5% funduszy zewnętrznych amerykańskich przedsiębiorstw. Jedynym odróżniającym się krajem, w którym nieco inaczej prezentowała się struktura zewnętrznego finansowania, jest Kanada, gdzie przedsiębiorstwa w niecałej jednej piątej finansowały działalność przez emisję obligacji korporacyjnych – resztę, czyli ponad 80% finansowania zewnętrznego, mniej więcej w podziale na trzy części, stanowiły kredyty, akcje oraz inne (po około 30%). Nasuwa się ogólny wniosek, że w zasadzie tylko duże przedsiębiorstwa miały szansę i możliwości pozyskania funduszy na rynkach papierów wartościowych.

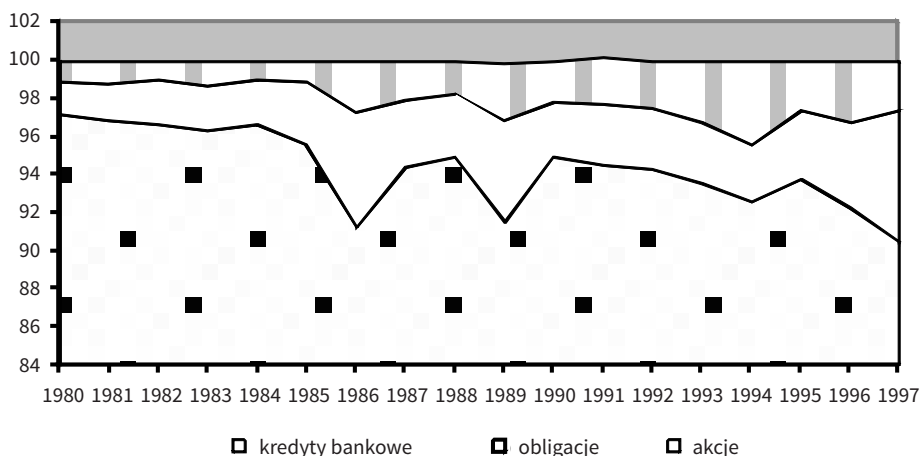
Z kolei na wykresie 1.2 pokazano, jak kształtuje się struktura finansowania przedsiębiorstw w przekroju czasowym od roku 1980 do 1997.

23 Emisja akcji daje jednorazowy stały przyrost kapitału, emisja zaś obligacji czy kredyty zwiększają kapitał tylko przejściowo, do momentu wykupu obligacji lub do momentu spłaty pożyczki.

24 C. Mayer, *Financial Systems...*, s. 308–332.

25 Sprzedażne papiery wartościowe nie utrwaliły się w polskiej literaturze przedmiotu. Zalicza się do nich akcje oraz inne papiery wartościowe, które mogą być przedmiotem obrotu na rynku wtórnym, co odróżnia je od kredytu bankowego czy pożyczki, które nie podlegają dalszemu obrotowi.

Na wykresie okazano trzy podstawowe źródła finansowania zewnętrznego, które charakteryzują się dużą zmiennością. Na taką zmienność wpływ mogły mieć dwa czynniki: uwarunkowania makroekonomiczne oraz relatywny koszt każdego z instrumentów. Można także zaobserwować, że w latach 1990–1997 większe znaczenie miały emisje papierów wartościowych dokonywane na rynkach zagranicznych. W okresie 1980–1985 znaczenie banków w kredytowaniu działalności gospodarczej było znacznie większe (96%) niż w okresie 1990–1997 (85%). W tym samym okresie nastąpił wzrost z poziomu 1% zagranicznych pożyczek pieniężnych do ponad 5% w drugim przedziale badanych okresów.



Wykres 1.2. Udział procentowy poszczególnych kategorii w finansowaniu zewnętrznym firm na świecie w latach 1980–1997 (ogółem: krajowe i zagraniczne)

Źródło: obliczenia własne na podstawie I. Domowitz, J. Glen, A. Madhavan, *International Evidence on Aggregate Corporate Financing Decisions*, „International Financing Decisions”, January 2000, s. 27

I. Domowitz, J. Glen oraz A. Madhavan²⁶ wywnioskowali z przeprowadzonego badania, że udział emitowanych akcji na rynkach krajowych wzrósł z około 1% w latach 80. ubiegłego wieku do około 3% w latach 90. W krajach o najbardziej rozwiniętych gospodarkach w porównywalnych z powyższymi okresami wzrósł z kolei udział emisji papierów dłużnych kierowanych na rynki krajowe (z około 5 do około 7%).

26 I. Domowitz, J. Glen, A. Madhavan, *International Evidence on Aggregate Corporate Financing Decisions*, „International Financing Decisions”, January 2000.

W literaturze przedmiotu wymienia się wiele cech determinujących decyzje spółek odnośnie do wejścia na giełdę. Wprowadzenie papierów wartościowych do publicznego obrotu niesie ze sobą określone nakłady i obowiązki. Jednym z podstawowych celów poszukiwania najefektywniejszych źródeł finansowania jest zwiększenie kapitału pracującego, sfinansowanie przedsięwzięcia inwestycyjnego, spłata dotychczasowego zadłużenia lub jego restrukturyzacja. Spółka może emitować papiery o charakterze udziałowym bądź papiery wartościowe o charakterze dłużnym²⁷. **Łatwiejszy dostęp do kapitału** wynika z bardzo ważnej właściwości publicznego rynku kapitałowego, mianowicie koncentracji kapitału. Dzięki temu publiczny rynek kapitałowy umożliwia dotarcie do znacznej liczby indywidualnych i instytucjonalnych kapitałodawców. Pozyskanie kapitału na rynku nie ma charakteru jednorazowego. Jeśli wyniki spółek²⁸ notowanych na giełdzie będą zadowalały potencjalnych inwestorów, to znacznie łatwiej będzie pozyskać kapitał w drodze kolejnych emisji papierów wartościowych²⁹. Z tym związana jest kolejna korzyść – **wzrost wiarygodności** oznacza dla spółki awans do grona spółek o tzw. wyższym prestiżu. To jeszcze bardziej umacnia jej pozycję rynkową. Jeżeli spółka cieszy się większym zaufaniem dzięki prowadzonej polityce informacyjnej, to buduje zaufanie inwestorów, kształtuje pozytywnie swój wizerunek wśród kontrahentów, partnerów handlowych, banków i innych instytucji, a wówczas może sobie pozwolić na oszacowanie niższego ryzyka związanego z pozyskaniem kapitału. Zatem można stwierdzić, że kolejną korzyścią dla przedsiębiorstw notowanych na giełdzie jest zwykle **niższy koszt pozyskania kapitału** niż koszt pozyskania kapitału np. w banku. Dzięki jawnej polityce firmy spółka znajdująca się w obrocie ma także większe szanse na uzyskanie tzw. ratingu inwestycyjnego nadawanego przez wyspecjalizowane instytucje finansowe, którym kieruje się wielu inwestorów podejmując decyzje inwestycyjne³⁰. Wspomniana powyżej koncentracja popytu i podaży pozwala na obiektywną wycenę wartości papierów wartościowych, a tym samym samej spółki. Rynkowa wycena umożliwia inwestorom wyjście z inwestycji, jeśli zadowalający będzie poziom ceny sprzedaży. W sytuacji, gdy akcje spółki nie znajdują się w pu-

27 Por. W. Dębski, *Rynek finansowy...*

28 L. Paga, pierwszy przewodniczący Komisji Papierów Wartościowych i Giełd mawiał, iż nie jest ważne, czy spółka jest dobra, czy zła, perspektywiczna, czy schyłkowa, dobrze prowadzi biznes czy też nie, byle jak na spowiedzi wszystko o sobie powiedziała. Jeżeli rynek się nie zrazi, nie odrzuci, to już jego sprawa. Musi mieć jednak możliwość dokonania oceny.

29 Por. S. Thiel, T. Zwoliński, *Akcje i obligacje korporacyjne w publicznym obrocie papierami wartościowymi*, KNF, Warszawa 2004.

30 *Ibidem*, s. 29–30.

blicznym obrocie, wówczas wyjście z inwestycji okazuje się trudniejsze dla posiadaczy walorów ze względu na to, że sami muszą poszukiwać na rynku nabywców swoich papierów.

Z obecnością papierów wartościowych w obrocie publicznym wiąże się także bezpłatna **promocja spółki** w środkach masowego przekazu. Agencje informacyjne oraz inne media na bieżąco informują o sytuacji spółek notowanych publicznie.

Oprócz powyższych elementów wymienia się także jeszcze inną korzyść z tytułu obecności spółki na parkiecie, mianowicie **wzrost spółki**. Może się on odbywać poprzez budowanie grupy kapitałowej przez przejmowanie innych spółek. Proces przejęcia może wówczas polegać na wydaniu akcji spółki przejmującej akcjonariuszom spółki przejmowanej³¹.

Do ograniczeń i kosztów związanych ze statusem spółki publicznej należy bez wątpienia **wypełnianie obowiązków informacyjnych**. W sytuacji, gdy spółka osiąga zadowalające wyniki i rozwija się, ogłaszanie publicznie informacji jest dla niej korzystne z powodów opisanych powyżej. Jeśli jednak firma musi w ramach wypełniania obowiązków informacyjnych udzielać informacji o planach rozwojowych, to odkrywa przed konkurencją swoje strategie rozwoju, co konkurencja może wykorzystać. Innym bardzo ważnym aspektem, z którym firma musi się liczyć podejmując decyzje o wejściu na giełdę, jest **możliwość wrogiego przejęcia** spółki poprzez skupowanie jej akcji na rynku wtórnym. Takiego przejęcia zwykle dokonują konkurenci spółki celem wyeliminowania jej z rynku lub przejęcia nowych technologii. Ostatnią z barier przy planowanym wprowadzeniu spółki na parkiet są **koszty wprowadzenia** do publicznego obrotu. Wydatki związane są z jednej strony z poczynaniami wymaganymi przez prawo, z drugiej dotyczą działań dodatkowych, które mają uatrakcyjnić ofertę spółek. Koszty kształtują się na różnym poziomie i liczone są jako procent od wartości emisji. Zależą także od renomy firmy, jej pozycji rynkowej oraz przedsięwzięć, które mają sfinansować. Zasadą jest, że im większa wartość emisji, tym udział kosztów w emisji jest niższy³².

Następną kwestią jest identyfikacja przyczyn, które determinują wagę pośrednictwa finansowego oraz instytucji pośrednictwa finansowego na rynkach finansowych. Odpowiedzi można poszukiwać dokonując analizy wpływu kosztów transakcyjnych na efektywne funkcjonowa-

31 *Ibidem*, s. 31–32.

32 Przykładowo w Polsce, na warszawskiej giełdzie, przy emisjach akcji o wartości od kilkunastu do kilkudziesięciu milionów złotych udział kosztów stanowi około 2–8%, przy emisjach rzędu kilkuset milionów złotych udział kosztów może przekroczyć 1%. Przy emisjach obligacji koszty mogą stanowić od 0,2 do 0,9% wartości emisji.

nie rynków finansowych. Na rynkach finansowych występujące **koszty transakcyjne** uznawane są za jedną z podstawowych przyczyn występowania pośrednictwa finansowego oraz instytucji pośrednictwa finansowego. Koszty transakcyjne są to koszty dokonywania wymiany. Różni je od kosztów wytwarzania to, że są to koszty pozyskania informacji, które powstają w wyniku niepewności w procesie wymiany. D. C. North³³ funkcje systemu finansowego opiera w głównej mierze na teorii kosztów transakcyjnych, zgodnie z którą rozwój systemu finansowego ma za zadanie obniżać koszty pośrednictwa powstające w procesie gospodarowania przez społeczeństwo. W wyniku istnienia pośredników finansowych następuje specjalizacja i pogłębieniu ulega społeczny podział pracy, a co za tym idzie obniżce ulegają koszty transakcyjne. Stanowisko to można uzupełnić o spostrzeżenie, że z kosztami transakcyjnymi wiąże się zjawisko asymetrii informacji, która wpływa na koszt jej pozyskania oraz przetworzenia³⁴.

Asymetria informacji polega na tym, że jedna strona transakcji nie posiada wystarczającej wiedzy na temat drugiej, aby podjąć właściwą decyzję. Ze względu na to, iż zakres posiadanych informacji przez strony transakcji jest różny, istnieje ryzyko, w efekcie którego może wystąpić tzw. ryzyko **negatywnej selekcji** (*adverse selection*) czy **pokusa nadużycia** (*moral hazard*). Selekcja negatywna powstaje, gdy asymetria informacji wpływa na transakcje **przed** ich zawarciem. Występuje na rynkach finansowych w sytuacji, gdy potencjalni pożyczkobiorcy, których działalność najprawdopodobniej przyniesie niepożądany efekt, najaktywniej poszukują pożyczek i najprawdopodobniej je uzyskają. Ponieważ negatywna selekcja zwiększa prawdopodobieństwo tego, że udzielone kredyty okażą się nietrafione, pożyczkodawcy względem innych kredytobiorców mogą okazać brak zaufania, pomimo że istnieje potencjalnie szansa udzielenia dobrego kredytu. Ryzyko nadużycia stanowi problem, jaki powstaje w wyniku asymetrii informacji i zaznacza swoją obecność **po** zawarciu transakcji. Ryzyko nadużycia na rynkach finansowych oznacza sytuację, w której kredytobiorca zaangażuje się w działalność, jaka z punktu widzenia pożyczkodawcy jest niepożądana („niemoralna”). Ryzyko nadużycia zwiększa prawdopodobieństwo niespłacenia pożyczki, dlatego też kredytodawcy mogą zdecydować się na nieudzielenie kredytu w ogóle³⁵.

33 D. C. North, *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge University Press, Cambridge 1990.

34 Rynki oraz instytucje finansowe, które dostarczają pieniądź i umożliwiają jego obieg, eliminują konieczność istnienia zgodności potrzeb, a co za tym idzie, tworzą przesłanki przyspieszenia rozwoju gospodarczego.

35 Por. F. S. Mishkin, *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 70–72 i 258–259.

Analiza ekonomiczna skutków negatywnej selekcji oraz ryzyka nadużycia może pomóc w zrozumieniu istoty kryzysu finansowego. Pod pojęciem kryzysu finansowego rozumie się poważne zaburzenia na rynkach finansowych, charakteryzujących się gwałtownym spadkiem cen aktywów i upadłością wielu przedsiębiorstw oraz instytucji finansowych. Kryzys finansowy powoduje, że na rynkach finansowych nie dochodzi do efektywnej transformacji kapitałów od podmiotów oszczędzających do tych, które znajdują produktywne możliwości inwestycyjne. Wnioskując na podstawie powyższej analizy, można stwierdzić, iż w wyniku niezdolności rynków finansowych do efektywnego działania następuje gwałtowne ograniczenie, często załamanie aktywności gospodarczej.

1.1.2. Instrumenty rynku finansowego

Pod pojęciem instrumentu finansowego (*financial instrument*) będziemy rozumieć formę kontraktu pomiędzy dwoma podmiotami, regulującego zależność finansową, w jakiej obie strony pozostają³⁶. Zaznaczyć w tym miejscu należy, że wraz z rozwojem rynków finansowych i pojawianiem się coraz bardziej złożonych lub nowych instrumentów, pojęcie „instrument finansowy” staje się częściej używanym pojęciem niż „papier wartościowy”³⁷. Zauważyć mimo to trzeba, iż papier wartościowy jest podstawowym instrumentem rynku finansowego³⁸. W praktyce za „papier wartościowy” uznaje się zwykle akcje, obligacje oraz niektóre instrumenty rynku pieniężnego. Właściciel instrumentu finansowego ma pewne prawa³⁹:

- a) prawo do współwłasności w aktywach (udziały, akcje),
- b) prawo do określonego procentu lub innych pożytków (np. obligacje lub inne instrumenty dłużne),
- c) prawo do otrzymywania w przyszłości określonych aktywów bądź rozliczenia pieniężnego (głównie instrumenty pochodne, inaczej derywaty).

Ze względu na to, że instrumenty finansowe mają różne właściwości, istnieje wiele kryteriów ich podziału⁴⁰. Ogólnego podziału instrumentów można dokonać według kryterium podmiotu, który dokonuje ich emisji.

36 K. Jajuga, T. Jajuga, *Inwestycje*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000, s. 17.

37 *Ibidem*, s. 17.

38 W. Dębski, *Rynek finansowy...*, s. 16.

39 *Ibidem*, s. 17.

40 W tym rozdziale wymienione zostaną dominujące na rynkach finansowych instrumenty finansowe, ich zaś bardziej szczegółowy opis, klasyfikacja i zastosowanie będą opisane w rozdziale drugim.

Jeśli emitentem jest pośrednik finansowy mówi się o **pośrednich** instrumentach finansowych, jeżeli zaś emitentem jest inny podmiot, to mówi się o instrumentach finansowych **bezpośrednich**. Ze względu na stosunek ekonomiczny, jaki powstaje w efekcie sprzedaży i nabycia instrumentów finansowych, dzieli się je na instrumenty o charakterze **właścicielskim** (własnościowym, udziałowym) i **dłużnym** (wierzycielskim, wierzytelnościowym). Przykładem pierwszych są akcje i udziały w firmach, wśród zaś drugich dominują obligacje, weksle oraz kredyty i depozyty bankowe. Biorąc pod uwagę zmienność dochodu otrzymywanego z inwestycji w dany instrument finansowy, występuje podział na instrumenty **o stałym i o zmiennym dochodzie**. Według kryterium terminu zapadalności rozróżnia się papiery wartościowe krótkoterminowe (termin zapadalności zwykle do jednego roku) oraz średnio- i długoterminowe (termin zapadalności powyżej jednego roku).

W wyniku ewolucji i rozwoju instrumentarium finansowego ostatnich trzydziestu lat na szeroką skalę rozwinęły się instrumenty **poходne**, których wartość opiera się na cenie przyszłej **bazowego** instrumentu finansowego. Często w literaturze przedmiotu spotkać można sytuację, w której instrumenty bazowe nazywane są rzeczywistymi, a pochodne – terminowymi. Instrumentami bazowymi mogą być zarówno instrumenty finansowe, jak i dobra rzeczywiste, np. towarowy kontrakt terminowy *forward* wystawiony na cenę złota czy innych surowców. Innym przykładem instrumentów pochodnych są opcje, *futures* czy *swapy*.

1.1.3. Rynki finansowe

Rynki finansowe oznaczają miejsca dokonywania transakcji, których przedmiotem obrotu są instrumenty finansowe. Dobrze rozwinięte rynki finansowe są podstawowym warunkiem sprawnego funkcjonowania każdej gospodarki rynkowej. Poziom ich rozwoju determinuje swoboda i efektywność przepływu kapitałów pomiędzy uczestnikami tego rynku. W grupie pożyczkodawców znajdują się przede wszystkim gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa. Natomiast do grupy pożyczkobiorców zalicza się głównie przedsiębiorstwa, rząd (Skarb Państwa) i władze lokalne. Dzięki rynkom finansowym kapitały mogą więc przepływać od podmiotów, które nie mają produktywnych możliwości inwestycyjnych, do podmiotów, które je posiadają, przyczyniając się do podwyższenia produkcji i wydajności w całej gospodarce, konsumentom zaś poprawiają dobrobyt poprzez umożliwienie im rozkładu zakupów w czasie. Oznacza to, że istnienie rynków finansowych jest korzystne nawet wtedy, gdy ktoś pożycza fundusze na cele inne niż produkcyjne. Na podstawie powyższej analizy

można stwierdzić, iż **ryнки finansowe funkcjonujące efektywnie poprawiają położenie wszystkich podmiotów występujących w gospodarce.**

Początku rynku finansowego można doszukiwać się w momencie powstania i rozwoju pieniądza, który uznać należy za pewną specyficzną formę towaru. Podmioty uczestniczące w zawieraniu transakcji na rynku finansowym mogą wykorzystywać go do wymiany dóbr czy usług albo – kierowane motywem przezornościowym – mogą część wolnych środków finansowych oddać w czasowe zarządzanie pożyczkobiorcom, pod warunkiem zwrotu kwoty powiększonej o odpowiedni procent w ustalonym terminie bądź też uzyskania określonej stopy zwrotu w przyszłości⁴¹.

W ramach rynków finansowych rozróżnia się⁴²:

- a) rynki pieniężne i kapitałowe,
- b) rynki pierwotne i wtórne,
- c) rynki otwarte i zindywidualizowanych transakcji finansowych,
- d) rynki krajowe i eurorynki,
- e) rynki hurtowe i detaliczne,
- f) rynki kasowe i terminowe.

Podział rynku finansowego na rynki pieniężne i kapitałowe stanowi w literaturze przedmiotu jeden z podstawowych podziałów. Kryterium podziału są tutaj⁴³:

- a) kryterium czasu, według którego wyodrębniono krótko-, średnio- i długoterminowe instrumenty finansowe. Za rynek pieniężny uznaje się rynek instrumentów krótkoterminowych, rynek zaś kapitałowy określa się jako rynek instrumentów średnio- i długoterminowych,
- b) kryterium celu, pod którym rozumie się cel przeznaczenia pozyskanych funduszy.

Zastosowanie tego ostatniego kryterium ma znaczenie, gdy rozróżnia się przeznaczenie środków finansowych na bieżącą działalność; wtedy mówimy o rynku instrumentów krótkoterminowych (w tym krótkoterminowe kredyty bankowe). Biorąc pod uwagę kryterium instytucjonalne i organizacyjne, rynek pieniężny dzieli się na rynek międzybankowy, na którym jako strony transakcji występują banki, i rynek pozabankowy, którego przedmiotem obrotu są instrumenty krótkoterminowe niemieszczące się w koncepcji rynku międzybankowego⁴⁴. Jeżeli na rynku zawierane

41 W. Dębski, *Rynek finansowy...*, s. 13–23.

42 *System finansowy...*, s. 28–33.

43 W. Dębski, *Rynek finansowy...*, s. 18.

44 Z. Polański proponuje zastąpić pojęcie rynku „pozabankowego” pojęciem rynku „pozamieędzybankowego” lub terminem „pozostałe segmenty rynku pieniężnego”. *System finansowy...*, s. 31.

są transakcje powyżej jednego roku, wówczas taki rodzaj rynku nazywa się rynkiem instrumentów średnio- i długoterminowych, czyli rynkiem kapitałowym. Rynek kapitałowy stanowi mechanizm, dzięki któremu następuje zamiana oszczędności na inwestycje, bez względu na instytucje, które dokonują teże zamiany. W ramach rynku kapitałowego wyróżnia się dwa główne segmenty, którymi są rynek giełdowy i pozagiełdowy. Rynek giełdowy to rynek transakcji w zakresie płynnych średnio- i długoterminowych instrumentów finansowych. Miejsce, gdzie zawierane są transakcje nazywa się giełdą, na której odbywa się zgodnie z regulacjami prawnymi obrót instrumentami wystandaryzowanymi, ceny zaś ustalane są w sposób aukcyjny. Innym sposobem, według którego może być dokonywany obrót na rynku kapitałowym, a ściślej biorąc na rynku wtórnym, jest rynek pozagiełdowy (*over-the-counter* – *OTC*). Na tym rynku również zawierane są transakcje kupna-sprzedaży papierów wartościowych. Przedmiot obrotu stanowią papiery wartościowe zarówno dopuszczone, jak i te, które nie zostały dopuszczone do obrotu giełdowego. Instytucje, które uczestniczą zwykle w obrocie, to banki, domy maklerskie czy indywidualni inwestorzy. Rynek pozagiełdowy powstał w Stanach Zjednoczonych około roku 1871. Jego dynamiczny rozwój nastąpił w latach 1920–1930, w tym czasie wykorzystywany był do sprzedaży papierów wartościowych finansujących głównie rozwój infrastruktury. Na rynku pozagiełdowym przedmiot obrotu stanowią głównie notowane papiery wartościowe małych i nowych firm (które z jakichś powodów nie mogą być notowane na rynku giełdowym) i szczególną rolę w handlu zajmują spekulanci⁴⁵.

Rynek kapitałowy w literaturze jest różnie ujmowany, jednak zawsze jest elementem systemu rynkowego państwa. Często umieszczany jest jako część składowa (obok rynku pieniężnego) rynku kredytowego lub jako główny element systemu rynkowego⁴⁶. Rynek kapitałowy pełni ważne funkcje w gospodarce, dokonując akumulacji kapitału w drodze emisji różnego rodzaju papierów wartościowych, jego alokacji – korzystając z szerokiego spektrum możliwości inwestycyjnych oraz wyceny, która kształtuje się w efekcie dokonywania operacji giełdowych.

Z innej perspektywy rynek kapitałowy stanowią instytucje bankowe, traktując go jako źródło kapitału. Banki pojmują rynek kapitałowy jako rynek długoterminowych kredytów (kapitału)⁴⁷. Wówczas w skład ryn-

45 Interesujący aspekt historyczny początków rozwoju rynku pozagiełdowego w Stanach Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii i, szerzej, w Unii Europejskiej przedstawiony jest w: W. Dębski, *Rynek finansowy...*, s. 130–133.

46 K. Nowak, *Rynek kapitałowy – Giełda Papierów Wartościowych*, Poznań 1995, s. 18.

47 A. Sopoćko, *Giełda papierów wartościowych*, PWE, Warszawa 1991.

ku kapitałowego wchodzi trzy inne rynki, na których odbywa się handel długoterminowymi kredytami, w zamian za potwierdzenie w papierach wartościowych. Są to następujące rynki:

- a) hipoteczny (jego przedmiotem są listy hipoteczne – w Polsce listy zastawne),
- b) rynek skryptów dłużnych (którego przedmiotem są kredyty udzielane wzajemnie przez banki) oraz
- c) rynek papierów wartościowych, którego przedmiotem są różne rodzaje papierów wartościowych⁴⁸.

Za istotny można uznać fakt, że rynek kapitałowy, obok rynku towarowego oraz rynku pracy, stanowi integralną część rynku w gospodarce rynkowej. Wewnątrz samego rynku kapitałowego wyróżnia się:

- rynek papierów wartościowych⁴⁹,
- rynek kredytowy,
- rynek nieruchomości,
- rynek czynników produkcji.

W literaturze przedmiotu odnaleźć można wiele definicji rynku kapitałowego. Najczęściej spotykana jest ta, która traktuje go jako rynek, gdzie dokonuje się operacji instrumentami o terminie zapadalności powyżej jednego roku. Oznacza to przepływ długoterminowych kapitałów między podstawowymi sektorami gospodarki⁵⁰.

Zaznaczyć należy⁵¹, że rynek kredytów bankowych długoterminowych jest z nim powiązany. Większość jednak autorów klasyfikuje rynek kapitałowy jako segment rynku finansowego. Wśród nich jest m.in. J. Socha⁵², który przyjmuje, że rynek kapitałowy jest częścią rynku kredytowego i należy go zdefiniować jako miejsce zetknięcia się popytu i podaży kapitału pieniężnego (chodzi o kapitał średnio- i długoterminowy), który jest wykorzystywany na sfinansowanie inwestycji.

Funkcje, jakie spełnia rynek kapitałowy we współczesnej gospodarce rynkowej, według W. Dębskiego prowadzą się do zebrania kapitału od

48 R. Biskup, *Wtórny obrót papierami wartościowymi. Zagadnienia prawne*, Oficyna Wydawnicza Branta, Bydgoszcz–Lublin 2003, s. 24–25, na podstawie: R. Diedrigkeit, *Rynek pieniądza i papierów wartościowych – przewodnik po rynkach*, Warszawa 1993, s. 233.

49 W opracowaniu autorka ograniczy rozumienie rynku kapitałowego do rynku papierów wartościowych i w związku z tym będzie posługiwała się zamiennie pojęciem rynku kapitałowego i rynku papierów wartościowych. Dodatkowo warto tu zaznaczyć, iż podział na rynek publiczny i rynek prywatny w tym znaczeniu odnosi się do rynku papierów wartościowych.

50 M. Dusza, *Rynek kapitałowy*, [w:] *System finansowy w Polsce...*, s. 262.

51 Więcej w: R. Biskup, *Wtórny obrót papierami wartościowymi...*

52 J. Socha, *Rynek, giełda, inwestycje*, Olympos, Warszawa 1998.

podmiotów zgłaszających nadwyżkę środków finansowych i alokacji tegoż kapitału w przedsięwzięcia, których realizacja na rynku przyniesie stopę zwrotu na oczekiwanym poziomie przy zadanym poziomie ryzyka. Jako trzecią, wymienia autor funkcję wyceny kapitału.

Dokonując syntezy wymienionych wyżej definicji i klasyfikacji można stwierdzić, że rynek kapitałowy powinien spełniać następujące funkcje⁵³:

- mobilizacji kapitałów pieniężnych, głównie na rynkach papierów wartościowych,
- transformacji kapitałów pieniężnych oszczędnościowych na kapitał trwały produkcyjny i nieprodukcyjny,
- przesuwania funduszy pieniężnych od podmiotów dysponujących nadwyżkami do podmiotów, które wykazują deficyt tych funduszy, a nie mają możliwości powiększenia majątku trwałego w inny sposób,
- pośrednictwa w uzyskaniu kredytów długoterminowych w zamian za emitowane papiery wartościowe,
- równoważenia popytu i podaży kapitału,
- pokrywania deficytu budżetowego itd.

Podsumowując można przyjąć, że istotą rynku kapitałowego jest długoterminowy kapitał pochodzący zarówno z rynku kredytowego (banki), jak i z rynku papierów wartościowych z przeznaczeniem na inwestycje.

W ramach innej klasyfikacji, z punktu widzenia rodzaju podmiotu dokonującego transakcji instrumentami finansowymi zarówno na rynku pieniężnym, jak i na rynku kapitałowym, wyróżnia się rynek pierwotny oraz rynek wtórny. Rynek pierwotny (*primary market*) oznacza rynek finansowy, na którym przedsiębiorstwa i agencje rządowe oraz władze lokalne dokonują sprzedaży nowo wyemitowanych papierów wartościowych, takich jak akcje czy obligacje. Dzięki rynkowi pierwotnemu dokonuje się tzw. pierwotna akumulacja kapitału. Częstotliwość emisji świadczy o sile rynku papierów wartościowych. Oznacza to, że im więcej jest przeprowadzonych nowych emisji na rynku pierwotnym, tym rynek jest silniejszy. Zwrócić tu należy szczególną uwagę na fakt, że nie chodzi o to, by na rynku dominowały transakcje o charakterze pierwotnym. Wręcz przeciwnie – z czym autorka opracowania w pełni się zgadza – jeżeli na rynku papierów wartościowych dominują transakcje pierwotne, to oznaczać to może w dłuższym okresie powolne zamieranie rynku⁵⁴.

53 Por. M. Puławski, *Rynek kapitałowy*, [w:] W. Jaworski (red.), *Leksykon finansowo-bankowy*, Warszawa 1991, s. 399.

54 Por.: R. Biskup, *Wtórny obrót papierami wartościowymi...*, s. 28–29.

W związku z tym od płynności⁵⁵, a zarazem przejrzystości⁵⁶ rynku wtórnego zależy będzie jego efektywność. Rynek wtórny (*secondary market*) jest bowiem rynkiem, na którym wcześniej wyemitowane i nabyte przez inwestorów pierwotnych papiery wartościowe mogą być odsprzedawane. Najogólniej można rzecz ująć za W. Dębskim: jest to rynek transakcji, w których emitent nie bierze udziału. Rynek wtórny w gospodarce rynkowej spełnia trzy podstawowe funkcje⁵⁷:

- a) mobilizacji kapitału,
- b) transformacji kapitału,
- c) oceny kapitału.

Funkcja mobilizacji kapitału oznacza przepływ kapitału od podmiotów posiadających go w nadmiarze do podmiotów zgłaszających na niego zapotrzebowanie. Druga z wymienionych funkcji jest szczególnie charakterystyczna dla giełd papierów wartościowych. Oznacza możliwość natychmiastowej zamiany formy ulokowanego kapitału. Ocena kapitału z kolei dotyczy głównie spółek emitujących papiery wartościowe pozostające w obrocie pozagiełdowym. Spółki te ustalając cenę emisyjną swojego waloru orientują się na ceny walorów notowanych na giełdzie, czyli są one punktem odniesienia⁵⁸.

Rynki otwarte, inaczej rynki powszechnych transakcji finansowych, są to rynki, na których dokonuje się transakcji w trybie aukcyjnym. Dostęp do nich jest więc bardziej lub mniej powszechny (ze względu na ograniczenia w zakresie spełnienia pewnych warunków), ceny zaś instrumentów finansowych kształtują się w drodze konfrontacji ofert potencjalnych nabywców i dostawców⁵⁹. Wyróżnia się kilka istotnych cech rynków otwartych. Jedną z nich jest stosunkowo wysoka płynność instrumentów finansowych, z czym związany jest rynkowy sposób ustalania ceny na te instrumenty. Kolejna cecha, która determinuje obrót instrumentami finansowymi, to ich standaryzacja, bez której niemożliwy byłby obrót między anonimowymi stronami transakcji, oraz brak płaszczyzny

55 Płynność rynku oznacza stopień koncentracji wtórnej podaży i wtórnego popytu na określony papier wartościowy. Rynek, na którym dokonała się znaczna koncentracja obrotów, określa się mianem stałego, taniego, bezkolizyjnego. Por.: W. Dębski, *Rynek finansowy...*, s. 116. Im bardziej rynek jest płynny, tym lepiej wyceniane są jego walory.

56 Przejrzystość rynku oznacza łatwość dostępu do niezbędnych inwestorowi informacji o występujących na nim walorach oraz o ich emitentach. Większa przejrzystość rynku wpływa pozytywnie na powiększenie się wolumenu obrotów, a przy tym działa mobilizująco na kapitał. Por.: W. Dębski, *Rynek finansowy...*, s. 116.

57 *Ibidem*, s. 115–121.

58 Więcej zob. *ibidem*, s. 117.

59 Szerzej w: *System finansowy...*, s. 29.

porównania cen instrumentów. Podmioty dokonujące transakcji na rynku wykorzystują w tym celu informacje dostępne i/lub prawnie określone przez odpowiednie przepisy, np. zawarte w prospekcie emisyjnym podmiotu. I to jest czwarta cecha charakterystyczna dla rynków powszechnych transakcji handlowych.

Na rynkach zindywidualizowanych transakcji finansowych cechy charakterystyczne dla tych rynków określić można jako przeciwstawne dla rynków otwartych. Po pierwsze na rynkach tych ceny instrumentów finansowych i stopy zwrotu ustalane są w wyniku indywidualnych negocjacji lub w sposób administracyjny, co oznacza, że ich płynność jest w pewien sposób ograniczona. Na rynkach tych instrumenty zindywidualizowane zwykle nie mają ujednoliconego charakteru, a dostęp do informacji nie jest jednoznacznie określony poprzez wystandaryzowane procedury⁶⁰. Ta cecha jest nie do przecenienia w sytuacji, gdy strumień informacji przenoszony jest w sposób zindywidualizowany i dostosowany do potrzeb klienta. Dzięki temu w systemach finansowych, w których dominują pośrednicy finansowi w postaci banków, zachodzą i utrzymywane są długookresowe powiązania pomiędzy bankami a podmiotami gospodarującymi.

Jedną ze zmian zachodzących na międzynarodowym rynku finansowym jest proces zwany sekurytyzacją⁶¹, w wyniku którego dochodzi do częściowego zacierania się granic między rynkami otwartymi a rynkami o zindywidualizowanych transakcjach. Przejawia się to w coraz częstszym zastosowaniu możliwości zamiany mało płynnych, często zindywidualizowanych transakcji na instrumenty płynne, wystandaryzowane, funkcjonujące na powszechnych rynkach transakcji finansowych.

Kolejna z klasyfikacji, jakiej podlegają rynki finansowe, to podział na rynki krajowe i eurorynki. Rynek narodowy ograniczony jest do rynku wewnątrz danego kraju. Pod pojęciem terminu eurorynków rozumie się rynki instrumentów finansowych wyrażonych w innej walucie niż waluta, która jest środkiem płatniczym na terenie danego kraju. Oznacza to, że eurorynkiem można nazwać każdy rynek finansowy, na terenie którego zawierane są transakcje w walucie innej niż waluta danego państwa. Rozwój eurorynków odbywa się głównie z powodów efektywnościowych, tzn. występuje presja na obniżanie kosztów transakcyjnych.

Rozróżnienie rynków finansowych pod względem rozmiarów zawieranych transakcji pozwala podzielić rynki na hurtowe i detaliczne. Jeżeli przedmiotem transakcji są relatywnie niskie kwoty zawieranych transakcji, mówimy o detalicznych rynkach finansowych, a podmiotami, które zwykle dokonują tych transakcji, są gospodarstwa domowe lub inni

60 Por. *ibidem*, s. 30.

61 Dokładniej temat sekurytyzacji opisuje podrozdział 14.3.

drobni klienci. Jeżeli w roli stron transakcji występują klienci głównie instytucjonalni bądź klienci detaliczni, ale zawierane transakcje opiewają na relatywnie duże kwoty, wówczas mówimy o hurtowych rynkach finansowych.

Biorąc pod uwagę kryterium podziału, jakim jest odstęp czasu pomiędzy momentem zawarcia transakcji a momentem jej realizacji, wyróżnia się rynki kasowe i terminowe. Na rynkach kasowych te dwa momenty występują prawie w tym samym czasie lub w bardzo krótkim po sobie czasie. Na rynkach terminowych z kolei rozliczenie transakcji następuje w dłuższym okresie. Pojęcie rynków terminowych często utożsamiane jest z pojęciem rynków instrumentów pochodnych.

1.1.4. Zasady funkcjonowania systemów finansowych

Na kształt systemów finansowych wpływają również systemy prawne. W związku z tym wyróżnia się systemy finansowe:

- a) oparte na **modelu prawa precedensowego** (zwyczajowego),
- b) oparte na systemach prawnych wywodzących się z tradycji **prawa cywilnego**.

Ze względu na różne systemy prawne w poszczególnych gospodarkach istotne jest także uwzględnienie zwyczajów czy tradycji przy zawieraniu konkretnych umów, w wyniku których wytwarza się określona praktyka gospodarcza. Jest to model prawa precedensowego, czyli obowiązującego wszystkich uczestników życia gospodarczego.

Wpływ systemów prawnych na kształt systemów finansowych ma ogromne znaczenie ze względu chociażby na fakt, że większa elastyczność reagowania i dostosowywania ram prawnych do wydarzeń gospodarczych sprawia, że postęp w zakresie wdrażania innowacji finansowych odznacza się wysokim tempem rozwoju. Instytucje finansowe i inne podmioty funkcjonujące na rynkach finansowych oraz ustanowione regulacje prawne i zasady postępowania wynikające ze zwyczajów, tradycji bądź religii charakterystycznych dla danego rynku zmierzają w kierunku ograniczania negatywnych skutków asymetrii informacyjnej.

Stany Zjednoczone, państwo o najlepiej na świecie rozwiniętej gospodarce wolnorynkowej, mają świetnie zakorzenioną kulturę akcjonariatu. Amerykańska Komisja Papierów Wartościowych i Giełd (SEC), ustanowiona w 1934 r. dla ochrony akcjonariuszy przed nadmiernie ambitnymi promotorami spółek oraz dla ograniczenia władzy zarządów, stoi na straży wyrafinowanego systemu regulacyjnego określającego treść i czas składania sprawozdań finansowych przez spółki, których akcje znajdują się w obrocie publicznym.

R. W. Goldsmith⁶² w swoich badaniach opublikowanych w roku 1969 zauważył, że w krajach o tradycjach systemu prawnego *Common Law* występuje silna ochrona praw akcjonariuszy, przejrzyste i odpowiednie przepisy regulujące zasady księgowania oraz niski poziom korupcji. Przeciwnie jest w krajach, w których tradycja systemu prawnego opiera się na francuskim prawie cywilnym. W tych gospodarkach autor zaobserwował ograniczoną ochronę praw akcjonariuszy i praw kredytodawców, a także słabą egzekucję praw wynikających z zawartych kontraktów. W tym systemie obowiązującego prawa występuje wysoki poziom korupcji, niska jakość standardów rachunkowości, bardzo restrykcyjne regulacje bankowe oraz relatywnie wysoki poziom inflacji. Wszystkie wymienione cechy świadczą, według autora, o nierozwiniętych systemach finansowych.

1.1.5. Znaczenie kapitału finansowego w gospodarce rynkowej

System finansowy w każdej współczesnej gospodarce rynkowej odgrywa istotną rolę. Rodzaj systemu finansowego oraz jego rozwój determinuje w dłuższym okresie rozwój gospodarczy krajów.

S. Flejterski i I. Romiszewska⁶³ dokonują syntetycznej klasyfikacji czynników, które wpływają na zmiany systemów bankowych zarówno w przeszłości, jak i w przyszłości. Zaliczają do nich następujące elementy:

- porządek społeczny i ekonomiczny, w którym wyrażają się podstawowe wartości i cele społeczno-gospodarcze, a także zmiany tego porządku w czasie,
- zmiany w strukturze i wolumenie popytu na usługi bankowe,
- zmiany prawnych ram działalności banków,
- ogólny poziom rozwoju gospodarki, a także poszczególnych banków, na które mają poważny wpływ wdrażane innowacje.

R. Levine⁶⁴ dokonał analizy wpływu systemu finansowego na decyzje odnośnie do akumulacji oszczędności oraz inwestycji, w wyniku których następuje wzrost gospodarczy. Analizując powyższe zagadnienia autorka wyróżnia pięć funkcji, jakie pełni w gospodarce system finansowy:

- zbieranie informacji *ex ante* na temat możliwych do realizacji inwestycji i alokacji kapitału,

62 R. W. Goldsmith, *Financial Structure and Development*, Yale University Press, New Haven 1969.

63 S. Flejterski, I. Romiszewska, *Niemiecki system bankowy. Wnioski dla Polski*, Twigger, Warszawa 2004, s. 31.

64 Por. R. Levine, *Finance and Growth: Theory and Evidence*, NBER Working Paper, No 10766, September 2004.

- monitorowanie podjętych w wyniku decyzji inwestycji oraz dokładanie wszelkich starań w kwestii implementacji przestrzegania ładu korporacyjnego w firmach,
- dywersyfikacja i zarządzanie ryzykiem,
- mobilizacja i gromadzenie oszczędności,
- ułatwianie dokonywania transakcji.

Autor uważa, że powyższe funkcje są z korzyścią wypełniane przez dobrze rozwinięte banki, aczkolwiek stawia tezę, że nie są w pełni wykorzystane w systemie probankowym. Zdaniem R. Levine⁶⁵ z rozwojem finansowym mamy do czynienia, gdy jednocześnie wszystkie elementy systemu finansowego (instrumenty finansowe, rynki, a także pośrednicy finansowi) spełniają powyższe funkcje. Ograniczają, aczkolwiek niekoniecznie eliminują, skutki asymetrii informacji, przestrzegają zasad i prawa, którymi są związani lub też przyczyniają się do obniżania kosztów transakcyjnych. W sytuacji, gdy poszczególne gospodarki różnią się między sobą obowiązującymi regulacjami prawnymi, zwyczajami czy kierunkami polityki gospodarczej rządów zarówno w czasie, jak i przestrzeni, gdzie każdy z czynników osiąga coraz to inny wymiar – mogą przynosić zupełnie różne skutki dla alokacji kapitału w poszczególnych gospodarkach narodowych.

Wzajemne zależności zachodzące pomiędzy wspomnianymi czynnikami tudzież towarzysząca tym zjawiskom ewolucja systemów finansowych decydowały także o sposobie, w jaki odbywała się transformacja oszczędności poszczególnych podmiotów w kapitał. Paradygmat tradycyjny (*traditional paradigm*) zakładał, że istnieje wyraźna różnica instytucjonalna dotycząca przemieszczania się środków gospodarstw domowych w zależności od ich poziomów dochodów. W przypadku gdy dochody w gospodarstwach domowych są niskie, ich zagospodarowywanie odbywało się głównie przez system bankowy, następnie były kierowane do stosunkowo niewielkich firm. W sytuacji, gdy gospodarstwa domowe uzyskiwały wysokie dochody, część ich alokowana była przez rynki finansowe do wielkich korporacji⁶⁶.

Na skutek ciągłego rozwoju systemów finansowych, w globalizującej się światowej gospodarce nastąpiła także ewolucja tradycyjnego paradygmatu. Powstała koncepcja paradygmatu rozwojowego (*emargin paradigm*), zgodnie z którą środki finansowe wszystkich rodzajów gospodarstw domowych zagospodarowywane są głównie za pośrednictwem instytucji finansowych (banków, towarzystw ubezpieczeniowych,

65 *Ibidem*.

66 F. Allen, D. Gale, *Comparing Financial Systems*, MIT Press, Cambridge, Massachusetts, London 2000.

funduszy inwestycyjnych). Instytucje te, obok działalności kredytowej prowadzonej przez banki, zajmują się działalnością również na rynkach instrumentów dłużnych i udziałowych, a także na rynkach instrumentów pochodnych. Końcowym natomiast odbiorcą kapitałów jest sektor przedsiębiorstw oraz gospodarstw domowych.

J. Schumpeter na początku wieku XX poddał analizie możliwości rozwoju gospodarczego, jakie rodzą się w wyniku działań podejmowanych przez pośredników finansowych w obszarze inwestycji w nowe technologie. Wykorzystując swoją przewagę pośrednicy finansowi mieli, oprócz lepszego i tańszego dostępu do informacji, w swoim ręku także narzędzia służące ocenie innowacji technologicznych i ich wdrażaniu w poszczególnych korporacjach. W owym czasie wpływ, szczególnie banków, na rozwój gospodarczy był znamieny⁶⁷.

W systemach finansowych, w których dominują pośrednicy finansowi w postaci banków, zachodzą i utrzymywane są długookresowe powiązania pomiędzy właśnie bankami a podmiotami niefinansowymi. To, w rezultacie, pozwala na wyeliminowanie czy tylko ograniczenie negatywnych skutków asymetrii informacyjnej. Ten czynnik tłumaczy częściowo sukces gospodarczy krajów, w których zanotowano dynamiczny rozwój gospodarczy w okresie uprzemysłowienia gospodarki. A. Gerschenkron⁶⁸, W. Lazonick oraz M. O'Sullivan⁶⁹ dokonali analizy przekrojowej krajów pod względem okresów, w jakich następowało uprzemysłowienie, czego wynikiem jest stwierdzenie, że obecny kształt systemów finansowych tych krajów został zdeterminowany przez epokę industrializacji (*timing of industrialization* – *TOI*). Uważają oni, że poziom rozwoju danego systemu finansowego jest wynikiem rozpoczęcia i zaawansowania procesu industrializacji w poszczególnych krajach. W państwach, gdzie proces industrializacji rozpoczął się stosunkowo wcześniej, np. w Wielkiej Brytanii, firmy finansowały swój dynamiczny rozwój poprzez samofinansowanie lub emisje papierów wartościowych na rozwiniętych rynkach finansowych. W krajach zaś, gdzie okres uprzemysłowienia rozpoczął się nieco później, firmy napotykały głównie dwa niekorzystne czynniki. Pierwszym z nich była nieadekwatna podaż kapitału i utrudniony dla firm dostęp do niego wobec potrzeb rozwojowych przedsiębiorstw już istniejących, jak i nowo powstają-

67 Por. także: R. G. King, R. Levine, *Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence*, „Journal of Monetary Economics” 1993, No 32, s. 513–542.

68 A. Gerschenkron, *Economic Backwardness in Historical Perspective. A Book of Essays*, Belknap, Cambridge 1962.

69 W. Lazonick, M. O'Sullivan, *Finance and Industrial Development: Evolution to Market Control*, „Financial History Review” 1997, No 4, s. 117–138.

cych, zgłaszających zapotrzebowanie na środki finansowe, szczególnie gdy chodzi o inwestycje w nowe technologie (*catch-up technologies*) oraz w infrastrukturę. Drugim powodem był niedostateczny poziom rozwoju rynków finansowych, w szczególności rynków papierów wartościowych, na których dokonywane byłyby emisje oraz inwestycje w papiery obciążone różnym stopniem ryzyka. Funkcję pośredników finansowych pełniły coraz częściej banki, które miały zdolność akumulacji ogromnych kapitałów, często na miarę zgłaszanych przez firmy potrzeb. Banki także często przejmowały na siebie ryzyko inwestycji w *venture capital*, monitorując kolejne etapy realizowanych inwestycji. Dzięki takiemu zaangażowaniu banków w rozwój gospodarczy w tamtym okresie formujący się system probankowy spełniał swe funkcje należycie, co przyczyniło się do jego dynamicznego rozwoju.

M. Aoki i H. Patrick⁷⁰ także potwierdzają prawdziwość tezy zakładającej istotny wpływ industrializacji na rozwój rynków finansowych, w tym poszczególnych systemów finansowych. W efekcie badań stwierdzają, że model systemu finansowego z dominującymi pośredniczącymi instytucjami – bankami występuje w krajach rozwiniętych gospodarczo. Na potwierdzenie swoich spostrzeżeń autorzy opisują związek między rozwojem finansowym a rozwojem gospodarki niemieckiej po roku 1870. Funkcjonujące banki w formie spółek akcyjnych odegrały główną rolę w procesie industrializacji Niemiec, nie tylko organizując finansowanie wielkich inwestycji poprzez rodzący się rynek kapitałowy, lecz także świadcząc firmom usługi doradztwa i organizacji emisji. Wtedy także zawiązywały się ściśle związki między pośrednikami finansowymi a firmami (Hausbank), często banki mianowały swoich przedstawicieli do rad nadzorczych firm, w których miały duży pakiet udziałowy (Aufsichtsrat). Tak utworzone wielkie kartele przemysłowe lepiej aniżeli korporacje pozbawione związków z instytucjami finansowymi uporały się ze skutkami Wielkiego Kryzysu z początku wieku XX. W odniesieniu do Japonii z kolei autorzy – G. Allen⁷¹ oraz H. T. Patrick⁷² – uważają, iż największy rozwój systemu zorientowanego bankowo przypadł na drugą falę światowej industrializacji w drugiej połowie wieku XIX. Silniejsza jednak niż w Niemczech była tu rola państwa, z którego inicjatywy powstał pocztowy system transferu oszczędności oraz Przemysłowy Bank Japonii.

70 M. Aoki, H. Patrick, *The Japanese Main Bank System: Its Relevance for Developing and Transforming Economies*, Oxford University, Oxford 1994.

71 C. G. Allen, *A Short Economic History of Japan*, G. Allen-Unwin, London 1946.

72 H. T. Patrick, *Japan 1868–1914*, [w:] *Banking in the Early Stages of Industrialization*, ed. R. Cameron, London 1967.

1.2. Tradycyjne modele systemów finansowych w gospodarce rynkowej

Ostatnie trzy dekady zaznaczyły się gwałtownym i nieoczekiwanym rozwojem w wielu dziedzinach powodując, że ich obserwacja oraz interpretacja jest wyjątkowo trudna. Występujące zjawiska, procesy ekonomiczne podlegały w owym czasie tak szybkim zmianom, że współcześnie formułowanie trafnych prognoz i stawianie właściwych diagnoz wiąże się bardziej z wyrafinowanym podejściem (niektórzy autorzy określają to sztuką), niż z tradycyjnie pojętą pracą analityczną. Takie ujęcie problemu stanowi asumpt do rozważań nad rewizją i weryfikacją wielu tradycyjnych koncepcji oraz hipotez teoretycznych. Stało się tak za sprawą tzw. rewolucji finansowej (*financial revolution*), rzadziej u niektórych autorów spotykane nazewnictwo tychże zmian to rewolucja przemysłu finansowego (*financial industry revolution*), o czym wspomniano już wcześniej.

Istota tej rewolucji sprowadza się do ciągłego poszukiwania najbardziej efektywnych rozwiązań w obszarze systemów finansowych. Rządy państw zarówno rozwiniętych, jak i rozwijających się dążą do wypracowania optymalnego modelu systemu finansowego wspierającego rozwój gospodarek. Realizacja tego zadania wydaje się wyzwaniem szalenie interesującym, ale czy osiągalnym?

1.2.1. Teoretyczne aspekty wyróżnienia systemów finansowych

Podstawową funkcją każdego pośrednika finansowego jest transformacja jednych aktywów finansowych w danych warunkach w inne aktywa finansowe. Przykładem odnoszącym się do tego stwierdzenia jest przede wszystkim działalność banków, które konwertują oszczędności w kredyty i pożyczki. Generalnie funkcja konwersji aktywów jednorodnych w inne aktywa spełniana jest przez różnych pośredników finansowych występujących w gospodarce.

W literaturze przedmiotu wyróżnia się dwa podejścia związane z pośrednictwem finansowym: **instytucjonalne** i **funkcjonalne**.

W pierwszym pośrednictwo finansowe oceniane jest przez pryzmat szczegółowych analiz instytucji, jakie wchodzi w skład systemu finansowego (charakter statyczny). Przedstawicielem podejścia instytucjonalnego jest V. P. Carosso⁷³. Istota tego podejścia skoncentrowana jest wokół

73 V. P. Carosso, *Investment Banking in America: A History*, Harvard Press, Cambridge 1970 (przedmowa).

instytucji świadczących usługi bankowości inwestycyjnej oraz wypełnianych przez nie funkcji.

Nieco bardziej dynamiczne ujęcie powyższej kwestii daje asumpt do tego, by spojrzeć na te instytucje z punktu widzenia ich zdolności adaptacji do ciągle zmieniających się elementów w sektorze finansowym, poziomu wymaganych regulacji prawnych czy też separacji świadczonych usług finansowych w obrębie banku uniwersalnego⁷⁴. Podejście funkcjonalne pozwala pośrednikom finansowym lepiej zrozumieć potrzeby i oczekiwania podmiotów zgłaszających je na rynku finansowym. Oznacza to, że instytucje mogą reagować szybciej lub wolniej, z mniejszym bądź większym zaangażowaniem, mogą także w niektórych przypadkach wykazywać inercję w tym zakresie. Oczywisty jest fakt, że nie chodzi tylko o zróżnicowanie usług świadczonych swoim klientom przez pośredników finansowych, ale ważna jest również efektywność działania. Efektywność ta jest pojęciem bardzo szerokim i związane jest z nią wiele różnych aspektów⁷⁵. Ch. R. Geist⁷⁶ uważa, że bankowość inwestycyjna ma fundamentalne znaczenie dla współczesnej gospodarki Stanów Zjednoczonych. Autor zwraca szczególną uwagę na rozwój usług bankowości inwestycyjnej w odpowiedzi na rosnące potrzeby przedsiębiorstw oraz gospodarstw domowych. W podejściu funkcjonalnym na rozwój usług bankowości inwestycyjnej wpływa zarówno zakres świadczonych usług, jak i innowacyjne rozwiązania w obszarze instrumentarium finansowego.

Niektórzy autorzy⁷⁷ bardziej skłaniają się ku podejściu funkcjonalnemu, analizując je poprzez pryzmat funkcji spełnianych przez pośredników finansowych w systemie finansowym. Dla przykładu R. C. Merton wyróżnia sześć takich funkcji pośredników finansowych w rozwiniętych gospodarkach rynkowych, jednakże większość autorów uznaje ich tylko pięć. Wśród nich wymienia się:

74 D. T. Llewellyn, *Structural Change in the British Financial System*, [w:] *Reflections on Money*, Macmillan, London 1989.

75 Aspekty te przedstawione są dokładniej w dalszych podrozdziałach, w tym miejscu można jedynie wymienić następujące: zarządzanie ryzykiem, płynny i bezpieczny transfer oszczędności w inwestycje, koszty transakcyjne (związane z jednej strony z kosztami agencji wynikającymi z asymetrii informacji, z drugiej z kolei odnoszące się bezpośrednio do funkcji transformacji aktywów).

76 Ch. R. Geist, *Investment Banking in the Financial System*, Prentice Hall, New Jersey 1995.

77 Wśród nich wyróżnić można: R. C. Merton, *Financial Innovation and the Management and Regulation of Financial Institutions*, „Journal of Banking and Finance” 1995, No 19, ss. 461–481 oraz J. I. Pierce, *The Future of Banking*, The Twentieth Century Fund, New York 1991.

- 1) ułatwianie i gwarantowanie przepływu środków finansowych,
- 2) odbywanie się efektywnej alokacji i transferu środków finansowych pomiędzy różnymi sektorami gospodarki bez względu na położenie geograficzne dzięki pośrednikom finansowym,
- 3) oferowanie systemu gwarancji, którego konstrukcja opiera się na racjonalnych przesłankach oraz na skutecznej kontroli ryzyka przez pośrednictwo finansowe,
- 4) kreowanie takich produktów finansowych, które finansowałyby realne projekty inwestycyjne, w odróżnieniu od inwestycji o charakterze finansowym, przez aktywnych pośredników finansowych,
- 5) dostarczanie informacji o cenach aktywów finansowych, dzięki czemu ich wartość można odnieść do relatywnie innych aktywów, realnych w innych gałęziach gospodarki.

Podjęcie funkcjonalne w odniesieniu do rozwoju pośrednictwa finansowego odwołuje się do jednoczesnego trwania procesu związanego z wprowadzaniem innowacji finansowych. W istocie rzeczy, podaż nowych usług finansowych przez pośredników finansowych nie odnosi się jedynie do kwestii innowacji finansowych, ale przyczynia się także do „kierowania” pośredników finansowych w stronę specjalizacji. Rosnąca konkurencja wokół aktywności finansowej banków prowadzić może do ograniczania pola działalności przez banki uniwersalne (bankowość komercyjna) lub do specjalizowania się ich w pewnych segmentach rynku finansowego (np. bankowość inwestycyjna).

Określenie i wskazanie cech świadczących o wyższości jednej z instytucjonalnych form bankowości: uniwersalnej (komercyjnej) *versus* specjalistycznej (inwestycyjnej), jak dotychczas nie zostało jednoznacznie przeprowadzone. Kryterium wyboru zarówno ze strony popytowej, jak i podającej kapitał stanowi wiele czynników natury obiektywnej, a także subiektywnej. Wymienić można np. stopę zwrotu możliwą do uzyskania z danych instrumentów finansowych przy akceptowalnym ryzyku towarzyszącym inwestycjom, z innej strony koszt pozyskania kapitału do podejmowanych inwestycji przy spełnieniu koniecznych warunków. Czynniki branymi pod uwagę, oprócz czysto ekonomicznych, są obowiązujące regulacje prawne, sytuacja geopolityczna lub subiektywizm jednostki.

Powyższe cechy odróżniają bankowość inwestycyjną od bankowości *stricto* komercyjnej, ograniczonej do świadczenia usług w zakresie bankowości depozytowo-kredytowej. Istnieje jedna charakterystyczna cecha wspólna dla obu tych rodzajów bankowości. Jest nią bez wątpienia funkcja pośrednika finansowego, spełniana w systemie finansowym⁷⁸, czyli

78 Zob. więcej w: Z Polański, *Pieniądz i system finansowy w Polsce. Lata 1982–1993. Przemiana ustrojowa*, Warszawa 1995, s. 17.

taka działalność usługowa, która za cel stawia sobie zaspokajanie potrzeb kapitałowych podmiotów zgłaszających na nie zapotrzebowanie poprzez pozyskanie kapitału od podmiotów posiadających jego nadwyżkę.

Zasadnicza z kolei różnica między działalnością prowadzoną przez banki uniwersalne i banki specjalistyczne dotyczy metod, środków oraz form instytucjonalnych, dzięki którym dokonuje się transformacja i alokacja kapitału. Podmioty zgłaszające zapotrzebowanie na kapitał to przede wszystkim przedsiębiorstwa, agendy rządowe, władze lokalne i osoby prywatne. Z drugiej strony niektóre z tych podmiotów, głównie gospodarstwa domowe, wystąpić mogą w roli oferujących swoje nadwyżki na rynku finansowym. W przeważającej mierze relacja między stronami transakcji dotycząca mobilizacji i transformacji kapitału zachodzi w sposób pośredni, poprzez instytucje pośrednictwa finansowego, jak banki komercyjne, banki inwestycyjne, kasy oszczędnościowo-pożyczkowe, towarzystwa ubezpieczeniowe oraz inne instytucje parafinansowe.

Wśród teoretyków zajmujących się tematyką systemów finansowych znajdują się zarówno zwolennicy, jak i przeciwnicy dotychczasowych rozwiązań funkcjonujących w poszczególnych krajach. Jak do tej pory badania empiryczne nie pozwoliły jednoznacznie dowieść, który z systemów bardziej sprzyja rozwojowi gospodarczemu państw. W praktyce oznaczać to może opinię, że za optymalny model systemu finansowego uznany zostanie ten, który powstał w wyniku ewolucji dotychczasowych klasycznych modeli.

Analiza instytucjonalna rozwoju systemów bankowych oznacza, według J. K. Solarza, „podmiotowe ujęcie procesu formułowania odpowiedzi na wyzwania liberalizacji i integracji rynków finansowych wykraczających poza granice gospodarstw narodowych”. Zarówno w tradycyjnej, jak i nowej ekonomii instytucjonalnej podstawową kategorię teoretyczną stanowi instytucja rozumiana jako sieć reguł gry pomiędzy aktorami odgrywającymi różne role społeczne przy wykorzystaniu formalnych i nieformalnych norm dotyczących m.in. właściwego postępowania przy zawieraniu kontraktu, zgodnie z teorią praw własności oraz udzielania przez mocodawcę upoważnień dla jego pełnomocnika (agenta), którego istotę ekonomiczną wyjaśnia teoria agencji⁷⁹.

J. K. Solarz⁸⁰ dokonuje analizy porównawczej instytucjonalnego⁸¹ rozwoju systemów bankowych wykorzystując m.in. – jako podstawę,

79 J. K. Solarz, *Rozwój systemów bankowych*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 1996, s. 18.

80 *Ibidem*, s. 27.

81 Analizie instytucjonalnej systemów bankowych wyczerpująco poświęcił uwagę J. K. Solarz, *Rozwój systemów...*, s. 27. Za prekursorów ekonomii instytucjonalnej uznawani są T. Veblen, J. Commons, W. Mitchell, J. K. Galbraith oraz G. Myrdal i D. C. North.

teoretyczny wzorzec rozwoju ram instytucjonalnych rynków finansowych – następującą relację:

$$A \cap B = C$$

gdzie:

A oznacza unikatowy, historyczny splot sytuacji, które doprowadziły do ukształtowania porównywanym ram instytucjonalnych funkcjonowania systemów bankowych,

B oznacza specyficzne czynniki oddziałujące na zbliżenie form instytucjonalnych współczesnych rynków finansowych,

C oznacza stopień, w jakim instytucje finansowe wypełniają swe funkcje w gospodarce rynkowej, a więc:

- służą pobudzaniu skłonności do oszczędzania, akumulacji kapitału oraz jego transformacji do podmiotów, które efektywnie je wykorzystują,
- służą ciągłemu monitorowaniu sytuacji finansowej podmiotów gospodarczych, ich otoczenia krajowego oraz zagranicznego, tworząc presję na optymalne wykorzystanie kapitału,
- dokonują rozliczeń finansowych podmiotu.

Systemy bankowe nie są systemami zamkniętymi ze względu na utrzymywane powiązania z otoczeniem (instytucjami para- i pozabankowymi). Ich otwartość uwidacznia się poprzez różnice występujące wewnątrz samych systemów. Wpływ otoczenia na nie w zróżnicowany sposób odzwierciedla przemiany zachodzące we współczesnym świecie. Obecny kształt systemów bankowych jest wynikiem procesu ewolucji historycznej, którego kierunek i szybkość wyznaczało wiele różnych czynników. Współzależności obserwowane w obecnych systemach finansowych są głęboko osadzone w historii i nie można ich zrozumieć bez znajomości tradycji⁸².

1.2.2. Dychotomiczny rozwój systemów finansowych w gospodarkach rynkowych

Na przełomie XIX i XX w. w wyniku ewolucji bankowości na świecie wykształciły się dwa modele bankowości. Odtąd w literaturze przedmiotu rozróżnia się dwa klasycznie wyodrębnione modele systemów finansowych, których znaczenie, istotę oraz charakterystyczne cechy tworzyły przez lata systemy polityczno-gospodarcze.

82 H. E. Buschgen, *Przedsiębiorstwo bankowe*, t. I, Poltext, Warszawa 1997, s. 31.

Jednym z kryteriów, według których można dokonać analizy rozwoju poszczególnych rynków finansowych, są wyróżnione przez T. M. Rybczyńskiego fazy ewolucji systemu finansowego przedstawione w tabeli 1. Autor wyróżnił trzy fazy rozwoju kapitalizmu: kapitalizm właścicielski, kapitalizm menedżerski oraz instytucjonalny.

Teoretycznie aspekt ewolucji można wyjaśnić poprzez identyfikację czynników, które odegrały rolę w przemianach systemów finansowych. Podstawowym czynnikiem, który w sposób znaczący wpłynął na odmienność każdego z podstawowych typów systemów bankowych była dyfuzja kulturowa polegająca na przenoszeniu elementów kultury i cywilizacji jednego społeczeństwa do innego. W ramach dyfuzji kulturowej można wyróżnić trzy jej rodzaje. Pierwszy polega na rozbudowie imperium i świadomym przenoszeniu wzorców państw dominujących na państwa zależne. Drugi na świadomym zapożyczaniu wzorów zaczerpniętych z innych państw. Ten rodzaj dyfuzji kulturowej jest szczególnie popularny przy międzynarodowym transferze technologii, np. informatycznej. Trzeci typ dyfuzji kulturowej to spontaniczne przenikanie wzorów oraz wpływów w wyniku szeroko rozbudowanej współpracy, wymiany i kontaktów⁸³. Poniżej zaprezentowany został rozwój bankowości inwestycyjnej w kontekście ewolucji dwóch klasycznie wyróżnionych systemów finansowych.

Powyżej syntetycznie wyodrębnione zostały fazy rozwoju kapitalizmu względem wyróżnionych cech. Wynika z tego, że ewolucja systemów finansowych i dominujących w nich instytucji finansowych jest głównie efektem zmian w otoczeniu tych instytucji. Podstawowym czynnikiem, który wpłynął na zmiany w gospodarce światowej, była ewolucja stosunków właścicielskich w gospodarce⁸⁴. Osiągnięcie etapu rozwoju kapitalizmu finansowego oznacza, że większość wolnych środków finansowych w gospodarce zarządzana jest przez instytucje wspólnego oszczędzania. Zmianom stosunków właścicielskich towarzyszy również ewolucja systemu finansowego. W pierwszej fazie dominującymi instytucjami finansowymi były banki depozytowo-kredytowe, następnie nadszedł czas rozwoju rynków finansowych, potem system finansowy wszedł w etap sekurytyzacji. Znaczenie bankowości komercyjnej zmniejsza się więc i jest ona wypierana przez bankowość inwestycyjną. Usługi tej ostatniej świadczone są w departamentach banków uniwersalnych lub przez instytucje niebankowe, np. przez domy maklerskie. Wśród podmiotów gromadzących znaczne oszczędności największą rolę odgrywają fundusze emerytalne

83 J. K. Solarz, *Rozwój systemów bankowych...*

84 T. M. Rybczyński, *A New Look at the Evolution of the Financial System*, [w:] *The Recent Evolution of Financial Systems*, ed. J. Revell, London 1997.

Tabela 1.1

Fazy ewolucji systemu finansowego w gospodarce rynkowej

Nazwa	Fazy rozwoju		
	Kapitalizm właścicielski (1770–1875)	Kapitalizm menedżerski (1875–1980)	Kapitalizm instytucjonalny/finansowy (od 1980)
Główne cechy	Osoba fizyczna lub rodzina zarządza firmą	Firmy monitorowane i dyscyplinowane są przez rynki kapitałowe, oddzielona własność od zarządzania	Główną rolę odgrywają rynki kapitałowe i pieniężne, duża rola systemu nadzoru
Dominujące instytucje finansowe	Banki komercyjne (system zorientowany probankowo)	Banki inwestycyjne oraz departamenty banków uniwersalnych (system zorientowany prorynkowo)	Fundusze emerytalne, inwestycyjne oraz firmy ubezpieczeniowe (system zorientowany na rynek papierów wartościowych)
Gospodarka	Rolnictwo dominuje oraz rozpoczyna się faza industrializacji	Przemysł dominuje w tworzeniu PKB	Usługi odgrywają podstawową rolę w tworzeniu dochodu narodowego
Specjalizacja	Prosta, na podstawie bogactw naturalnych	Bardziej złożona krajowa i zagraniczna	Globalna, specjalizacja narodowa i wewnątrzgałęziowa
Podmioty gospodarujące	Małe firmy	Duże korporacje	Alianse i korporacje transnarodowe
Czynniki rozwoju	Bogactwa naturalne	Fizyczne oraz w pewnym stopniu wiedza	Infrastruktura techniczna, wiedza, niematerialne aktywa
Integracja transgraniczna	Dotyczy produktów i rynków finansowych	Wahająca się w czasie (za tłum. J. K. Solarz)	Integracja międzyregionalna i wewnątrz korporacyjna
Aktywność międzynarodowa	Handel zagraniczny, ograniczona produkcja za granicą	Bezpośrednie inwestycje zagraniczne w poszukiwaniu surowców i rynku	Poszukiwanie aktywów oraz transgranicznych aliansów
Rola rządu	Ograniczona	Rosnąca	Bardziej systemowa i przyjazna rynkowi

Źródło: opracowanie własne na podstawie T. M. Rybczyński, *Ewolucja systemu finansowego. Giełdowe bitwy i keiretsu*, „Życie Gospodarcze”, wrzesień 1994, nr 36; J. K. Solarz, *Krajowy system finansowy wobec globalizacji i integracji z Unią Europejską*, [w:] *System finansowy w Polsce*, red. B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak, Warszawa 2008, s. 808–810 oraz J. H. Dunning, *Governments, Globalization and International Business*, Oxford University Press, Oxford 1997.

oraz inwestycyjne. Dlatego też wymienione instytucje przejmują zadania monitorowania menedżerów, przedsiębiorstwa zaś dyscyplinują rynki kapitałowe. Nad ich działalnością czuwają instytucje nadzoru⁸⁵. Wśród innych czynników, które wpływają i determinują dalszą ewolucję systemów finansowych, znajdują się m.in. globalizacja, de- i reregulacja, wspomniana sekurytyzacja, a także rozwój technologiczny⁸⁶.

Biorąc pod uwagę dwa kryteria, tj. rolę banków komercyjnych i giełd papierów wartościowych w finansowaniu przedsiębiorstw oraz kryterium charakteru wzajemnych zależności między sektorem przedsiębiorstw a instytucjami i rynkami finansowymi, wyodrębnia się:

- a) system finansowy oparty na funkcjonowaniu rynku papierów wartościowych (*arm's length market*), który w literaturze przedmiotu określany jest jako giełdowy, anglosaski, angloamerykański, brytyjski lub *M-System* oraz
- b) system zorientowany bankowo (*control-oriented*) – znany jako kontynentalno-europejski, reński, niemiecko-japoński lub *B-System*.

W związku z powyższym, wyróżnia się dwa klasycznie wyodrębnione systemy finansowe: **system anglosaski**⁸⁷ z dominującą giełdą papierów wartościowych oraz **system kontynentalny**⁸⁸ z przewagą pośredników finansowych – głównie banków uniwersalnych. Na ostateczną formę tych systemów oddziałuje szereg czynników, w wyniku których następuje ciągła ich ewolucja, aczkolwiek poszukiwanie na świecie efektywnych rozwiązań instytucjonalnych ciągle trwa.

W. Morawski⁸⁹ dokonując przekrojowej analizy rozwoju bankowości na świecie zauważył, że model anglosaski dobrze sprawdzał się w kraju tak zasobnym w kapitały, jak Wielka Brytania, gdzie można było mobilizować kapitał inwestycyjny poza systemem kredytowym (głównie bankowym). Model niemiecki, zdaniem tego autora, był w owym czasie mniej bezpieczny, choć umożliwiał mobilizowanie kapitału inwestycyjnego (w inny sposób niedostępnego) przez banki. Coraz większa powszechność tego modelu w wielu krajach była efektem procesu industrializacji. Dominował on w krajach, w których proces industrializacji rozpoczął się stosunkowo późno⁹⁰.

85 Por. R. Walkiewicz, *Bankowość inwestycyjna*, Poltext, Warszawa 2001.

86 Wymienione pojęcia są przedmiotem szczegółowej analizy w rozdziale drugim, gdzie rozpatrywane są w kontekście rozwoju bankowości inwestycyjnej.

87 System anglosaski nazywa się także systemem zorientowanym rynkowo.

88 System kontynentalny inaczej określany jest jako system zorientowany bankowo.

89 W. Morawski, *Zarys powszechnej historii pieniądza i bankowości*, Wydawnictwo TRIO, Warszawa 2002.

90 *Ibidem*, s. 110–111, na podstawie R. Cameron, *Banking in Early Stages of Industrialization. A Study in Comparative Economic History*, Oxford 1967.

Z kolei M. Markiewicz⁹¹ uważa, że podstawę wyróżnienia wyżej wymienionych systemów finansowych stanowią wspomniane w opracowaniu dwa porządki prawne⁹², ponadto na ich kształt wpłynęły również odrębne zasady nieformalne. Choć system oparty na funkcjonowaniu rynku papierów wartościowych według jego zwolenników wydaje się bardziej adekwatny do potrzeb krajów wysoko rozwiniętych – ze względu na większą elastyczność i skłonność do innowacji oraz istotną rolę mechanizmów giełdowych w alokacji istniejącego już majątku – to większość państw ma system kontynentalny⁹³.

S. Vitols w swoim opracowaniu⁹⁴ za punkt wyjścia badań przyjął systemy finansowe w Japonii i w Niemczech. Zauważył, że na kształt tych systemów w poszczególnych krajach wpływ mają decyzje finansowe podejmowane przez przedsiębiorstwa tudzież gospodarstwa domowe (tabela 1.2).

Tabela 1.2

Preferencje niefinansowych podmiotów w zakresie finansowania przez banki lub przez rynek kapitałowy

Sektor niefinansowy	Subsektor	Preferencje:	
		Banki	Rynek kapitałowy
Przedsiębiorstwa	małe i średnie	+	+
	<ul style="list-style-type: none"> • tradycyjne • technologiczne wielkie korporacje <ul style="list-style-type: none"> • wysoka dźwignia • niskie zadłużenie 	+	+
Gospodarstwa domowe	dochody		
	<ul style="list-style-type: none"> • wysokie • średnie • niskie 	+	+
System emerytalny	• <i>pay as you go</i>	+	
	• system kapitałowy		+

Źródło: opracowanie własne na podstawie S. Vitols, *The Transition from Banks to Markets in the German and Japanese Financial Systems*, discussion paper, Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung, August 2002, s. 23.

91 M. Markiewicz, *System finansowy*, [w:] *Finanse*, red. Z. Brodecki, Wydawnictwo Prawnicze Lexis Nexis, Warszawa 2004.

92 Opisane zostały w punkcie 1.1.4.

93 M. Markiewicz, *System finansowy...*, s. 26–34.

94 S. Vitols, *The Transition from Banks to Markets in the German and Japanese Financial Systems*, discussion paper, Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung, August 2002.

Z tabeli można wywnioskować, że w finansowaniu gospodarek, w których powstają firmy innowacyjne lub funkcjonują małe przedsiębiorstwa opierające swój rozwój na nowych technologiach, rynek kapitałowy odgrywa kluczową rolę. Kapitał na tego typu przedsięwzięcia w dużym stopniu gromadzony jest z oszczędności tych podmiotów, które relatywnie osiągają wysokie dochody. Banki opierają swoje decyzje na tradycyjnym podejściu do kredytobiorcy, czyli uzależniają udzielenie kredytu od zdolności kredytowej podmiotów oraz od możliwości dokonania zabezpieczenia na aktywach. Opierając się na swojej analizie S. Vitols wyróżnia kilka podstawowych cech zamiennych w celu dokonania klasyfikacji i podziału na dwa klasyczne systemy finansowe (tabela 1.3).

Tabela 1.3

Charakterystyczne cechy wyróżniające alternatywne systemy finansowe

Charakterystyka	Market-based	Bank-based
Najbardziej restrykcyjnie regulowany sektor	banki	rynki kapitałowe
Działalność dużych inwestorów	oparty na regulacjach prawnych	przede wszystkim inicjatywa „odpowiedzialne zachowanie”
Zalety dla małych inwestorów	przejrzystość	stabilność
Orientacja instytucji finansowych	przede wszystkim <i>for-profit</i>	<i>for-profit</i> oraz <i>non-profit</i>
Polityka monetarna	stabilność finansowa (walka z inflacją)	potencjalnie wspieranie rozwoju gospodarczego

Źródło: opracowanie własne na podstawie S. Vitols, *The Transition from Banks to Markets in the German and Japanese Financial Systems*, discussion paper, Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung, August 2002, s. 24.

S. Vitols dokonał analizy ewolucji systemów finansowych w Japonii i w Niemczech zauważając, że struktura i zasady funkcjonowania systemu japońskiego nie sprzyjają rozwojowi bankowości inwestycyjnej. Większość korporacji w swojej strukturze finansowej miało około 90% kredytów bankowych, co sprawiało, że pozostałe źródła stanowiły tylko alternatywne instrumenty finansowe. Autor badania dodatkowo stwierdził, że przyczyn takiego stanu rzeczy należy upatrywać nie tylko po stronie przedsiębiorstw zaopatrujących się w kapitał głównie z banków. Dostrzegł, że ze względu na to, iż gospodarstwa domowe preferują formę lokowania swoich nadwyżek finansowych w postaci gotówki lub depozytów bankowych, określają w dużym stopniu kierunek rozwoju instytucji finansowych.

Z uwagi na temat opracowania i problem badawczy w nim postawiony uznano za niezbędne przedstawienie procesu ewolucji systemów finansowych. Poniżej w uproszczeniu (tabela 1.4) ukazana została ścieżka rozwoju modeli systemów finansowych, która stanowić może punkt wyjścia głębszych badań i analiz zarówno o charakterze praktycznym, jak i teoretycznym⁹⁵. Dodatkowo prezentacja ta stanowi asumpt do dalszych rozważań i dociekań w zakresie poszukiwania docelowej ścieżki modelu systemu finansowego dla Polski w aspekcie teoretycznym i praktycznym⁹⁶.

Tabela 1.4

Ewolucja dwóch głównych systemów finansowych

Preferowany model systemu finansowego	Model niemiecko-japoński →	Model niemiecko-japoński / model anglosaski →	Model anglosaski →
Wymienialny pieniądz krajowy	↑		↑↑
Niewymienialny pieniądz krajowy	↑		↑↑
Stosunek oszczędności krajowych netto do stopy inwestycji	Stopa oszczędności mniejsza od stopy inwestycji	Stopa oszczędności równa stopie inwestycji	Stopa oszczędności większa od stopy inwestycji

Objaśnienia:

→ tradycyjna droga rozwoju systemów finansowych;

↑ droga wybrana przez Niemcy i Japonię;

↑↑ droga na skróty wybrana przez kraje Azji Południowo-Wschodniej.

Źródło: J. K. Solarz, *Uwarunkowania współczesnej bankowości*, [w:] L. Oręziak, B. Pietrzak (red.), *Bankowość na świecie i w Polsce. Stan obecny i tendencje rozwojowe*, Olympos, Warszawa 2000/2001, s. 32.

Według tradycyjnej drogi, jaką przeszły kraje zaliczane do grona krajów z systemem finansowym niemiecko-japońskim (kontynentalnym), punktem wyjścia był wzrost udziału oszczędności krajowych w PKB.

95 J. K. Solarz, *Uwarunkowania współczesnej bankowości*, [w:] L. Oręziak, B. Pietrzak (red.), *Bankowość na świecie i w Polsce. Stan obecny i tendencje rozwojowe*, Olympos, Warszawa 2000/2001, s. 32.

96 Szerzej na ten temat w rozdziale 4 niniejszej książki.

Dzięki zgromadzonym oszczędnościom następowało ich wykorzystanie w celu rozwoju gospodarczego. Po osiągnięciu odpowiedniego poziomu rozwoju był on wzbogacany o fundusze wspólnego inwestowania wspierane ulgami podatkowymi oraz kapitałowe systemy emerytalne. Obrana w państwach Azji Południowo-Wschodniej w latach 90. wieku XX droga „pójścia na skróty” nie powiodła się, czego skutkiem był głęboki kryzys gospodarczy i finansowy w tamtym regionie oraz nacjonalizacja wielu instytucji kredytowych. Za najważniejsze przyczyny tego stanu A. Sławiński uznał brak skutecznej kontroli rynku kapitałowego głównie w zakresie *corporate governance* oraz relatywnie zbyt niski poziom rozwoju inwestorów instytucjonalnych⁹⁷. Według J. K. Solarza oprócz powyższych kwestii, do globalnego załamania gospodarczego przyczyniły się też słaby system bankowy i masowe zaciąganie pożyczek przez przedsiębiorstwa bezpośrednio na zagranicznych rynkach finansowych.

M. Gruszczyński⁹⁸ wymienia z kolei najważniejsze według niego czynniki, które w największym stopniu osłabiają prawidłowe funkcjonowanie tamtejszych instytucji finansowych:

- 1) niedostatecznie rozwinięta regulacja i nadzór bankowy,
- 2) brak kontroli nad jakością i strukturą udzielanych kredytów,
- 3) ryzyko moralne (*moral hazard*),
- 4) silne powiązania między bankami i siłami politycznymi.

Za podstawową przyczynę kryzysów w regionie autor ten uznaje słaby system bankowy, w którym instytucje kredytowe decydują o udzieleniu pożyczki opierają się głównie na stopniu osobistych relacji tych instytucji z przedsiębiorstwami. Zdaniem M. Gruszczyńskiego turbulencje na rynkach finansowych w krajach Azji Południowo-Wschodniej nie należą do rzadkości, co w znacznej mierze związane jest z gwałtownym rozwojem tych rynków. Postępująca globalizacja i liberalizacja światowego systemu finansowego potęgowały naciski na bardziej efektywną działalność, często kosztem bezpieczeństwa inwestorów i ochrony kapitałów depozytariuszy.

Powiązania pomiędzy bankami, przedsiębiorstwami oraz rządem są powszechnie znane i wykorzystywane w różnych celach w całej Wschodniej Azji. Przykładowo w Korei tradycją jest, że państwo bierze udział w ustalaniu stóp procentowych czy w alokacji zasobów. W Indonezji

97 A. Sławiński, *Rozwój sektora finansowego a wzrost gospodarczy*, [w:] *Warunki zapewnienia wysokiego tempa wzrostu gospodarczego w średnim okresie*, PTE, Warszawa 2000.

98 M. Gruszczyński, *ABC kryzysu walutowego*, Bankowe ABC, „Bank i Kredyt” [NBP, Warszawa] 1999, nr 52, s. 1–7.

i Tajlandii te same rodziny, które kontrolują banki, mają także w swym posiadaniu większość korporacji. To w perspektywie musi rodzić nieprawidłowości w procesie rozdzielania zasobów i niebezpieczną koncentrację ryzyka⁹⁹.

1.2.2.1. Model zorientowany bankowo

W modelu opartym na bankach zakłada się dominującą rolę banków komercyjnych w mobilizacji, transformacji kapitałów oraz utrzymywaniu kontroli nad podmiotami gospodarczymi korzystającymi z kapitałów zgromadzonych przez banki. Mówiąc o systemie bankowym mamy na uwadze system, w którym wyróżnia się instytucje pod postacią wszelkiego rodzaju banków, w swojej statutowej działalności wykorzystujących instrumenty finansowe zgodnie z obowiązującym prawem.

Model zorientowany bankowo (*bank-based financial system*) to model, w którym dominującym mobilizatorem oszczędności od deponentów i ich dystrybucji są banki. W systemie zorientowanym bankowo banki mogą być zarówno udziałowcami firm, jak i instytucjami nadzorującymi działalność firm, w przeciwieństwie do systemu prorynkowego, w którym funkcje te nie mogą być w takim zakresie spełniane przez jeden podmiot. Stopień wpływu banków na działalność podmiotów gospodarczych w tym systemie zależy m.in. od struktur i zasad nadzoru nad przedsiębiorstwami w danym państwie (*corporate governance mechanism*)¹⁰⁰. System probankowy, oprócz kontynentu europejskiego (głównie Niemcy, Szwajcaria, Francja i państwa skandynawskie) występuje w Japonii, a jego nasilenie jest różne w poszczególnych gospodarkach.

Poniżej, w tabeli 1.5, wyróżnione zostały cechy charakteryzujące poszczególne ogniwa systemu zorientowanego bankowo oraz ramy prawne, zgodnie z którymi system może funkcjonować i rozwijać się.

Oprócz wyżej wymienionych charakterystycznych cech, system bankowy przynosi uczestnikom rynku pewne korzyści, ale nie jest też pozbawiony wad. Świadczy to o niedoskonałości tego rozwiązania i braku uniwersalności jego zastosowania. Tabela 1.6 wskazuje na pewne zalety i wady systemu bankowego. W literaturze przedmiotu można ich znaleźć więcej.

99 W. Małeckie, A. Sławiński, R. Piasecki, U. Żuławska, *Kryzysy walutowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001, s. 114.

100 O. Kowalewski, *Bankowość uniwersalna. Zmiany strukturalne we współczesnych systemach bankowych*, Equis, Warszawa 2003, na podstawie W. R. Emmons, F. A. Schmid, *Universal Banking, Control Rights, and Corporate Finance in Germany*, Federal Reserve Bank of St. Luis, July–August 1998.

Tabela 1.5

Cechy charakterystyczne systemu zorientowanego bankowo

<p>Institucje finansowe:</p> <ul style="list-style-type: none"> • banki uniwersalne dominują w pozyskiwaniu i alokacji kapitału • mniejsze znaczenie mają fundusze emerytalne oraz inni inwestorzy instytucjonalni • występują silne związki między bankami komercyjnymi a podmiotami gospodarczymi (banki często pozostają we władzach spółek, w których posiadają duże pakiety akcji) • giełda papierów wartościowych odgrywa relatywnie małą rolę w finansowaniu rozwoju firm
<p>Instrumenty finansowe:</p> <ul style="list-style-type: none"> • dominuje uniwersalizm w realizacji operacji bankowych • dominuje kredyt bankowy w strukturze finansowej firm • przeważają depozyty bankowe jako zasadnicza forma inwestycji finansowych gospodarstw domowych • znaczenie instrumentów rynku kapitałowego jest małe (z wyjątkiem obligacji skarbowych) • występuje mniejsza presja na tworzenie innowacji finansowych • występuje stosunkowo mały udział podmiotów gospodarujących w formie spółek akcyjnych w ogólnej liczbie podmiotów na danym rynku
<p>Rynki finansowe:</p> <ul style="list-style-type: none"> • mniejsze jest znaczenie rynku kapitałowego, co przejawia się relatywnie niską kapitalizacją giełd papierów wartościowych* w stosunku do PKB • duże jest znaczenie banków komercyjnych jako pośredników finansowych w gospodarce
<p>Regulacje prawne:</p> <ul style="list-style-type: none"> • zawieranie transakcji opiera się głównie na systemie prawa cywilnego (zmiany prawa następują stosunkowo wolno)

* Użyte sformułowanie „niska kapitalizacja giełdy” odnosi się zwykle do tych rynków, na których poziom kapitalizacji giełdy wynosi mniej niż 20%.

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 1.6

Korzyści i wady systemu zorientowanego bankowo

Zalety	Wady
<ul style="list-style-type: none"> • banki komercyjne mają możliwość zdobywania informacji o przedsiębiorstwach oraz o zarządzających nimi kadrach menedżerskich, alokując kapitał w optymalny sposób • banki nadzorują przy tym stosowanie reguł ładu korporacyjnego (<i>corporate governance</i>) • banki świadczą firmom usługi z zakresu zarządzania ryzykiem zarówno systematycznym, jak i specyficznym zabezpieczając często własny interes powodzenia współfinansowanego przedsięwzięcia • banki gromadzą kapitał wykorzystując ekonomię skali 	<ul style="list-style-type: none"> • mniejsza oferta produktów i usług finansowych banków, stosunkowo wolno wprowadzane innowacje finansowe lub ich brak • możliwość poniesienia strat z działalności inwestycyjnej może być przeniesiona na działalność komercyjną banków

Źródło: opracowanie własne.

System zorientowany bankowo według licznych badań (które będą przedmiotem analizy w dalszej części opracowania) dominuje w krajach znajdujących się na niskim poziomie rozwoju gospodarczego, ze słabo rozwiniętą infrastrukturą instytucjonalną. Większą rolę w rozwoju gospodarczym odgrywają banki, które mobilizują oszczędności, dokonują ich alokacji oraz wywierają skuteczniejszy wpływ na zarządzanie korporacjami. W odróżnieniu od powyższego systemu, w systemie zorientowanym na rynki kapitałowe rynek i mechanizmy nim rządzące dokonują alokacji kapitału i jego transformacji oraz stymulują rozwój innowacji i rozwój gospodarczy. Poniżej dokonana zostanie charakterystyka systemu prorynkowego.

1.2.2.2. Model zorientowany na rynki kapitałowe

Podejście zorientowane na rynki papierów wartościowych (*market-based financial system*) to takie podejście, w którym na rynkach finansowych dokonuje się transformacja kapitału od inwestorów do podmiotów poszukujących kapitału na rozwój. Model anglo-amerykański oparty jest na wykorzystaniu instrumentów rynku pieniężnego i kapitałowego, przy wysokim stopniu specjalizacji instytucji finansowych oraz innowacyjności rynku i relatywnie mniejszej roli banków. W systemie zorientowanym bankowo z kolei banki uniwersalne mogą być zarówno udziałowcami przedsiębiorstw, jak i instytucjami nadzorującymi ich działalność. W systemie opartym na funkcjonowaniu rynku papierów wartościowych funkcje te nie mogą być w takim zakresie wypełniane przez jeden podmiot. Poniżej, w tabeli 1.7, przedstawiono podstawowe cechy charakterystyczne modelu zorientowanego rynkowo.

System, w którym główną rolę odgrywają rynki papierów wartościowych tak samo jak w poprzednim modelu ma swoje zalety, ale nie jest systemem doskonałym. Poniżej, w tabeli 1.8, przedstawiono podstawowe zalety, a także słabsze strony jego dominacji w gospodarce.

Powyższa charakterystyka podstawowych cech klasycznych modeli systemów finansowych dokonana została na płaszczyźnie teoretycznej, dlatego też trudno jest jednoznacznie określić – wykorzystując tylko te informacje – który z modeli efektywniej sprzyja rozwojowi gospodarczemu.

Do początku lat 80. wieku XX w Europie dominował system probankowy, w USA zaś i Wielkiej Brytanii system prorynkowy. W tabeli 1.9 zaprezentowano ogólne wskaźniki rozwoju finansowego dla roku 1980.

Tabela 1.7

Cechy charakterystyczne systemu zorientowanego na rynki kapitałowe

<p>Institucje finansowe:</p> <ul style="list-style-type: none"> • przeważają banki inwestycyjne oraz inne instytucje specjalistyczne jako pośrednicy w przepływie kapitału • duże znaczenie mają inwestorzy instytucjonalni • luźne są stosunki instytucji finansowych z podmiotami gospodarczymi w długim okresie
<p>Instrumenty finansowe:</p> <ul style="list-style-type: none"> • instrumenty i transakcje finansowe wykazują duży stopień innowacyjności • papiery wartościowe mają stosunkowo duży udział w portfelach gospodarstw domowych • instrumenty rynku kapitałowego mają wysoki udział w pasywach bilansu podmiotów gospodarczych • występuje stosunkowo duży udział spółek akcyjnych wśród podmiotów gospodarczych danej gospodarki
<p>Rynki finansowe:</p> <ul style="list-style-type: none"> • giełdy papierów wartościowych, mierzone ich kapitalizacją w stosunku do PKB, stanowią podstawową formę pośrednictwa finansowego
<p>Regulacje prawne:</p> <ul style="list-style-type: none"> • stosowany jest precedensowy (zwyczajowy) anglosaski system prawny • zmiany w zakresie regulacji prawnych następują bardzo szybko (duże znaczenie zasad nieformalnych), mogą być one przyczyną zachwiania stabilności rynków finansowych.

Źródło: opracowanie własne.**Tabela 1.8**

Korzyści i wady związane z funkcjonowaniem systemu zorientowanego rynkowo

Zalety	Wady
<ul style="list-style-type: none"> • zróżnicowany pakiet instrumentów finansowych, innowacje produktowe • na rynku działają specjalistyczne firmy, które zajmują się analizą oraz dostarczaniem informacji całemu rynkowi • podmioty gospodarcze mogą otrzymać wyższe kwoty kapitału w stosunku do kredytu bankowego • rynek kapitałowy wymusza stosowanie zasad ładu korporacyjnego w spółkach • zarządzanie ryzykiem odbywa się na rynku poprzez wykorzystanie głównie pochodnych instrumentów finansowych • alokacja kapitału odbywa się przy założeniu pewnego stopnia efektywności rynków poprzez mechanizmy rynkowe • specjalistyczna kadra w wyspecjalizowanych instytucjach finansowych 	<ul style="list-style-type: none"> • krótkookresowa perspektywa decyzyjna wymuszona przez logikę bezpośredniego rynku kapitałowego • kontrolowanie firm z nastawieniem instytucji na okresy krótkie

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 1.9

Wskaźniki rozwoju finansowego dla wybranych krajów w roku 1980

Kraj	Kredyty bankowe do sektora prywatnego	Depozyty	Kapitalizacja giełd	Emisje publiczne	Liczba przedsiębiorstw
Średnia dla Europy kontynentalnej	0,601	0,647	0,078	0,020	34 422
Wielka Brytania	0,276	0,280	0,380	0,040	47 220
Stany Zjednoczone	0,354	0,540	0,460	0,040	23 110
Średnia dla systemu anglo-amerykańskiego	0,315	0,410	0,420	0,040	35 165

Źródło: IMF oraz R. G. Rajan, L. Zingales, *The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20th Century*, „Journal of Financial Economics” 2003, No 69.

Na podstawie danych z tabeli 1.9 można zauważyć, że banki depozytowo-kredytowe odgrywały w Europie większą rolę niż w anglo-amerykańskim systemie. Na kontynencie europejskim w 1980 r. depozyty ulokowane w bankach stanowiły średnio blisko 65% PKB, w systemie zaś anglo-amerykańskim średnia ta wynosiła 40%. Relacja udzielonych kredytów bankowych do sektora prywatnego w stosunku do PKB była na dwukrotnie wyższym poziomie aniżeli współczynnik tej samej kategorii w systemie prorynkowym. Kapitalizacja giełd do PKB na kontynencie europejskim w owym czasie to zaledwie jedna piąta kapitalizacji giełd w USA i Wielkiej Brytanii. Rozbieżność między systemami dotyczy także liczby przeprowadzonych publicznych emisji (w tym pierwotnych oraz wtórnych). Ich wolumen w krajach kontynentalnej Europy stanowi zaledwie połowę średniej reprezentującej liczbę przeprowadzonych emisji w krajach o systemie anglo-amerykańskim.

Powyższe dane liczbowe wskazują na podstawowe różnice w rozwoju obu modeli w wyróżnionych grupach krajów. Dodać należy, że okres lat 80. to początek stosowania instrumentów pochodnych – w USA następował już obrót nimi, w Europie zaś tylko w Londynie, w Amsterdamie z kolei otwarta została dopiero pierwsza platforma do obrotu derywatami. Ewolucja systemów w ostatnich dwóch dekadach potwierdziła ekspansję rynków papierów wartościowych w większości gospodarek świata. Tabela 1.10 prezentuje dane dla podstawowych wskaźników, reprezentatywnych dla oceny rozwoju finansowego w 2000 r.

Tabela 1.10

Wskaźniki rozwoju finansowego w wybranych krajach w 2000 r.

Kraj	Kredyty bankowe	Depozyty bankowe	Kapitalizacja giełd	Emisje publiczne	Liczba przedsiębiorstw
Średnia dla Europy kontynentalnej	0,937	0,930	1,046	0,322	27 530
Wielka Brytania	1,320	1,069	1,840	0,149	32 370
Stany Zjednoczone	0,493	0,379	1,549	0,207	25 847
Średnia dla systemu anglo-amerykańskiego	0,907	0,724	1,694	0,178	29 109

Źródło: FIBV, IMF oraz R. G. Rajan, L. Zingales, *The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20th Century*, „Journal of Financial Economics” 2003, No 69.

Warto zauważyć, że wskaźnik udzielonych firmom kredytów przez banki komercyjne do PKB zbliżył się do poziomu średniej charakterystycznej dla krajów Europy kontynentalnej. Interesujący jest fakt, że wzrost ten był odnotowany głównie na rynku brytyjskim. W tym czasie wiele krajów w Europie kontynentalnej wprowadziło znacznie wyższe standardy przejrzystości – jak np. w Niemczech Neuer Markt. Za jedną z przyczyn takich zmian można uznać zjawisko tzw. bańki internetowej (*internet bubble*).

Wielkość wskaźnika kapitalizacji giełd w stosunku do PKB w roku 2000 była już tylko o około 60% wyższa w systemie anglo-amerykańskim. W obu systemach nastąpił wzrost emisji publicznych, z tym że większy wzrost zanotowano na rynkach finansowych w zakresie emisji długu korporacyjnego. Emisje długu przez firmy w krajach o orientacji probankowej na rynki krajowe wzrosły średnio z 13% PKB w 1989 r. do 17% w 2001 r., w USA wskaźnik wzrósł z 22 do 24% PKB w analogicznym czasie. Emisje długu korporacyjnego na rynek międzynarodowy wzrosły dla krajów Europy kontynentalnej z poziomu 2,4% PKB w 1989 r. do ponad 6% PKB w 2001 r., w USA z poziomu 0,7 do 3,1% PKB w tym samym czasie, w Wielkiej Brytanii zaś wzrost osiągnął w 2001 r. poziom 10,6% PKB w stosunku do 4,4% PKB w 1989 r.

Powyższe różnice makroekonomiczne rzutują na odmienne podejście w sferze mikro w zakresie sposobów finansowania firm. Struktura kapitałowa wielkich firm była bardzo zbliżona, jeśli zaś chodzi o małe firmy, to źródła ich finansowania były zróżnicowane¹⁰¹. W roku 1994 w USA tylko 16% kredytów dla firm pochodziło z banków, 49% zaś stanowił kapitał pozyskany w drodze emisji papierów wartościowych, takich jak

101 R. Rajan, L. Zingales, *Is There an Optimal Capital Structure? Some Evidence from International Data*, „Journal of Finance” 1995, No 50, s. 1421–1460.

np. *commercial papers*. Dla kontrastu w Niemczech 80% zobowiązań firm stanowiły kredyty bankowe, a tylko 10% kapitału pochodziło z rynku kapitałowego. W 1994 r. w posiadaniu inwestorów indywidualnych była blisko połowa akcji amerykańskich korporacji, natomiast instytucje niefinansowe trzymały w swych portfelach tylko 14% różnych papierów wartościowych, w posiadaniu banków nie odnotowano żadnych papierów wartościowych. W Niemczech inwestorzy indywidualni trzymali tylko 17% papierów wartościowych, banki 10%, z kolei inne niefinansowe instytucje trzymały ich średnio aż 42%. Dlatego właśnie te inne firmy oraz banki były udziałowcami największych niemieckich firm, co powodowało dużą koncentrację własności, w Stanach Zjednoczonych wskaźnik ten wynosił 25%¹⁰².

Wystąpił wzrost liczby nowych firm w tych gałęziach przemysłu, których rozwój finansowany jest środkami z zewnątrz, oraz w sytuacji, gdy gospodarka ma rozwinięty system finansowy. Jedną z miar takiego rozwoju, a także efektywnego systemu prawnego w państwie, może być – według S. Johnsona, J. McMillana, C. Woodruffa¹⁰³ – fakt oferowania przez firmę dłuższego i większego kredytu kupieckiego w stosunku do nowych partnerów handlowych.

Wdrażanie nowych technologii ma większe szanse w systemie anglo-amerykańskim chociażby ze względu na fakt, iż potencjalni inwestorzy mają możliwość bezpośredniego oszacowania stopy zwrotu i ryzyka związanego z nową technologią. Do każdego z inwestorów dociera część informacji publicznie dostępnych i każdy zainteresowany inwestor indywidualnie może przeanalizować np. prospekt firm i planowane do realizacji przez firmę projekty inwestycyjne w celu podjęcia decyzji co do zaangażowania swoich kapitałów. W ten sposób każda potencjalna firma ma szanse na to, aby podjąć się próby przekonania ewentualnych inwestorów o sposobach realizacji inwestycji oraz źródłach ich finansowania.

Istota funkcjonowania systemu probankowego jest całkiem odmienna, z czym związane jest omawiane wcześniej zjawisko asymetrii informacji. Firma informuje jednego lub co najwyżej kilku pożyczkodawców, którzy szacują ryzyko podjęcia się finansowania inwestycji (np. banki). W związku z tym firma często ma jedyną szansę na sfinansowanie nowych technologii. Istotny jest tu również charakter podejmowanych innowacji, gdyż większe ryzyko finansowania nowych technologii o charakterze rewolucyjnym częściej podejmowane jest przez rynki kapitałowe, te zaś bardziej konserwatywne częściej finansowanie znajdują na rynkach probankowych.

102 Na podstawie: S. Prowse, *Alternative Models of Financial Development*. RBA Annual Conference Volume 1996–06, Federal Reserve Bank of Australia, Sydney.

103 S. Johnson, J. McMillan, C. Woodruff, *Courts and Relational Contracts*, Unpublished working paper, M.I.T., Cambridge 2000.

Podsumowując te krótkie rozważania na temat cech dwóch klasycznych modeli systemów finansowych, można stwierdzić, że system probankowy dominuje na mniejszych rynkach oraz finansuje rozwój mniejszych firm, gdzie ochrona prawna jest słabsza, a przejrzystość rynków mniejsza, a także w sytuacji zwiększania się innowacji, ale nie w tempie rewolucyjnym. Reasumując można przyjąć, że system probankowy i jego rola w rozwoju gospodarczym daje lepsze rezultaty we wcześniejszych stadiach uprzemysłowienia gospodarek.

Innych wniosków na temat wpływu systemu finansowego zorientowanego na rynki papierów wartościowych dostarcza analiza powiązań tego systemu z rozwojem gospodarczym. Tam, gdzie firmy są większe, rynki formalnie bardziej zorganizowane i funkcjonują w warunkach „lepszyc” regulacji prawnych oraz większej przejrzystości, tam innowacje mają charakter bardziej rewolucyjny. Źródłem wzrostu dla takich firm – i w dalszej kolejności narodowych gospodarek – okazuje się przede wszystkim innowacyjność i wiedza. W takich warunkach wzrasta popyt na kapitał ludzki, a szczególnie rośnie jego mobilność między firmami czy gałęziami i w konsekwencji czynnik ludzki zaczyna zajmować centralne miejsce w rozwoju gospodarek.

1.2.2.3. Konwergencja jako skutek wzajemnych relacji zachodzących między systemami

We współczesnych gospodarkach, w dobie często głębokich przemian, następuje powolne przenikanie się obu systemów finansowych. Proces ten w literaturze nosi miano **konwergencji**. Oznacza on poszukiwanie najbardziej efektywnych rozwiązań, w wyniku których zachodzi rozwój gospodarczy.

Systemy finansowe w poszczególnych krajach zawierają zarówno cechy charakterystyczne dla modelu probankowego, jak i modelu prorynkowego. Oznacza to, że pomiędzy przedstawionymi wyżej dwoma modelami dochodzi do zacierania różnic, tak wyraźnych do lat 90. ubiegłego wieku. Nie znaczy to, że nastąpi unifikacja rozwiązań, w wyniku której wykształci się jeden optymalny model systemu finansowego dla różnych poziomów rozwoju gospodarek.

Poniżej, w tabeli 1.11, przedstawiono główne różnice między opisywanymi wyżej dwoma systemami, które utrwaliły się w poszczególnych rozwiązaniach w wyniku procesów towarzyszących ich przemianom. Ewolucja systemów gospodarczych na świecie nadal wpływa na zmiany zachodzące w klasycznych modelach systemów finansowych. Pozwala to na wyodrębnienie charakterystycznych cech właściwych dla obecnego kształtu obu modeli.

Tabela 1.11

Podstawowe cechy dwóch modeli na początku wieku XXI

Charakterystyka systemu	System prorynkowy	System probankowy
Koncentracja kapitałów	wysoka	niska
Podstawowy cel inwestycji	kontrola nad podmiotem	inwestycje portfelowe
Stopień rozwoju rynków finansowych	średni	wysoki
Ochrona akcjonariuszy mniejszościowych	ograniczona	szeroka
Znaczenie notowanych przedsiębiorstw	średnie	wysokie
Znaczenie rynku jako systemu kontroli	ograniczone	wysokie
System zachęt dla zarządów	ograniczony	rozbudowany
Strony konfliktu interesów	kontrolujący – akcjonariusze mniejszościowi	udziałowcy – zarząd

Źródło: O. Kowalewski, *Bankowość uniwersalna. Zmiany strukturalne we współczesnych systemach bankowych*, wyd. Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego, Equis, Warszawa 2003, s. 35, na podstawie E. Berglöf, *A Note on the Typology of Financial Systems*, [w:] *Comparative Corporate Governance: Essays and Materials*, Berlin 1997, s. 163.

W wyniku przeprowadzonej analizy teoretycznej, na podstawie powyższej tabeli należy stwierdzić, że w niedalekiej przyszłości możemy stać się świadkami konwergencji między tymi dwoma systemami. Model europejski będzie musiał się zmienić. Przede wszystkim presja na banki, aby osiągały lepsze wyniki, może oznaczać koniec wygodnego układu wzajemnie powiązanych i strategicznych pakietów udziałowych. Rosnąca internacjonalizacja rynków akcji ułatwia plasowanie pakietów akcji pośród szerszych grup międzynarodowych inwestorów, w związku z tym inwestorzy międzynarodowi odgrywać będą coraz większą rolę na rynkach finansowych.

Jeśli istnieje jakiś inny element pozwalający orzec, czy w gospodarce danego kraju dominuje model anglosaski, czy też model wszystkich zainteresowanych stron, to jest nim płynność rynku akcji. Można zaryzykować stwierdzenie, że przy ograniczonym finansowaniu z akcji istnieje mniejsze prawdopodobieństwo, że spółki w tych krajach zetkną się z presją ze strony akcjonariuszy domagających się lepszych wyników. I odwrotnie, przypuszczalnie nie jest zbiegiem okoliczności fakt, że Holandia i Szwajcaria mają rynki akcji o stosunkowo wysokiej wartości. Są to kraje, w których fundusze emerytalne dzierżą odpowiednik ponad trzech czwartych PKB.

W wyniku dokonującej się ewolucji wyróżnionych w opracowaniu modeli nadal będą istniały różnice pomiędzy nimi. Kultura, zwyczaje, tradycja prowadzenia działalności oraz lokowania kapitału determinować będą siłę przenikania wzajemnych rozwiązań. W krajach, w których skłonność inwestorów do podejmowanego ryzyka jest niska, kierunek przepływu ich wolnych środków finansowych nie będzie zmierzał ku rynkom papierów wartościowych, ale raczej ku rozwiązaniom bliższym systemowi zorientowanemu bankowo. Podmioty prowadzące działalność gospodarczą tradycyjnie będą uczestniczyły, i wykorzystywały możliwości stwarzane im przez rynki finansowe.

Rola polityki gospodarczej w kształtowaniu systemu finansowego powinna sprowadzać się do wspierania budowy odpowiedniej infrastruktury tego systemu. Badania empiryczne potwierdzają tę tezę, podkreślając element efektywnej struktury systemu finansowego z punktu widzenia wypełniania jego funkcji w gospodarce, w szczególności funkcji kapitałowej i kontrolnej. Według K. Czerkasa taki właśnie typ systemu finansowego kształtuje się w wyniku konwergencji systemu anglo-amerykańskiego i kontynentalnego. Autor dodaje, iż nowy typ systemu finansowego powinien być pewną wizją docelową, a urzeczywistnić ją może odpowiednia polityka gospodarcza¹⁰⁴.

1.3. Teoretyczny zarys optymalnego modelu systemu finansowego

Proces zmian o charakterze instytucjonalnym czy strategicznym nie wynika tylko z nowych funkcji, jakie banki mają do wypełniania, ale także z nowych rozwiązań w zakresie świadczenia usług uwzględniających nowe regulacje oraz zmiany technologiczne. Ze względu na to, iż ten proces ciągle trwa, należałoby raczej ogniskować uwagę nie wokół funkcji systemu finansowego, ale wokół instytucji, które powinny efektywnie wypełniać opisane wyżej funkcje.

Za jedną z nasuwających się w tym miejscu uwag, można uznać konstatację, że rosnąca rola rynków kapitałowych wpływa motywująco na innych uczestników systemu finansowego, co w konsekwencji może właśnie prowadzić do wzrostu efektywności funkcjonowania rynków

104 Analizie wpływu polityki gospodarczej na rozwój finansowy poświęcone jest obszerne opracowanie: K. Czerkas, *Bankowość inwestycyjna w systemie finansowym. Wnioski dla Polski*, „Materiały i Studia” [Warszawa], sierpień 1999, z. 93.

finansowych. Chodzi tu zarówno o wzrost konkurencji pomiędzy rynkami finansowymi i instytucjami finansowymi, jak i o wzrost rywalizacji wewnątrz każdego z dwóch wymienionych segmentów, np. wśród banków oszczędnościowych czy uniwersalnych w zakresie wzrostu atrakcyjności ich ofert skierowanych do podmiotów, które zgłaszają nadwyżki swoich środków finansowych. Inny przykład stanowić może konkurencja pomiędzy narodowymi rynkami kapitałowymi a międzynarodowymi rynkami papierów wartościowych.

Nasuwa się tu zasadnicze pytanie, czy rynki kapitałowe i banki powinno się rozpatrywać w oderwaniu od siebie, czy jako komplementarne modele systemów finansowych występujące we współczesnych gospodarkach? O. E. Williamson¹⁰⁵ nie udziela jednoznacznej odpowiedzi na tak postawione pytanie. Według niego oczywisty jest fakt, że układ sił w firmach jest całkiem inny niż na rynkach, a ich funkcjonowaniem rządzą różne mechanizmy. W miarę zachodzących zmian zarówno w podmiotach gospodarujących z jednej strony, jak i na rynkach z drugiej, systemy finansowe stają się względem siebie komplementarne. Oznacza to, że w jednej gospodarce narodowej mogą koegzystować oba modele systemu finansowego, których udział w rynku mierzony jest np. udziałem aktywów banków w stosunku do PKB lub stosunkiem stopnia kapitalizacji giełd do PKB. Takie wzajemne konkurowanie między nimi zwykle doprowadza do obniżki kosztów transakcyjnych, a więc systemy finansowe działają bardziej efektywnie, a to w rezultacie przysparza korzyści podmiotom w dużej mierze uzależnionym od danej formy finansowania zewnętrznego.

Zaznaczyć w tym miejscu należy, iż o żadnym z powyższych wyborów dokonanych przez firmy *a priori* nie można z całą pewnością powiedzieć, że jest lepszy od drugiego. Dlatego też J. Canals¹⁰⁶ stawia tezę, że optymalny system finansowy nie istnieje zarówno z punktu widzenia podmiotów gospodarujących, jak i z punktu widzenia instytucji finansowych oraz ich docelowej struktury organizacyjnej, ich specjalizacji lub uniwersalizacji itd.

Obecnie funkcjonująca na świecie konfiguracja współczesnych systemów finansowych jest rezultatem wpływu wielu czynników, takich jak np. proces uprzemysłowienia, rola organizacji pełniących funkcje w tym procesie, zakres interwencjonizmu państwowego w działalności podmiotów gospodarczych lub rozwiązania prawne dotyczące opodatkowania oszczędności gromadzonych przez poszczególne podmioty.

105 O. E. Williamson, *Markets and Hierarchies*, The Free Press, New York 1975.

106 *Ibidem*, s. 30–35.

Optymalny model systemu finansowego powinien opierać się na kilku wzajemnie uzupełniających się elementach, do których można m.in. zaliczyć¹⁰⁷:

- poziom rozwoju ekonomicznego kraju; w krajach o relatywnie wysokim PKB *per capita* system finansowy będzie miał silniejszą tendencję do ewoluowania w kierunku systemu opartego na funkcjonowaniu instytucji rynkowych,
- rozwiązania prawne i ich efektywne egzekwowanie,
- skłonność do ryzyka,
- popyt podmiotów gospodarujących na określony typ finansowania.

Autorzy publikacji uważają, że wzajemne relacje pomiędzy powyższymi elementami i towarzysząca im ewolucja systemów finansowych decydowały o sposobie, w jaki dokonywała się transformacja oszczędności poszczególnych podmiotów w kapitał.

Z doświadczeń najbardziej rozwiniętych gospodarek rynkowych świata wynika, że dzięki bardziej elastycznemu i innowacyjnemu podejściu do finansowania projektów inwestycyjnych następuje wzrost poziomu gospodarczego. Rosnące dochody *per capita* mobilizują systemy finansowe do ewoluowania w kierunku systemu zorientowanego rynkowo. Gromadzone przez różne podmioty nadwyżki finansowe poszukiwać będą ujścia w kierunku bardziej efektywnych rozwiązań.

W ramach rozwiązań prawnych oraz efektywnego ich stosowania, systemy oparte na rynkach kapitałowych gwarantują efektywne stosowanie prawa (np. ochrona mniejszościowych akcjonariuszy) oraz stwarzają korzystniejsze warunki rozwoju gospodarczego.

Jeśli chodzi o czynniki determinujące w danym kraju skłonność do podejmowania ryzyka, przede wszystkim przez inwestorów indywidualnych, to w tym względzie istotne są czynniki o charakterze kulturowym, jak np. tradycja czy religia.

Kolejnym aspektem, który powinien być uwzględniany przy „optymalizacji” systemu finansowego w gospodarce jest popyt podmiotów gospodarujących na środki finansowe gromadzone w celu realizacji planowanych projektów inwestycyjnych. Rozwój firm bowiem uwarunkowany jest dostępem do kapitału. Dostęp ten może odbywać się różnymi kanałami, a wybór któregoś jest ograniczony w przypadku firm spełnieniem wielu warunków. Spełnienie ich nie oznacza jeszcze, że dla firmy jest obojętne skąd i za ile pozyskuje kapitał. Koszt kapitału oraz inne wynikające z zaciągniętych zobowiązań konsekwencje są szczegółowo analizowane przez zarząd, a następnie podejmowana jest decyzja odnośnie

107 Por. *Rozwój systemu finansowego w Polsce w latach 2002–2003*, NBP, Warszawa, grudzień 2004, s. 15.

do sposobu i źródła finansowania inwestycji. Popyt na inwestycje będzie wzrastał w gospodarce, jeżeli poziom PKB *per capita* będzie rósł, a wraz z nim będzie zwiększał się poziom oszczędności.

Wydaje się wielce uzasadnione, aby przy rozważaniach na temat optymalnego modelu systemu finansowego we współczesnej gospodarce (autorka proponuje mówić raczej o rozwiniętym systemie finansowym) zawsze mieć na uwadze następujące elementy, które powinny wchodzić w skład rozwiniętego systemu finansowego:

- 1) przejrzystość i jasny system ogłaszania informacji o firmie,
- 2) respektowanie praw mniejszościowych inwestorów,
- 3) skuteczny system prawny egzekwujący prawa wynikające z zawieranych kontraktów,
- 4) nadzór nad rynkiem finansowym chroniący prawa uczestników transakcji oraz zapewniający bezpieczeństwo dla lokowanych kapitałów na rynku finansowym.

Powyżej wymienione elementy z pewnością nie wyczerpują wszystkich warunków powstania i funkcjonowania „optymalnego systemu finansowego”. Wskazują jedynie na kierunek, w jakim podążać powinny polityki gospodarcze państw, aby ich systemy finansowe były rozwinięte. Rozwój systemów finansowych, w tym szczególnie rozwój bankowości inwestycyjnej, może stać się gwarancją szybszego tempa rozwoju gospodarczego gospodarek rynkowych. W dalszej części opracowania podjęto badania w celu m.in. nakreślenia kierunku, w jakim powinna zmierzać polityka gospodarcza w Polsce w obszarze rozwoju finansowego. W ramach rozwoju finansowego szczególnie duży nacisk kładziony jest na rozwój usług bankowości inwestycyjnej, jako czynnik determinujący rozwój gospodarczy współczesnych gospodarek rynkowych.

1.4. Przemiany w międzynarodowym systemie finansowym

Za główną przyczynę istnienia licznych definicji można uznać dynamiczny rozwój usług bankowości inwestycyjnej. Współcześnie największy wpływ na to mają następujące czynniki:

- a) dynamiczny rozwój instrumentów finansowych,
- b) rozwój technik zawierania transakcji dzięki m.in. rozwojowi nowoczesnych technologii,
- c) globalizacja rynków finansowych,

- d) liberalizacja,
- e) procesy sekurytyzacyjne,
- f) odpośredniczenie.

1.4.1. Globalizacja

W badaniach nad systemami finansowymi i ich rozwojem istotne miejsce zajmuje zjawisko globalizacji, w efekcie którego następuje integracja krajowych systemów finansowych. Globalizacja, jak twierdzi M. Dąbrowski, to nic innego, jak szybko postępująca integracja dotąd odrębnych krajowych rynków finansowych w jeden rynek ogólnoświatowy. Według autora

do pewnego stopnia jest ona związana ze wzrostem światowego handlu towarami i usługami, od kilku dziesięcioleci wyprzedzającego wzrost PKB w skali globu, a także z pogłębiającą się specjalizacją i skomplikowaniem tych obrotów.

Innym elementem, na który należy, według autora, zwrócić uwagę, jest konieczność uwzględnienia specyficznych czynników regulacyjnych i technicznych, związanych z przepływami finansowymi. Jednym z tych czynników jest szybko postępująca liberalizacja obrotów kapitałowych nie tylko w krajach wysoko rozwiniętych, ale i w krajach rozwijających się¹⁰⁸.

Innym czynnikiem odgrywającym znamienne rolę w dokonującym się procesie globalizacji jest postęp techniczny. Rozwój techniki komputerowej, informatyki, telekomunikacji itp. umożliwia dokonywanie transakcji w skali całego globu w ciągu kilku sekund dzięki szybkiemu zdobywaniu, gromadzeniu oraz przetwarzaniu informacji o poszczególnych rynkach. Czynniki techniczne pozwalają zrozumieć, dlaczego integracja międzynarodowego rynku finansowego następuje szybciej niż integracja międzynarodowych rynków towarowych¹⁰⁹. A zatem można uznać, że globalizacja rynków finansowych jest elementem szerszego zjawiska, którym jest globalizacja gospodarek narodowych.

Podobnie do opinii wyrażanej przez M. Dąbrowskiego ustosunkowuje się L. Oręziak. Według autorki globalizacja nie jest zjawiskiem nowym, gdyż zaczęła być widoczna już w wieku XIX i rozszerza się wraz ze wzrostem udziału handlu zagranicznego w dochodzie narodowym krajów

108 M. Dąbrowski, *Czy należy się bać globalizacji rynków finansowych*, [w:] *Globalizacja rynków finansowych*, „Zeszyty PBR-CASE” [Warszawa] 1998, nr 35.

109 *Ibidem*, s. 7–8.

uczestniczących w wymianie międzynarodowej, nasileniem się fali migracji między krajami i kontynentami oraz zwiększeniem międzynarodowego przepływu kapitału w obrocie międzynarodowym¹¹⁰.

Efektom procesu globalizacji może się okazać sytuacja, w której funkcje systemu finansowego oraz podstawowe charakterystyki jego struktury generalnie są takie same w pojedynczym kraju, jak i w grupie krajów ściśle powiązanych ze sobą gospodarczo i finansowo. Istota ekonomiczna oraz podstawowe cechy opisywanych systemów finansowych nie ulegają zmianie, a globalizacja i umiędzynarodowienie przyczyniają się do ich rozwoju.

Kwintesencją powyższych podejść do definicji zjawiska globalizacji niech będzie określenie organizacji OECD:

globalizacja jest procesem, w wyniku którego rynki krajowe oraz procesy wytwórcze stają się bardziej powiązane poprzez wymianę towarów i usług oraz przepływ kapitałów oraz technologii¹¹¹.

Z kolei L. Oręziak wymienia wiele czynników leżących u podstaw globalizacji rynków finansowych, z których za najważniejsze uznaje globalizację gospodarek krajowych, liberalizację krajowych rynków finansowych i związaną z tym rosnącą konkurencją między instytucjami finansowymi oraz rozwój nowoczesnych technologii informatycznych i telekomunikacyjnych.

Według autorki, przejawami procesu globalizacji mogą być następujące elementy:

- zmiany w strukturze krajowych i międzynarodowych rynków finansowych, a w szczególności zmniejszenie roli banków jako pośredników i konieczność ich większego zaangażowania w sferze inwestycyjnej w wyniku zwiększonej aktywności instytucji niebankowych w przyciąganiu dostępnych na rynku oszczędności,
- wzrost znaczenia inwestorów instytucjonalnych (towarzystw ubezpieczeniowych, funduszy inwestycyjnych, funduszy emerytalnych).

Globalizacja rynków finansowych niesie ze sobą znaczne korzyści zarówno dla gospodarek poszczególnych krajów, jak i dla inwestorów oraz podmiotów poszukujących dodatkowych źródeł finansowania. Z drugiej jednak strony wiąże się z nią dodatkowe ryzyko dla uczestników rynku i nowe wyzwania dla instytucji odpowiedzialnych za kształtowanie polityki gospodarczej.

110 L. Oręziak, *Globalizacja rynków finansowych*, [w:] *Globalizacja od A do Z*, NBP, Warszawa 2004.

111 *Ibidem*, s. 155.

1.4.2. Liberalizacja

Najwęższym ujęciem liberalizacji jest określenie jej jako procesu likwidowania ograniczeń lub nawet eliminowania administracyjnej kontroli i prawnych reguł funkcjonowania określonego sektora i firm do niego należących¹¹².

W odniesieniu do rynków finansowych oznacza ona zagwarantowanie swobody dokonywania transakcji finansowych między przedsiębiorstwami rezydującymi w różnych krajach, czyli zniesienie ograniczeń i kontroli administracyjnej w stosunku do transakcji finansowych dokonywanych transgranicznie¹¹³.

Liberalizacja nie oznacza jednak braku wszelkiej kontroli nad poczynaniami podmiotów gospodarczych. Uregulowania międzynarodowe dotyczące dokonywania transakcji finansowych pomiędzy podmiotami krajowymi i zagranicznymi dopuszczają stosowanie ograniczeń w ściśle określonych sytuacjach wynikających na przykład z konieczności utrzymywania porządku publicznego lub ochrony bezpieczeństwa.

Liberalizacja krajowych rynków finansowych obejmowała przede wszystkim zmniejszenie ograniczeń w funkcjonowaniu krajowych instytucji finansowych. W wielu krajach zmieniły się regulacje odnoszące się do zakresu usług, które mogą być świadczone przez instytucje finansowe. Istniejące instytucje uzyskały możliwość świadczenia nowych usług. W związku z powyższym powstały warunki do wzrostu aktywności niebankowych instytucji finansowych, jak np. banków inwestycyjnych, firm działających w obszarze *asset management*, funduszy inwestycyjnych, firm ubezpieczeniowych. Wart uwagi jest fakt, że efektem zachodzącej liberalizacji stało się zwiększenie dostępu zagranicznych instytucji finansowych do rynków krajowych. Jednak bez swobodnego przepływu kapitału w obrocie międzynarodowym faktycznie niemożliwa byłaby liberalizacja krajowych rynków finansowych. Instytucje finansowe, nie dysponując pełnymi możliwościami realizacji transakcji kapitałowych nie mogłyby na większą skalę rozwinąć swojej aktywności na różnych rynkach¹¹⁴.

112 J. Kulawik, *Deregulacja systemów bankowych w wybranych krajach*, „Bank i Kredyt” [Warszawa, NBP] 2004, nr 8.

113 E. Sadowska-Cieślak, *Liberalizacja polskiego sektora finansowego – wyzwanie i szansa*, [w:] *Przygotowanie polskiego systemu bankowego do liberalizacji rynków kapitałowych*, „Zeszyty PBR-CASE” [Warszawa] 1998, nr 37.

114 L. Oręziak, *Globalizacja...*, s. 157–158.

1.4.3. Procesy sekurytyzacyjne

Sekurytyzacja (*securitisation*) polega na pozyskiwaniu kapitałów poprzez emisję papierów wartościowych pod istniejące lub przyszłe wierzytelności. Inaczej mówiąc proces sekurytyzacji odnosi się do selekcji oraz grupowania pewnych aktywów lub strumieni ich płatności, szacowania ich ryzyka oraz emisji papierów wartościowych opartej na tych aktywach (*Asset Backed Securities – ABS*)¹¹⁵. Aranżerem sekurytyzacji może być przedsiębiorstwo lub organ publiczny, który sprzedaje nie płynne aktywa specjalnie do tego celu powołanemu podmiotowi, tzw. spółce specjalnego przeznaczenia (*Special Purpose Vehicle – SPV*). Spółka ta emituje papiery wartościowe na rynku finansowym, a ich zabezpieczeniem są aktywa zgromadzone oraz odpowiednio pogrupowane pod względem ich jakości. Jest istotne, ze względu na ryzyko towarzyszące spłacie wierzytelności z tych aktywów, co w dalszej kolejności determinuje oprocentowanie wyemitowanych papierów wartościowych. Generalnie, im mniejsze ryzyko towarzyszy sekurytyzowanym aktywom, tym niższa stopa zwrotu możliwa do uzyskania przez inwestora, ale z drugiej strony niższe oprocentowanie, jakie winno być zapłacone nabywcom tych papierów w momencie nadejścia ich terminu wykupu.

Przedmiotem sekurytyzacji mogą być teoretycznie wszystkie składniki majątku mające jakąkolwiek wartość i generalnie w przyszłości dające się przewidzieć przepływy pieniężne. Należą do nich m.in. wierzytelności wynikające z umów pożyczki, kredytu, leasingu, należności handlowych przedsiębiorstw oraz należności z tytułu składek ubezpieczeniowych, kart kredytowych, a nawet rachunków telefonicznych.

1.4.4. Odpośredniczenie

W literaturze przedmiotu proces, w wyniku którego następuje spadek znaczenia banków jako instytucji pośrednictwa finansowego, określa się mianem dezintermediacji (*disintermediation*). Generalnie odpośredniczenie występuje w krajach rozwiniętych gospodarczo, chociaż w gospodarkach dynamicznie się rozwijających zaczyna również nabierać coraz większego znaczenia. Ogólnie można stwierdzić, że efektem dezintermediacji jest wzrost roli finansowania przedsiębiorstw poprzez emisję papierów wartościowych i zmniejszenie się roli kredytów bankowych jako źródła funduszy. Banki komercyjne poszukując nowych źródeł dochodów rekom-

115 W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005.

pensujących im spadek dochodów z tradycyjnej działalności bankowej, dynamicznie angażują się w działalność na rynku papierów wartościowych. Odważnie wkraczają w obszar zawładnięty przez dotychczasowych uczestników rynku papierów wartościowych oferując w ramach świadczonych usług m.in. aktywny udział w obrocie papierami wartościowymi zarówno na rachunek własny, jak i na rachunek klienta; zarządzanie aktywami klientów w ramach *asset management*; pomoc przedsiębiorstwom w pozyskiwaniu kapitałów na rozwój poprzez usługi konsultingowe oraz organizowanie emisji papierów wartościowych na rynku finansowym¹¹⁶.

Odchodzenie firm od pozyskiwania środków finansowych poprzez pośredników finansowych dotyczy przede wszystkim dużych korporacji. Te przedsiębiorstwa wykorzystują ekonomię skali w zakresie wartości mobilizowanych kapitałów przy relatywnie niższym koszcie w stosunku do oferty kredytowej banków depozytowo-kredytowych. Małe i średnie firmy oraz podmioty indywidualne nie odnoszą korzyści z pozyskania kapitałów bezpośrednio na rynku finansowym ze względu na stosunkowo wysokie koszty w relacji do zgłaszanego zapotrzebowania na te kapitały.

Procesowi dezintermediacji sprzyjają także reguły ostrożnościowe nałożone na banki komercyjne, do których przestrzegania są one zobowiązane¹¹⁷. Skutkiem zmniejszenia się roli banków jako źródeł finansowania realizacji projektów inwestycyjnych firm może być wzrost ich aktywności w obszarze innych usług finansowych, jak np. organizowanie i plasowanie papierów wartościowych na rynku. Można zatem stwierdzić, że o ile maleje rola banków komercyjnych jako pośredników finansowych, o tyle wraść będzie ich rola pomocnicza¹¹⁸.

Podstawowym czynnikiem, który przyczynił się i nadal odgrywa dominującą rolę w poszukiwaniu przez banki nowych obszarów działania, jest rosnąca konkurencja ze strony niebankowych instytucji finansowych. Instytucje te oferują podmiotom posiadającym nadwyżki finansowe alternatywne instrumenty finansowe w stosunku do tradycyjnych instrumentów bankowych. Inwestorzy instytucjonalni gromadzą w swoich portfelach stosunkowo duże aktywa, które powinny zostać zagospodarowane w taki sposób, aby rentowność z zainwestowanych kapitałów była konkurencyjna w stosunku do stopy zysku możliwej do uzyskania z inwestycji w produkty bankowe. W rezultacie efektem zaangażowania

116 L. Oręziak, *Globalizacja...*, s. 159–160.

117 I. Bujnowicz, *Przegląd koncepcji nadzoru nad konglomeratami finansowymi w świetle Nowej Umowy Kapitałowej*, Wyd. Łódzkie Towarzystwo Naukowe, Łódź 2003.

118 B. KołECKA, *Bankowość inwestycyjna w procesie integracji Polski z Unią Europejską oraz systemem gospodarki globalnej*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 2003.

inwestorów instytucjonalnych na rynku finansowym jest rosnąca podaż środków finansowych, dzięki którym możliwe jest realizowanie projektów inwestycyjnych, które z kolei przyczyniać się powinny do podniesienia stopy wzrostu gospodarczego.

Podsumowanie

Celem rozważań podjętych w rozdziale była prezentacja podstawowych pojęć, które stanowią punkt wyjścia dalszych rozważań. Przemiany zachodzące na rynkach finansowych oraz funkcje przez nie pełnione podlegają ciągłej ewolucji. Ten proces nie jest jeszcze zakończony. W miejsce tradycyjnych systemów finansowych – zorientowanego bankowo oraz zorientowanego na rynki papierów wartościowych – powstają rozwiązania hybrydowe łączące elementy obu modeli. Czy zatem można mówić o powstawaniu optymalnego modelu systemu finansowego? Według autorki opracowania na obecnym, wstępnym poziomie poznawczym tematyki z tym związanej nie jest możliwe zdefiniowanie optymalnego modelu systemu finansowego. Ze względu na fakt, że różne czynniki determinują rozwój poszczególnych gospodarek, powinno się raczej wskazywać na ścieżki rozwoju systemów finansowych, którymi muszą one podążać, aby wspierać rozwój gospodarczy, niż określać ramy, w jakich winien się on zawierać.

Istotne jest, aby w globalizującym się świecie promować te rozwiązania, które na podstawie doświadczeń innych państw przyczyniły się do ich rozwoju. W ramach prowadzonej w Polsce polityki gospodarczej warto zainicjować te działania, które pozwolą na intensywny rozwój usług bankowości inwestycyjnej. Jednym z tego warunków jest jednak określenie miejsca bankowości inwestycyjnej w gospodarce, która przechodzi transformację systemową i nie ma tradycji świadczenia tego typu usług.

Miejsce bankowości inwestycyjnej w poszczególnych systemach finansowych nie oznacza, że usługi z nią związane są zarezerwowane dla systemu zorientowanego na rynki papierów wartościowych. Rozwój tych usług może następować także w systemie, w którym dominują banki uniwersalne jako pośrednicy między podmiotami posiadającymi nadwyżki wolnych środków finansowych a podmiotami zgłaszającymi na nie zapotrzebowanie. W następnych rozdziałach podjęta została próba identyfikacji czynników wysokiego stopnia rozwoju gospodarczego wybranych państw. Badane są zależności między rozwojem finansowym i rozwojem gospodarczym, ze szczególnym uwzględnieniem usług bankowości inwestycyjnej i roli jaką odgrywały w rozwoju finansowym i gospodarczym.

Rozdział 2

Bankowość inwestycyjna w gospodarce rynkowej – geneza, znaczenie i stan rozwoju w wybranych krajach

2.1. Istota i miejsce bankowości inwestycyjnej w systemach finansowych – przegląd definicji

Początki rozkwitu bankowości inwestycyjnej (*investment banking*) przypadają na przełom wieków XVIII i XIX, a największy i najszybszy okres jej rozwoju przypisać można Stanom Zjednoczonym AP. Bankowość inwestycyjna¹ swoimi korzeniami sięga Europy wieku XVIII. Za jej ojczyznę uznaje się Anglię. Pod koniec wieku XVIII w Anglii powstał zorganizowany rynek weksli i udziałów oraz stworzono funkcję pośrednika na rynku finansowym. Najważniejsze firmy dokonujące tych transakcji, takie jak James Morgan, Walter Boyd czy The Barings, dysponowały znacznym kapitałem i nabywając emisje na własny rachunek umożliwiały szybszy rozwój rynku. Zysk był realizowany przez późniejszą sprzedaż weksli i udziałów po wyższej cenie. Pośrednicy byli pozytywnie postrzegani przez innych uczestników rynku, gdyż ograniczali ryzyko niepowodzenia emisji oraz zapewniali stabilizację na rynku wtórnym. Współczesne usługi animowania rynku (*market making*) czy gwarantowania emisji (*underwriting*) mają swoje źródło w działalności angielskich firm finansowych wieku XVIII. Firmy angielskie były także aktywne na powstających rynkach kapitałowych Europy kontynentalnej, a ewolucja rynku angielskiego i europejskiego doprowadziła do powstania pierwszych firm bankowości inwestycyjnej.

Pomimo że w literaturze przedmiotu oraz potocznie używa się terminu „bank”, to faktycznie bank inwestycyjny nim nie jest. Nie przyjmuje on depozytów ani nie udziela kredytów, czyli nie wykonuje tych

1 R. Walkiewicz, *Bankowość inwestycyjna*, Poltext, Warszawa 2001.

czynności, które wykonuje bank komercyjny. W dyrektywach Unii Europejskiej używa się pojęcia firma inwestycyjna zamiast bank inwestycyjny, w odróżnieniu od instytucji kredytowych pełniących funkcje banków komercyjnych. W krajach takich, jak USA, Kanada czy Wielka Brytania występuje termin bank inwestycyjny.

Pojęcie banku inwestycyjnego (*investment bank*) oznacza instytucję finansową, natomiast bankowość inwestycyjna jest wyrazem spełniania określonych funkcji przez tę instytucję lub inne specjalistyczne instytucje rynku kapitałowego na rzecz przedsiębiorstw, rządów państw, instytucji publicznych, inwestorów indywidualnych, *etc.* Specyfika banku inwestycyjnego określana jest przez trzy podstawowe elementy:

- a) rodzaj wykonywanych funkcji,
- b) sposób ich realizacji,
- c) charakter uzyskiwanych z tego tytułu dochodów.

Cechą charakterystyczną banków inwestycyjnych jest to, że zawsze potrafiły one dobrze wykorzystać zmiany zachodzące w gospodarce dla swojego rozwoju. Osiągają to dzięki swoim podstawowym aktywom, jakimi są ludzie, a następnie majątek trwały oraz organizacja. Pracownicy banków inwestycyjnych bardzo szybko dostosowują się do zmian, co więcej, bardzo często sami je generują. Dzięki temu banki inwestycyjne potrafią rozszerzyć zakres swej działalności zarówno pod względem geograficznym, jak i przedmiotowym. Jest to rynek bardzo konkurencyjny, na którym szybkość działania jest najbardziej znaczącą cechą banku inwestycyjnego. We współczesnym świecie usługi bankowości inwestycyjnej są zdominowane przez banki amerykańskie, które osiągnęły tę pozycję dzięki długiej tradycji w USA, przepisom prawa, zdolnościom pracowników oraz kulturze organizacyjnej.

W literaturze przedmiotu brak jest jednolitej definicji bankowości inwestycyjnej. Najbardziej ogólnie istotę i przedmiot tej bankowości praktycy rynku kapitałowego określają jako wyszukaną formę pośrednictwa finansowego na rynku kapitałowym. Pośrednictwem zajmują się wyspecjalizowane instytucje w usługach bankowości inwestycyjnej, noszące miano banków inwestycyjnych. Funkcja pośrednictwa przejawia się w utrzymywaniu zewnętrznych związków oraz wzajemnych relacji z klientami, a także innymi instytucjami inwestycyjnymi i jest realizowana w sposób zindywidualizowany, charakterystyczny dla danej transakcji. Zgłaszające zapotrzebowanie na kapitał przedsiębiorstwa, agendy rządowe, władze lokalne czy osoby prywatne zaciągają zobowiązania przez kreację różnych rodzajów aktywów finansowych. Inwestorzy zaś wchodzi w posiadanie różnych klas instrumentów finansowych, nabywając je bezpośrednio od ich wystawców, czyli od

użytkowników kapitału, bądź pośrednio od instytucji pośredniczących lub nabywając instrumenty już znajdujące się w obrocie na rynku wtórnym².

Charakterystyczne dla gospodarki rynkowej mechanizmy popytu i podaży również odnoszą się do rynku usług bankowości inwestycyjnej. Dzięki nim następuje optymalna alokacja kapitału po cenie określonej jako koszt kapitału od podmiotów posiadających nadwyżkę oszczędności do podmiotów zgłaszających ich niedobór. Każda transakcja ma swoją specyfikę, tzn. nie zdarza się, aby charakter dwóch transakcji był identyczny. Odmienność każdej operacji decyduje o pozycji i dochodach banku inwestycyjnego³. Ze względu na niepowtarzalność transakcji, nie istnieją w tym zakresie żadne jednolicie ustalone taryfy. Wynagrodzenie za świadczenie usług jest ściśle uzależnione od stopnia ich skomplikowania.

W systemie anglosaskim banki inwestycyjne prowadzą działalność głównie w trzech obszarach⁴. Pierwszy z nich to tzw. *Securities*, obejmujący działalność maklerską, brokerską i dealerską na rynkach akcji, papierów dłużnych oraz instrumentów pochodnych, a także gwarantowanie emisji wyżej wymienionych papierów, jak również tworzenie syndykatów emisyjnych. Drugim obszarem jest *Asset Management*, czyli zarządzanie aktywami, trzeci zaś obszar to *Corporate Finance*⁵. Najbardziej rozbudowaną dziedziną *Corporate Finance* są fuzje i przejęcia (*Mergers and Acquisitions*). W kontynentalnym modelu bankowości inwestycyjnej do wyżej wymienionych obszarów dochodzi jeszcze udzielanie długoterminowych kredytów inwestycyjnych oraz działalność na rynku kapitałowym na własny rachunek⁶.

Zatem bankowość inwestycyjna w tradycyjnym ujęciu utożsamiana jest głównie z pośrednictwem pomiędzy emitentami papierów wartościowych a inwestorami, czyli z przeprowadzaniem i gwarantowaniem emisji papierów wartościowych (*underwriting*) oraz utrzymywaniem płynności na rynku wtórnym tych papierów wartościowych (*market making*). We współczesnym świecie, w dobie globalizacji rynków finansowych, przed

2 J. Konieczny, *Bankowość inwestycyjna na świecie i w Polsce*, Olympos, Warszawa 1996, s. 13.

3 *Ibidem*, s. 119.

4 K. Czerkas, R. Oppenheim, *Banki inwestycyjne. Nowe spojrzenie na restrukturyzację finansową i prywatyzację*, OLYMPUS, Centrum Edukacji i Rozwoju Biznesu, Warszawa 1993, s. 9–10.

5 Wbrew dosłownemu tłumaczeniu *corporate finance* nie funkcjonuje w obszarze bankowości inwestycyjnej jako nauka o finansach przedsiębiorstw, ale jako sztuka finansowania przedsiębiorstw na rynku finansowym.

6 M. Lubieniecki, *Bankowość inwestycyjna w Polsce*, Dodatek Specjalny, „Nowa Europa” [Warszawa] 1995, nr 1.

którymi stoją nowe wyzwania, powstają nowe instrumenty finansowe niezbędne do wykonywania tychże zadań, powyższa definicja wydaje się niewystarczająca. Dlatego też definicja bankowości inwestycyjnej powinna być szerzej ujęta, aczkolwiek wbrew oczekiwaniom nie jest to łatwe zadanie. W krajach o wysoko rozwiniętych strukturach rynku kapitałowego bardzo szeroko, by nie rzec swobodnie, używa się pojęcia bankowości inwestycyjnej. W związku z tym, doprecyzowania wymaga wszystko to, co kryje się pod tym pojęciem.

Zatem jedna definicja jest stosowana w zasadzie do momentu, gdy nie zajdą jakieś zmiany na rynku, ulega więc dezaktualizacji, po czym zostaje zastąpiona kolejną. W związku z tym bardziej adekwatne do świadczonych usług w obszarze bankowości inwestycyjnej jest jej współczesne ujęcie, którego istota sprowadza się do podziału według kryterium instytucjonalnego i funkcjonalnego.

2.1.1. Pojęcie usług bankowości inwestycyjnej

Według J. Marshalla i M. E. Ellisa⁷ bankowość inwestycyjna w ujęciu funkcjonalnym jest tym wszystkim, czym zajmują się banki inwestycyjne. Bardzo ogólne ujęcie tej kwestii oddaje uniwersalizm i elastyczność dostosowywania się tego segmentu rynku do zmieniających się warunków otoczenia. Pragmatyzm zawarty w pojęciu zostaje uwypuklony, gdy mowa jest o obszarach (*functional areas*), w których spełniane są funkcje *investment banking*⁸.

W opracowaniu przyjęta zostanie definicja oddająca charakter usług, z którymi łączy się bankowość inwestycyjna. Jest ona następująca: **bankowość inwestycyjna to szereg działań wyspecjalizowanych instytucji finansowych przeprowadzanych na rynku kapitałowym lub z nim blisko związanych. Działania te obejmują emisje i sprzedaż papierów wartościowych, gwarantowanie emisji, zarządzanie aktywami, doradztwo finansowe, tworzenie i zarządzanie funduszami inwestycyjnymi, sekurytyzację, działania w zakresie fuzji i przejęć oraz operacje na rynku pieniężnym.**

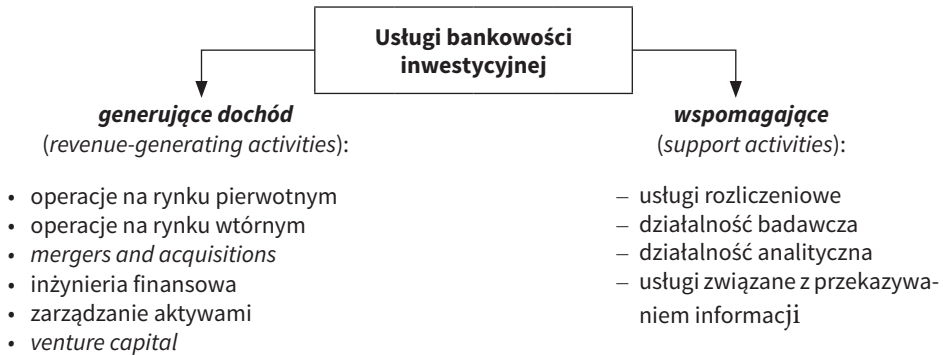
Bankowość inwestycyjna w układzie funkcjonalnym obejmuje następujące obszary:

- usługi generujące dochód,
- usługi wspomagające.

Poniżej na schemacie (por. rys. 2.1) przedstawiono podział usług bankowości inwestycyjnej według kryterium funkcjonalnego.

⁷ J. Marshall, M. E. Ellis, *Investment Banking*, Chicago 1994, s. 6.

⁸ *Ibidem*, s. 6 i nast.



Rys. 2.1. Usługi bankowości inwestycyjnej

Źródło: opracowanie własne

W ramach świadczonych usług generujących dochód wyróżnia się operacje na rynku pierwotnym (*underwriting*) i wtórnym papierów wartościowych (*trading and market making*), pozyskujące kapitał dla firm oraz władz rządowych czy lokalnych; usługi towarzyszące restrukturyzacji i prywatyzacji podmiotów gospodarujących; usługi w zakresie fuzji i przejęć (*mergers and acquisition*), wykupy firm; szeroko pojętą inżynierię finansową (*financial engineering*), do której zalicza się organizację i handel papierami wartościowymi opartymi na nie płynnych aktywach (MBS, ABS); zarządzanie projektami inwestycyjnymi; doradztwo i konsulting; zarządzanie aktywami inwestorów (*asset management*); *venture capital* oraz *private equity*. Usługi o charakterze wspomagającym obejmują z kolei działalność badawczą, usługi rozliczeniowe, działalność analityczną, a także usługi związane z przekazywaniem informacji.

Poprzez pryzmat wyżej wymienionych funkcji można dostrzec jak pojemnym pojęciem jest bankowość inwestycyjna. Niewątpliwie jedną z najbardziej charakterystycznych cech każdej z jej definicji jest nierozzerwalny związek tej bankowości z rynkiem kapitałowym i papierami wartościowymi. Zauważalny jest również o wiele silniejszy związek bankowości inwestycyjnej z klientami instytucjonalnymi niż indywidualnymi.

W opracowaniu przyjęty zostanie tradycyjnie ukształtowany podział usług bankowości inwestycyjnej. Usługi pogrupowano w trzech podstawowych segmentach:

- I. Emisje i obrót papierami wartościowymi (*Securities*),
- II. Zarządzanie aktywami (*Asset Management*) i zarządzanie ryzykiem,
- III. Doradztwo finansowe (*Corporate Finance*).

2.1.1.1. Emisje i obrót papierami wartościowymi

W ramach poszczególnych grup rozróżnić można podgrupy. Najważniejszą podgrupą jest działalność, w ramach której prowadzona jest emisja i gwarantowanie emisji papierów wartościowych (*underwriting*) przez bank inwestycyjny lub inny podmiot do tego uprawniony. *Underwriting* jest najbardziej powszechną usługą bankowości inwestycyjnej. W ramach *Securities* oprócz gwarantowania emisji papierów wartościowych wymienia się emisję oraz tworzenie konsorcjów emisyjnych dla innych podmiotów. Coraz częściej bankowość inwestycyjna wykorzystywana jest do organizowania i gwarantowania emisji papierów wartościowych na rzecz jednostek publicznych, w tym samorządów, gmin czy organizacji społecznych.

W odróżnieniu od polskiej praktyki (co się powoli zmienia) współpraca pomiędzy emitentem a przyszłym gwarantem emisji papierów wartościowych rozpoczyna się zwykle dużo wcześniej, zanim zgromadzenie akcjonariuszy podejmie decyzję o emisji⁹. Firma, razem z bankiem inwestycyjnym (*lead underwriter*), ustala szczegółowy zakres planowanych przedsięwzięć inwestycyjnych, które mają być sfinansowane przewidywaną emisją. Po ustaleniu programu inwestycyjnego i palety instrumentów jego finansowania bank inwestycyjny wspomaga proces ustalania takich parametrów, jak optymalna cena emisyjna czy liczba emitowanych papierów – proces badania rynku potencjalnych inwestorów oraz wstępnego plasowania emisji realizowany jest przez bank na podstawie umowy o gwarantowaniu emisji. Wyróżnia się trzy podstawowe rodzaje zabezpieczenia emisji przed ryzykiem niedojścia jej do skutku¹⁰:

- zasadę starannego działania (*best effort*),
- objęcie papierów wartościowych przez gwaranta i sprzedaż na rynku,
- wspomagającą linię kredytową.

Zasada starannego działania nakłada na agenta emisji (np. dom maklerski) obowiązek dołożenia wszelkich starań w celu sprzedaży papierów wartościowych spółki po jak najlepszej cenie. Agent emisji nie ma obowiązku zakupu papierów na własny rachunek, gdyby wystąpiły jakiegokolwiek problemy ze sprzedażą ich na rynku.

W przypadku nabywania i sprzedaży na tzw. własną pozycję papierów wartościowych na rynku publicznym oznacza to realizację we własnym imieniu i na własny rachunek procesu pośrednictwa przy sprzedaży in-

9 Ł. Gębski, *Szybszy pieniądz. Bankowość inwestycyjna – czym jest naprawdę?*, „Parkiet”, wkładka nr 10, s. 4–6.

10 Więcej zob. w: M. Stradomski, *Zarządzanie strukturą zadłużenia przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2004.

strumentów (*commitment agreement*). W takiej sytuacji agentem emisji oraz gwarantem może być ten sam podmiot.

Gwarantowanie emisji ze wspomagającą linią kredytową oznacza, że w przypadku niepowodzenia emisji umowa zawarta na takich zasadach gwarantuje emitentowi środki finansowe ze specjalnie założonej linii kredytowej. Metoda ta jest najczęściej stosowana w przypadku organizowania krótkoterminowych papierów dłużnych KPD (*commercial papers*).

Przedsiębiorstwo podejmując decyzję odnośnie do notowania na rynku publicznym lub plasowania kolejnej transzy papierów wartościowych powinno opracować optymalny, a zarazem zgodny ze specyfiką prowadzonej działalności plan. Nie istnieje jedna uniwersalna recepta na strukturę finansowania firm. Uwarunkowane jest to wieloma czynnikami. W praktyce pojawia się często pogląd, że najlepsza struktura finansowania inwestycji to struktura najtańsza. W literaturze przedmiotu pojawiają się przykłady na to, że analiza dotycząca planowanych przedsięwzięć uwzględniać powinna oprócz kosztu kapitału inne aspekty, np. jakościowe czy uwarunkowania kulturowe i polityczne.

Poniżej, w tabeli 2.1, przedstawiono cechy charakterystyczne wybranych źródeł finansowania.

Tabela 2.1
Charakterystyczne cechy i odpowiadające im formy finansowania

Cecha charakterystyczna	Formy finansowania		
	<i>kredyt bankowy</i>	<i>emisja prywatna</i>	<i>emisja publiczna</i>
Termin wymagalności	krótki	średni i długi	długi
Oprocentowanie	zmienne	stałe	stałe
Wartość emisji	mała	średnia-duża	duża
Emitent	mały	średni-duży	duży
Poziom ryzyka	wysoki	średni	niski
Klauzule zabezpieczające	duża liczba; restrykcyjne	średnia liczba; mało restrykcyjne	mała liczba
Zabezpieczenie	częste	rzadkie	bardzo rzadkie
Renegocjacja	częsta	rzadka	bardzo rzadka
Poziom monitoringu	wysoki	średni	bardzo niski
Płynność obrotu	niska	niska	wysoka
Pożyczkodawcy	banki	towarzystwa ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne	zróźnicowani
Znaczenie reputacji emitenta	istotne	bardzo istotne	mało istotne

Źródło: M. Stradomski, *Zarządzanie strukturą zadłużenia przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2004, s. 117.

W tabeli autor uwzględnił wiele cech, które wydają się raczej pożądane przy wyborze sposobu finansowania przez firmę niż oparte na faktycznie zawieranych transakcjach¹¹. Analiza historii gospodarczej z zakresu finansów ostatnich trzydziestu lat dostarcza wielu przykładów na to, że np. poziom monitoringu powadzonego przez banki nie był wysoki. Banki w Japonii w latach 90. ubiegłego wieku udzielały masowo kredytów bez efektywnego monitoringu, co doprowadziło w niedługim czasie do kryzysu systemów finansowych wielu krajów. Wydaje się również wątpliwe, aby znaczenie reputacji emitenta przy emisjach publicznych było mało istotne. Zwykle rzecz się ma nieco inaczej, na rynku publicznym właśnie opinia o emittencie rozpowszechniana wśród inwestorów oraz podawana przez media publicznie w dużej mierze stanowi o potencjalnym sukcesie lub porażce transakcji.

Międzynarodowy rynek *underwritingu* zdominowany jest przez największe światowe banki inwestycyjne, co pokazane zostało w poniższej tabeli (tab. 2.2).

Z wstępnej analizy danych zawartych w tabeli można wywnioskować, że najbardziej aktywnymi *underwriterami* według kryterium wartości wyemitowanych IPO w latach 2002 i 2004 były następujące banki inwestycyjne: Merrill Lynch, Morgan Stanley, CS First Boston, Goldman Sachs & Co. Można jednakże zauważyć pewną zależność, wedle której z roku na rok, w miarę jak spadała wartość przeprowadzanych emisji na rynku pierwotnym IPO, wzrastała liczba przeprowadzanych emisji, co w konsekwencji wpłynęło na coraz mniejsze średnie wartości transakcji gwarantowania IPO. Spośród wymienionych czołowych *lead underwriterów*, największą średnią wartość emisyjną transakcji zanotował Morgan Stanley w 2002 r. (869,3 mln dol.), tuż za nim uplasował się Merrill Lynch (średnia wartość 640 mln dol.). W 2004 r. średnia wartość emisji wyniosła 229,3 mln dol. i dotyczyła banku Goldman Sachs & Co. (przy wartości emisji ogółem wynoszącej 6420 mld dol.), za nim na drugim miejscu pod względem średniej wartości gwarantowanych IPO znalazł się Morgan Stanley osiągając średnio na jedną transakcję wartość 198,3 mln dol.

Warto jeszcze zauważyć, że ogólnie w przeciągu tych dwóch lat najwyższa wartość przeprowadzanych transakcji IPO spadła o połowę, tj. z 12 801 mld dol. w 2002 r. (Merrill Lynch) do 6420,6 mld dol. w 2004 r. (Goldman Sachs & Co.). Na podstawie powyższych danych statystycznych nazbyt pochopny może się wydać jednoznaczny wniosek odnośnie do kurczącego się rynku IPO i tym samym zmniejszania się w tym

11 W dalszej części książki znajduje się wiele interesujących przykładów badań, które potwierdzają lub podają w wątpliwość niektóre cechy wymienionych sposobów finansowania.

Tabela 2.2

Lista *lead underwriterów** oraz wartość ogółem IPO¹² w świecie oraz liczba przeprowadzonych emisji IPO w latach 2002 i 2004

Lead underwriter	2002			2004		
	Wartość emisji IPO w mld USD	Liczba emisji IPO w roku	Lead underwriter	Wartość emisji IPO w mld USD	Liczba emisji IPO w roku	
1 Merrill Lynch	12 801,0	20	1 Goldman Sachs & Co.	6 420,6	28	
2 Morgan Stanley	12 169,7	14	2 Morgan Stanley	3 966,5	20	
3 Salomon Smith Barney	10 932,8	23	3 CS First Boston	2 572,8	20	
4 Lehman Brothers	9 128,8	17	4 Friedman, Billings, Ramsey	2 388,5	17	
5 Goldman Sachs & Co.	8 809,7	15	5 UBS Investment Bank	2 303,3	14	
6 CS First Boston	7 408,6	24	6 Citigroup	2 264,6	14	
7 J.P. Morgan	6 174,5	18	7 Merrill Lynch	2 271,1	16	
8 Banc of America Securities LLC	5 468,6	16	8 Banc of America Securities LLC	2 173,6	12	
9 UBS Warburg	5 113,2	20	9 Lehman Brothers	1 424,5	14	
10 Bear Stearns & Co.	3 175,6	19	10 J.P. Morgan	936,0	9	
11 Deutsche Bank Securities	2 055,3	11	11 Deutsche Bank Securities	304,7	5	

* dotyczy tylko tych *underwriterów*, którzy odgrywali rolę *lead underwritera* w ofertach IPO. Tabela nie zawiera nazw firm, które występowały w roli *underwriterów*.

Źródło: opracowanie własne na podstawie www.ipomonitor.com.

12 Jest to pierwsza oferta publiczna papierów wartościowych, powszechnie nazywana (również w języku polskim) IPO (*initial public offering*).

obszarze znaczenia usług bankowości inwestycyjnej. Być może z początkiem 2005 r. poprawiająca się na świecie koniunktura mogła przysporzyć kolejnych umów gwarancji IPO. Dodatkowym czynnikiem, którym częściowo tłumaczono powyższą sytuację był wzrost dokonywanych na świecie transakcji fuzji i przejęć, co przekładało się na mniejszą liczbę podmiotów gotowych przeprowadzić emisje IPO. Nie zmienia to jednak faktu, że średnia wartość emisji z 2004 r. jest blisko czterokrotnie mniejsza od średniej transakcji z roku 2004. Zatem brak jest podstaw do wysunięcia wniosku będącego wynikiem powyższej analizy, jakoby zmniejszała się rola *underwritingu* na światowym rynku. W dalszej części opracowania przeprowadzona została pogłębiona analiza międzynarodowego systemu finansowego, ze szczególnym uwzględnieniem roli w nim usług bankowości inwestycyjnej.

W ramach usług *Securities*, poza *underwritingiem* oraz publicznym obrotem wtórnym banki inwestycyjne zajmują się planowaniem emisji i sprzedaży papierów wartościowych wybranym, wyselekcjonowanym inwestorom zarówno krajowym, jak i zagranicznym (*private placement*). *Private placement* jest sposobem pozyskiwania funduszy prywatnych inwestorów drogą niepublicznych emisji różnych typów instrumentów finansowych. Funkcję tę banki inwestycyjne spełniają zgodnie z zasadą *best effort*, oferując wybranym inwestorom bezpośrednią sprzedaż papierów wartościowych, które zwykle charakteryzują się wyższą stopą zwrotu, ale też stosunkowo wyższym ryzykiem oraz mniejszą płynnością.

Kolejną podgrupą funkcji, jakie pełni bankowość inwestycyjna, jest organizowanie emisji papierów wartościowych o podwyższonym, bardziej niż przeciętnie, ryzyku, np. obligacji śmieciowych (np. *junk bonds*). Celem emisji takich walorów może być zdobycie kapitałów na przejęcie innego podmiotu lub dokonanie restrukturyzacji firmy chylącej się ku upadkowi. W ramach pozostałych funkcji z tego segmentu usług wymienić należy również tworzenie i organizowanie emisji nowych instrumentów finansowych¹³.

2.1.1.2. Zarządzanie aktywami i zarządzanie ryzykiem

Drugim podstawowym segmentem usług bankowości inwestycyjnej, który pozostaje w obszarze tematycznym niniejszego opracowania, jest zarządzanie aktywami (*asset management*) oraz ryzykiem (*risk management*). Zasadniczo istotą wypełniania przez banki inwestycyjne tej funkcji jest zarządzanie środkami finansowymi na rachunkach inwestycyjnych klientów prywatnych, firm lub innych podmiotów (*discretionary*

13 P. S. Rose, *Zarządzanie bankiem komercyjnym. Wytwarzanie i sprzedaż usług finansowych*, t. 2, Związek Banków Polskich, Warszawa 1997, s. 286–287.

account management) oraz doradztwo finansowe (*advisory account*) dla podmiotów instytucjonalnych, np. funduszy inwestycyjnych¹⁴.

Na początku lat 80. dominującymi metodami podejmowania decyzji były kontakty osobiste i zdrowy rozsądek. Stosowano wtedy zasadę bankowości trzy–sześć–trzy, co oznacza wziąć depozyt na trzy procent, udzielić kredytu na sześć procent, a o trzeciej być na polu golfowym. Przełom stanowił gwałtowny wzrost operacji finansowych instrumentami pochodnymi. Argumenty przeciwników stosowania tych instrumentów w postaci ostrzeżeń przed niebezpiecznymi skutkami ich używania oraz próby prawnego ograniczania obrotu nie dały rezultatów. Istota działania instrumentów pochodnych polega na ograniczonym zaangażowaniu finansowym inwestorów, bez narażania na ryzyko utraty całego kapitału, dając szansę na kilkadziesiąt czy nawet kilkaset procent zysku¹⁵.

Transakcja terminowa polega na zawarciu umowy zobowiązującej sprzedającego do dostarczenia określonego co do ilości i jakości dobra, będącego jej przedmiotem, a kupującego do odbioru w ustalonym przez strony terminie i uzgodnionej cenie w chwili zawierania umowy¹⁶. Dostawa przedmiotów umowy, takich jak np. aktywa finansowe, płody rolne, surowce, metale, waluta, papiery wartościowe, może nastąpić przez fizyczne dostarczenie bądź przez rozliczenie pieniężne stron, gdy przedmiot kontraktu stanowią stopy procentowe lub indeksy giełdowe¹⁷.

Derywat jest instrumentem finansowym zbudowanym na podstawie cech konstrukcyjnych określonego aktywu bazowego, który swoją wartością rynkową determinuje wartość derywatu¹⁸. Według zasady enumeracji przedstawionej przez D. N. Chorafasa¹⁹, do derywatów zalicza się kontrakty forward, futures, opcje, transakcje wymiany *swaps*, *financial rate agreement* FRA.

W gospodarce światowej wzrosło zaangażowanie instytucji finansowych i niefinansowych (przedsiębiorstw) w operacje na derywatach²⁰, których zastosowanie miało z jednej strony zabezpieczać podmioty

14 K. Urbański, R. Walkiewicz, *Bankowość inwestycyjna w Polsce. Perspektywy rozwoju*, „Parkiet” 1995, nr 19.

15 D. Gałtarek, R. Maksymiuk, M. Krysiak, Ł. Witkowski, *Nowoczesne metody zarządzania ryzykiem finansowym*, WIG-Press, Warszawa 2001.

16 W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.

17 *Ibidem*, s. 280.

18 W. Tarczyński, M. Zwolankowski, *Inżynieria finansowa*, Placet, Warszawa 1999.

19 D. N. Chorafas, *Financial models and simulation*, McMillan Press, London 1995.

20 Oprocentowanie walut w różnych krajach jest odmienne. Jeżeli np. podmiot gospodarujący zaciągnie zobowiązanie w walucie obcej, a kurs jej będzie wzrastał, to jego zobowiązania też rosną w wyniku zwiększania się różnic kursowych, i odwrotnie.

gospodarujące przed niekorzystnymi zmianami, np. kursu walutowego²¹, a z drugiej stanowiły kolejny instrument finansowy wykorzystywany w celach spekulacyjnych.

Analiza ryzyka prowadzona w niedostatecznym zakresie oraz z wykorzystaniem niewłaściwej metodologii wzmacniać może niebezpieczeństwo nadmiernej awersji podmiotów gospodarujących czy inwestorów indywidualnych do ryzyka. Wówczas podejście do jego podejmowania lub ograniczania może okazać się nadmiernie konserwatywne. Całkowite unikanie ryzyka oraz wyjątkowa ostrożność oznaczają brak perspektyw rozwoju. Bankowość inwestycyjna wychodzi naprzeciw takim tendencjom, czego dowiodła historia tej dziedziny rynków finansowych. Nie brak jest przykładów negatywnych skutków nadmiernej spekulacji. Przykład stanowić może upadek banku Barings, którego prezesi do ostatniej chwili byli przekonani, że firma jest w dobrej kondycji. N. Leeson objąwszy stanowisko dyrektora oddziału banku w Singapurze w lipcu 1992 r., rozpoczął spekulacje na giełdzie indeksem Nikkei. Okłamał zarząd banku, twierdząc że udało mu się osiągnąć znaczne zyski i korzystając z błędów kontroli wewnętrznej banku zdobył jednocześnie możliwość prowadzenia transakcji na giełdzie w Singapurze oraz nadzorowania rachunkowości tych transakcji²². W ten sposób objął funkcje wykonawcze i kontrolne nad operacjami giełdowymi. Na koniec lutego 1995 r. całkowite straty N. Leesona wyniosły 1,3 mld dol., pochłonęły kapitały Barings i doprowadziły do niewypłacalności i upadłości banku. Fakt ten nie bez kozery stanowi sztandarowy przykład problemu nadużycia, a także coraz częściej przywoływanej asymetrii informacji.

2.1.1.3. Doradztwo finansowe i zarządzanie finansami przedsiębiorstw

Trzecim filarem, na którym opiera się filozofia funkcjonowania bankowości inwestycyjnej, jest niewątpliwie *Corporate Finance*. Istota tej funkcji sprowadza się do finansowania podmiotów gospodarujących w zakresie podejmowanych przez nie przedsięwzięć inwestycyjnych. W ramach tego obszaru usług bankowości inwestycyjnej wyróżnia się:

21 Gdy chodzi np. o należności w walucie obcej, a termin ich wpływu jest oddalony w czasie, podmiot – np. bank – udzieliwszy kredytu w obcej walucie, przewidując zmiany na rynku walut w niekorzystnym dla niego kierunku powinien zająć pozycję hedgingową, zabezpieczającą jego interes, i nie narażając deponentów na straty.

22 F. S. Mishkin, *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.

- organizowanie i przeprowadzenie operacji sekurytyzacji,
- tworzenie strategii finansowania przedsięwzięć na zasadach *project finance*,
- opracowanie strategii oraz dokonywanie transakcji fuzji i przejęć (*mergers and acquisitions*),
- organizowanie przedsięwzięć wysokiego ryzyka (*venture capital*).

Podstawowym celem zarządzania finansowego jest kształtowanie struktury strumieni płatności wynikających z posiadanych przez dany podmiot gospodarczy aktywów i pasywów. Zanim pojawiły się instrumenty pochodne zarządzanie strumieniami płatności z aktywów i pasywów nie należało do tanich i łatwych. Przedsiębiorstwo, które chciało zmienić strukturę strumieni płatności z aktywów i pasywów, musiało zmienić strukturę swojego bilansu (zakup i sprzedaż fizyczna, np. papierów wartościowych)²³.

Instrumenty pochodne stworzyły możliwość zmiany struktury bilansu bez konieczności zakupu i sprzedaży instrumentów finansowych. W związku z tym można stwierdzić, że dzięki derywatom powstały możliwości zarządzania finansowego oraz zawierania transakcji pomiędzy instytucjami operującymi dawniej w odrębnych segmentach systemu finansowego²⁴.

2.1.2. Miejsce bankowości inwestycyjnej w systemach finansowych

Rola systemu finansowego w stymulowaniu wzrostu gospodarczego i przemian strukturalnych w gospodarce jest przedmiotem sporów i rozważań licznych ekonomistów. Tezy o konieczności rozwoju systemu finansowego i jego ogniów nie kwestionują nawet ci badacze, którzy sceptycznie odnoszą się do związków między systemem finansowym i rozwojem gospodarczym. Bez wątpienia system finansowy jest ważnym elementem systemu rynkowego. Jednym z elementów dyskusji na temat związków między systemem finansowym a rozwojem gospodarczym jest wymiana poglądów dotyczących roli i miejsca bankowości inwestycyjnej we współczesnej gospodarce. Znaczenie bankowości inwestycyjnej wynika ze wzrostu funkcji, jakie rynek kapitałowy pełni i pełnić będzie w gospodarce rynkowej w czasie, gdy następuje ciągła ewolucja systemów finansowych.

23 A. Sławiński, *Terminowe rynki finansowe a polityka pieniężna*, „Materiały i Studia” [NBP, Warszawa], maj 1997, z. 66.

24 *Ibidem*, s. 17 i nast.

Bankowość inwestycyjna jest wyspecjalizowanym segmentem rynku usług finansowych, a jej podstawową funkcją jest kojarzenie poprzez mechanizmy rynkowe nadwyżek środków finansowych będących w posiadaniu podmiotów zarówno indywidualnych, jak i instytucjonalnych z tymi, którzy zgłaszają na te środki zapotrzebowanie celem sfinansowania inwestycji.

Usługi finansowe mogą być dostarczone poprzez różne formy instytucjonalne. Poniżej przedstawiono cztery możliwe do zastosowania rozwiązania strukturalne dla umiejscowienia bankowości inwestycyjnej w gospodarkach rynkowych, które syntetycznie ujęli A. Saunders i I. Walter²⁵. Wybrano rozwiązania instytucjonalne systemów finansowych według kryterium stopnia integracji usług finansowych, w tym ze szczególnym uwzględnieniem usług bankowości inwestycyjnej. Są nimi:

1. **Pełna integracja usług finansowych** (*full integrated financial services*) – opiera się na świadczeniu wszystkich usług finansowych w ramach jednego podmiotu:

Bankowość uniwersalna

działalność komercyjna	bankowość inwestycyjna	działalność ubezpieczeniowa	inne usługi finansowe
-----------------------------------	-----------------------------------	--	----------------------------------

W podejściu tym wszystkie usługi finansowe oraz produkty finansowe są świadczone w ramach jednej instytucji finansowej. Dotyczy to działalności depozytowo-kredytowej, działalności w obszarze emisji i obrotu papierami wartościowymi, zarządzania instrumentami pochodnymi, zarządzania aktywami, działalności ubezpieczeniowej czy świadczenia innych usług o charakterze finansowym lub niefinansowym.

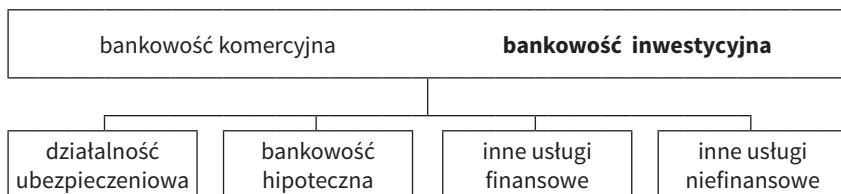
Model ten nie występuje w praktyce ze względu na różnorodne ograniczenia prawne obowiązujące w poszczególnych krajach. Powyższa struktura ma charakter teoretyczny i jest punktem wyjścia sformułowania innych pochodnych form strukturalnych. Ta koncepcja teoretyczna bez wątplenia stanowi ważny asumpt do dalszych prac nad przyszłą docelową formą instytucjonalną i funkcjonalną świadczenia usług finansowych, w szczególności usług bankowości inwestycyjnej.

2. **Bankowość inwestycyjna jako element pełnej integracji usług finansowych** (*partial financial services integration*) – wariant nie-

25 A. Saunders, I. Walter, *Universal Banking in the United States*, Oxford University Press, New York 1994, s. 85.

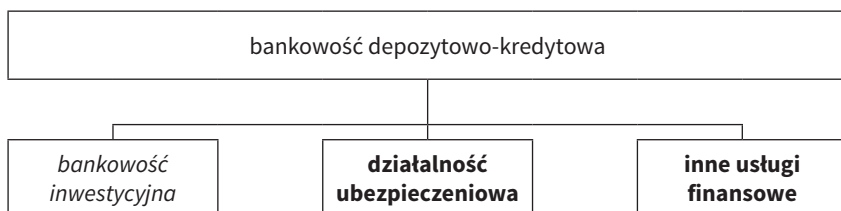
miecki. Polega on na świadczeniu usług finansowych przez jeden podmiot z zakresu bankowości depozytowo-kredytowej oraz bankowości inwestycyjnej. Inne formy usług finansowych, a także usługi ubezpieczeniowe prowadzą jednostki zależne (spółki córki) wydzielone pod względem kapitałowym. Ta forma jest najbardziej zbliżona do wyżej opisanego wariantu pełnego.

Bank uniwersalny – wariant niemiecki



Według powyższej struktury są zorganizowane wielkie banki niemieckie (*grossbanken*), takie jak Deutsche Bank, Dresdner Bank, Commerzbank oraz duże banki szwajcarskie. W Europie kontynentalnej, głównie w krajach takich, jak Francja, Hiszpania, Włochy, Holandia czy wspomniana Szwajcaria, dominującą formą działania są powyższe struktury finansowe.

3. Bankowość inwestycyjna jako spółka córka banku uniwersalnego (*investment banking activities via bank ownership*) – wariant brytyjski



W tym wariantcie bank komercyjny samodzielnie prowadzi działalność w zakresie przyjmowania depozytów i udzielania kredytów. Pozostała działalność, dotycząca ubezpieczeń czy emisji i obrotu papierami wartościowymi, wykonywana jest przez spółki córki. Ma to swoje zalety, ale rodzi też pewne niebezpieczeństwa. Jak słusznie zauważył O. Kowalewski²⁶

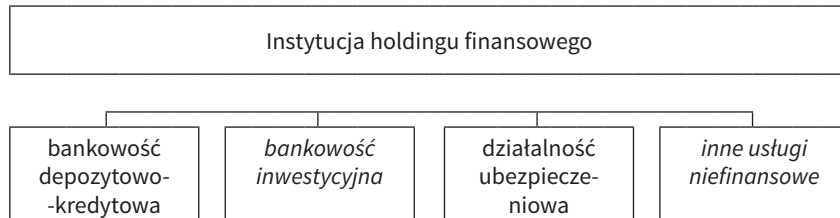
26 O. Kowalewski, *Bankowość uniwersalna. Zmiany strukturalne we współczesnych systemach bankowych*, Wyd. Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego, Warszawa 2003, s. 56.

oddzielenie działalności komercyjnej banku od pozostałych usług finansowych sprzyja zachowaniu samodzielności i charakteru specjalistycznego. Struktura ta powoduje, że ewentualne kłopoty finansowe w spółkach zależnych nie wpływają bezpośrednio na podstawową działalność banku bądź jego spółek. Z drugiej strony model ten nie wykorzystuje w pełni korzyści płynących z integracji usług finansowych w jednym podmiocie.

Taka struktura modelu występuje oprócz Wielkiej Brytanii (np. Barclay, Lloyds TBS), także w Kanadzie, Australii oraz w większości krajów azjatyckich, jednakże w poszczególnych krajach pewne elementy się od siebie różnią²⁷.

4. Bankowość inwestycyjna w ramach holdingu finansowego (*investment banking activities via a Holding Company Arrangement*) – wariant amerykański

W modelu tym poszczególne rodzaje działalności prowadzone są poprzez spółki córki w ramach holdingów finansowych. Działalność depozytowo-kredytowa prawnie oddzielona jest od działalności inwestycyjnej i nie można ich łączyć w ramach jednego podmiotu.



Model amerykański pierwotnie w swej istocie zbliżony był do rozwiązań brytyjskich, jednakże w miarę dynamicznego rozwoju rynku kapitałowego oraz w efekcie obaw o nadmierną koncentrację kapitałów, nastąpiła specjalizacja działalności banków, ich podział na komercyjne i specjalistyczne. Nastąpiło to w wyniku kryzysu ogólnoświatowego lat 30. wieku XX. W tym podejściu również rozwiązania w poszczególnych krajach różnią się od siebie.

²⁷ Przykładowo w Japonii po II wojnie światowej przyjęto rozwiązania amerykańskie, gdzie obowiązywała wówczas ścisła specjalizacja, by z czasem – w wyniku szybkiego rozwoju gospodarczego – wprowadzić rozwiązania niemieckie opierające się na silnych relacjach banków z przedsiębiorstwami.

2.2. Rozwój bankowości inwestycyjnej w wybranych krajach na tle ewolucji systemów finansowych

W tym podrozdziale dokonano opisu genezy powstania bankowości inwestycyjnej w wybranych krajach na tle rozwoju poszczególnych systemów finansowych. Opis dotyczy także istotnych (z punktu widzenia tematu opracowania) wydarzeń z historii gospodarczej tych krajów, które to wydarzenia wpłynęły na obecny kształt i stopień rozwoju bankowości inwestycyjnej. Wnioski wyciągnięte z takiej analizy okazują się przydatne, gdy rozważania dotyczą polskiej drogi rozwoju bankowości inwestycyjnej po roku 1989. Transformacja systemowa zmieniła system finansowy w Polsce, ale ten proces dotąd się nie skończył. Dlatego zasadne wydaje się, zdaniem autorki, przedstawienie wybranych uwarunkowań historycznych obecnego kształtu systemów finansowych w poszczególnych krajach oraz miejsca w nich bankowości inwestycyjnej.

2.2.1. Bankowość inwestycyjna w Stanach Zjednoczonych AP – rys historyczny

Charakterystycznymi, uwarunkowanymi historycznie, cechami²⁸ amerykańskiego systemu bankowego były: wielkie rozdrobnienie bankowości komercyjnej, polegające na istnieniu tysięcy, w większości niewielkich, banków (Bank Units System, w odróżnieniu od brytyjskiego Bank Branches System), relatywnie słaba pozycja banku centralnego i rządowy nadzór bankowy. W Stanach Zjednoczonych przez cały okres rozwoju systemu finansowego wprowadzano wiele regulacji prawnych, których celem był rozwój rynków kapitałowych. W ich zakres wchodziło w związku z tym zapewnienie wszystkim inwestorom – zarówno indywidualnym, jak i instytucjonalnym – możliwości dostępu do uczciwego i wiarygodnego rynku papierów wartościowych²⁹. Uchwalane przepisy miały na

28 W. Morawski, *Zarys powszechnej historii pieniądza i bankowości*, TRIO, Warszawa 2002, s. 250–259; K. Mackenzie, *The Banking System of Great Britain, France, Germany & United States*, London 1935, s. 191–244; K. Le Cheminant, *Colonial and Foreign Banking System*, London 1931, s. 185–202; por. też: B. Hammond, *Banks and Politics in America from the Revolution to the Civil War*, Princeton 1957; M. Friedman, A. J. Schwartz, *A monetary History of the United States 1867–1960*, Princeton 1963.

29 J. C. Francis, R. W. Taylor, *Podstawy inwestowania*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2001.

celu eliminowanie nadużyć i manipulacji cenowych, utworzono agencje i komisje federalne, których zadaniem było kontrolowanie przestrzegania owych przepisów.

Jako początki amerykańskiej bankowości inwestycyjnej³⁰ literatura przedmiotu traktuje także okres wojny secesyjnej i zorganizowanie przez Jaya Cooke'a pierwszego wielkiego syndykatu domów bankowych w celu sprzedaży ogromnej liczbie inwestorów indywidualnych obligacji rządowych wartych miliard dolarów (to wydarzenie traktowane jest jako symboliczne)³¹.

Za podstawowe przesłanki rozwoju bankowości inwestycyjnej w wieku XIX w Stanach Zjednoczonych uważa się³²:

- finansowanie infrastruktury (budowa kolei żelaznych, kanałów) i przemysłu długoterminowym kapitałem, głównie pochodzącym z banków brytyjskich, które doskonale wyspecjalizowały się w finansowaniu tego typu przedsięwzięć,
- rozwój lokalnych sieci banków oraz rozwój centrum finansowego Ameryki – Nowego Jorku,
- okres wojny secesyjnej.

Lata 1836–1863 to czas określane mianem „dzikiej bankowości” (*wild-cat banking*), w którym w amerykańskich finansach panował chaos³³. Od 1863 r. system bankowy w Stanach Zjednoczonych określić można mianem systemu dualnego. W tym samym roku, z inicjatywy S. P. Chase'a powołano do życia system banków narodowych (National Banking System)³⁴ na mocy *National Banking Act of 1863–1864*. Banki stanowe finansowały swoją działalność zdobywając fundusze poprzez przyjmowanie depozytów. Dynamiczny wzrost kapitałów banków komercyjnych powodował, że banki coraz bardziej angażowały się w emisje papierów wartościowych obsługiwane przez banki inwestycyjne. Te zaś organizowały emisje także na rynki zagraniczne. Wiele dużych pakietów papierów wartościowych, m.in. kolei żelaznych, posiadał Bank of England. Okazało się, że bankowość inwestycyjna stała się niezbędnym elementem rozwoju amerykańskiej gospodarki. Powstawały i rozwijały działalność na rynku duże banki inwestycyjne, takie jak J. P. Morgan, Kuhn-Loeb, Goldman Sachs czy Lehman Brothers.

30 Niezmiernie interesująca historia powstania i rozwoju bankowości inwestycyjnej opisana jest w: J. Konieczny, *Bankowość inwestycyjna...* oraz w R. Walkiewicz, *Bankowość inwestycyjna...*

31 J. Konieczny, *Bankowość inwestycyjna...*, s. 24.

32 *Ibidem*, s. 24.

33 *Ibidem*, s. 25 i nast.

34 W. Morawski, *Zarys powszechnej historii pieniądza...*, s. 253, na podstawie: R. Sylla, *The United State 1863–1913*, [w:] R. Cameron (ed.), *Banking and Economic Development: Some Lessons from History*, Oxford 1972.

Początek wieku XX okazał się w Ameryce Północnej okresem dynamicznego rozwoju bankowości inwestycyjnej. Wybuch I wojny światowej i wynikłe z tego ogromne zapotrzebowanie walczącej Europy na produkcję przemysłową, wywołało popyt na kapitał. Dynamizm zawładnął amerykańską gospodarką. W rękach bankierów inwestycyjnych leżały gwarantowanie i emisja papierów wartościowych. Miejscem, skąd kapitały zaczęły masowo napływać był rynek kapitałowy, na którym szczególnie w okresie boomu dość łatwo jest uplasować kolejną emisję, a popyt na papiery wartościowe wśród inwestorów wykazuje trwałą tendencję wzrostową³⁵. Firmy inwestycyjne masowo gwarantowały i prowadziły emisje papierów wartościowych. W związku z powyższym koszt, po jakim kapitał dla rozwijających się korporacji mógł być pozyskany, był stosunkowo niski. Banki inwestycyjne rozszerzały zakres swoich usług ponad gwarantowanie emisji, o doradztwo i działalność analityczną. Plasowanie zaś na rynku coraz częściej pozostawiały powstającym tam firmom brokersko-dealerskim.

Giełda nowojorska na Wall Street stała się symbolem najbardziej prężnego, liberalnego i rozwiniętego rynku papierów wartościowych na świecie w pierwszym trzydziestolecu wieku XX. Ten okres w rozwoju usług bankowości inwestycyjnej uważa się za najbardziej spektakularny w całej jej dotychczasowej historii, kładący mocne podwaliny pod jej późniejszy rozkwit.

Kryzys końca lat 20. i początku lat 30. ubiegłego wieku okazał się ostrym zwrotem w dalszym rozwoju bankowości inwestycyjnej i doprowadził do radykalnych zmian w amerykańskim systemie finansowym. Upadek około 9000 banków spowodował utratę oszczędności wielu depozytariuszy banków komercyjnych, co odbiło się na spadku zaufania do systemu finansowego³⁶. Restrukturyzacja „przemysłu finansowego” w Stanach Zjednoczonych przejawiała się w wydaniu przepisów regulujących obrót papierami wartościowymi.

35 K. Urbański, R. Walkiewicz, *Banki inwestycyjne – narodziny finansowego imperium*, „Bank” 1995, nr 7.

36 W czasie kryzysu lat 30. FED nie angażował się w wystarczający sposób w zapewnienie bankom niezbędnej płynności w sytuacji masowego wycofywania wkładów. W następnych dziesięcioleciach amerykański bank centralny starał się już nie popełniać tego błędu. Aktywna rola tej instytucji jako pożyczkodawcy ostatecznej instancji dla banków (*lender of last resort*) była szczególnie istotna w latach 80., m.in. po krachu giełdowym 19.10.1987 r., kiedy wskaźnik kursów akcji spadł o 500 punktów. Wówczas kryzys w sektorze bankowym bez wsparcia ze strony banku centralnego mógłby być znacznie bardziej dotkliwy niż był w praktyce. Na podstawie: L. Oręziak, *System bankowy Stanów Zjednoczonych – dotychczasowy rozwój i kierunki zmian*, Bankowe abc, „Bank i Kredyt” 2000, nr 4, s. 5 i 7.

Ustawa o papierach wartościowych z roku 1933 (The Securities Act of 1933) uchwalona została w Kongresie prawie bez głosów sprzeciwu. Wprowadzona w życie ustawa, znana jako „prawda o obrocie papierami wartościowymi” regulowała przede wszystkim emisje papierów wartościowych na rynku pierwotnym. Uzupełniona w roku 1934 przez *Ustawę o obrocie papierami wartościowymi (Securities Exchange Act, SEA)*, która przenosi niektóre z wymagań jawności informacyjnej, stawianych pierwotnej emisji papierów wartościowych, na emisje wtórne. Podstawowym celem tych dwóch regulacji było zobowiązanie emitentów papierów wartościowych do ujawnienia wszystkich niezbędnych informacji (*full disclosure*), które miałyby jakikolwiek wpływ na wartość emitowanych przez nich papierów wartościowych. Główne założenia ustawy z 1933 r. dotyczyły rejestracji przez bank inwestycyjny każdej nowej emisji, ale zwalniały z obowiązku rejestracji emisje wtórne. Rejestracja emisji polegała na złożeniu do Komisji Papierów Wartościowych (SEC) potwierdzonych sprawozdań finansowych oraz innych informacji o firmie. Syndykat zrzeszający gwarantów emisji musiał zapewnić każdemu potencjalnemu inwestorowi możliwość dostępu do prospektu emisyjnego.

Największe znaczenie dla rozwoju systemu bankowego w okresie New Deal w Stanach Zjednoczonych miała ustawa zgłoszona i przeforsowana przez senatora Glassa i posła Steagalla³⁷ w 1933 r. *Ustawa Bankowa – The Banking Act*, zwana ustawą Glassa–Steagalla (*The Glass–Steagall Act of 1933*), która dokonała ścisłego podziału banków na komercyjne i inwestycyjne oraz ograniczała możliwości tworzenia holdingów bankowych. Ustawa ta w założeniu miała mieć charakter antyspekulacyjny oraz chronić interes inwestorów. Pomędzy rokiem 1930 a 1933, liczba banków w Stanach Zjednoczonych spadła o 11 000, z 25 000 do 14 000³⁸. Przyczyn takiego stanu rzeczy upatruje się z jednej strony w likwidacji niektórych banków z powodu niemożności sprostania konkurencji, z drugiej w tym, że wiele małych banków zostało przejętych przez wielkie.

Bezpieczeństwo dla wkładów³⁹ miał tworzyć federalny system ubezpieczeń depozytów bankowych – Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), przynależność banków do którego była dobrowolna po dokonaniu wpłat należnych składek. FDIC wyznaczał także maksymalne pułapy oprocentowania depozytów.

37 Twórcą oraz inicjatorem reform był Carter Glass, republikański senator, przewodniczący senackiej podkomisji, a ich celem ocena amerykańskiego systemu bankowego.

38 G. J. Benston, *The Separation of Commercial and Investment Banking*, Macmillan and Department of Banking and Finance, City University Business School, London 1990.

39 Początkowo chronione były wkłady do pięciu tysięcy dolarów, ale z czasem kwotę tę kilkakrotnie podwyższano i obecnie wynosi 100 tys. dolarów.

W roku 1982 SEC przyjęła zasadę 415 (*Rule 415*), która pozwalała wielkim spółkom złożyć sprawozdanie rejestracyjne określające limit, do którego spółki mogły emitować papiery wartościowe bez konieczności ponownego ubiegania się o zgodę SEC⁴⁰.

Na mocy Reguły Q⁴¹ (*Regulation Q*) ustawa zabraniała bankom komercyjnym wypłaty oprocentowania z depozytów na rachunkach bieżących i rachunkach czekowych oraz zakazywała tym instytucjom prowadzenia działalności inwestycyjnej. Przykład stanowić może podział potężnego banku House of Morgan, którego właścicielem był finansista J. P. Morgan na dwie instytucje: Bank Morgan-Guaranty oraz Morgan-Stanley, jako specjalistyczny bank inwestycyjny.

Autorka opracowania podziela zdanie L. Oręziak, która uważa, że przepisy wynikające z *Regulation Q* były jednym z najważniejszych czynników nadzwyczaj dynamicznego rozwoju zagranicznej aktywności banków amerykańskich. Wśród autorytetów naukowych panowało powszechne niemal przekonanie, że regulacje te wprowadzono, aby ukrócić nieograniczoną konkurencyjność między bankami w wypłacaniu często niebotycznych odsetek od złożonych depozytów dla realizacji swojej polityki ekspansji na rynku papierów wartościowych. Sytuację tę przez dziesiątki lat traktowano jako jedną z przyczyn upadłości banków w okresie Wielkiego Kryzysu. Późniejsze doświadczenia nie wydawały się jednak potwierdzać tego poglądu, dlatego w 1986 r. restrykcje Reguły Q zostały zniesione.

F. S. Mishkin⁴² zauważa, że ograniczenie ekspansji banków poprawia ich konkurencyjność, chroniąc znaczną liczbę tych instytucji przed upadkiem lub przejściem. *Ustawa McFaddena (McFadden Act of 1927)*

40 Ulgi dla małych emisji oraz dla emisji prywatnej (*private offering exemption*). Według reguły A Komisji Papierów Wartościowych firma emitująca papiery o wartości mniejszej niż 1,5 mln USD rocznie może przedstawić potencjalnym nabywcom tylko tzw. ofertę obiegową, zawierającą niewielką liczbę informacji dotyczących emitenta. Z kolei z całkowitego obowiązku rejestracji zwolnione są emisje akcji oferowane małej grupie potencjalnych inwestorów, gdyż uznano ich za wystarczająco doświadczonych w alokacji kapitału. Aby dokonać inwestycji nie potrzebują zatwierdzenia danej emisji przez SEC. Mają jednak obowiązek złożenia deklaracji, że zakupione udziały będą traktowali jak inwestycje. Określa się je mianem tzw. akcji deklaracyjnych. Przepisy zabraniały takim udziałowcom odsprzedaży tych papierów przez dwa lata od dnia ich zakupu. Nie wymagały rejestracji papiery wartościowe emitowane w celach wymiany akcji będących w obrocie w przypadku fuzji lub przejścia. W roku 1972 uchwalono jednak zasadę 145 (*Rule 145*), zobowiązującą SEC do rejestracji akcji łączonych firm.

41 L. Oręziak (red.), *Bankowość inwestycyjna na świecie i w Polsce, stan obecny i tendencje rozwojowe*, Olympus, Warszawa 2000/2001, s. 49–51.

42 Por. F. S. Mishkin (ed.), *Financial Markets and Institutions*, 4th ed., Addison Wesley 2003.

dała temu wyraz zabraniając bankom otwierania oddziałów w innych stanach (*interstate branching*), jeśli władze stanowe nie wyraziły na to zgody. Mimo to istnienie tak dużej liczby banków w USA należałoby raczej uważać za oznakę niedostatecznej, nie zaś nadzwyczaj silnej konkurencyjności. Wspomniany autor wymienia skutki restrykcji wprowadzonych w latach 20. i 30. wieku XX w postaci tworzenia nowych rozwiązań o charakterze instytucjonalnym, jak i innowacji finansowych. Zmiany w otoczeniu gospodarczym stymulują instytucje finansowe do poszukiwania innowacji⁴³, które mogłyby przynosić zyski⁴⁴. W efekcie tego zaczęły powstawać bankowe spółki holdingowe, instytucje parabankowe, bankomaty, bankowe karty kredytowe i debetowe, czeku typu NOW – *negotiable order of withdrawal*, rachunki typu ATS – *automatic transfer from savings*.

Najistotniejsze znaczenie, z punktu widzenia wydzielenia bankowości inwestycyjnej, miały rozdziały (sekcje) nr 5(c), 16, 20, 21 i 32⁴⁵ w *Glass-Steagall Act*. Najważniejsze zmiany wprowadzone przez ustawę to:

- a) utworzenie federalnego systemu ubezpieczeń,
- b) określenie górnego pułapu oprocentowania depozytów,
- c) umocnienie rezerw federalnych (Bank Centralny Stanów Zjednoczonych).

W Sekcji 16 wykluczona została możliwość inwestowania przez narodowe banki komercyjne (*national banks*) oraz stanowe – należące do FED – w papiery wartościowe⁴⁶ bez regresu, na zlecenie i rachunek klienta. Zabroniono także pełnienia funkcji gwaranta lub agenta w gwarantowaniu emisji oraz dealera na rynku wtórnym. Przyzwolona w tym rozdziale została aktywność w obszarze gwarantowania rządowych papierów wartościowych lub ich agend oraz obrót nimi (tzw. kwalifikowane papiery wartościowe o ograniczonym ryzyku). Sekcja 20 *Glass-Steagall Act* zabraniała bankom zrzeszonym w Systemie Rezerwy Federalnej afiliacji z podmiotami, których podstawową działalność stanowił obrót papierami wartościowymi. Zamykało im to drogę do fuzji z bankami inwestycyjnymi⁴⁷.

43 *Ibidem*. Mishkin przyczyn pojawienia się innowacji finansowych upatruje w tym, że: a) innowacje powstają w odpowiedzi na zmianę warunków popytowych, b) innowacje powstają wskutek zmian podażyowych oraz c) są to takie innowacje, które mają na uwadze ominięcie restrykcyjnych regulacji prawnych.

44 F. S. Mishkin, *Ekonomika...*, s. 322.

45 J. Canals, *Universal Banking, International Comparisons and Theoretical Perspectives*, Oxford 1997, s. 74–76.

46 Pojęcie papier wartościowy ograniczało się do tzw. niekwalifikowanych papierów wartościowych – obligacji, papierów komercyjnych (*commercial paper*), obligacji zabezpieczonych wpływami z kredytów hipotecznych oraz obligacji zabezpieczonych wpływami z innych aktywów.

47 Por. K. Czerkas, *Bankowość inwestycyjna w systemie finansowym, wnioski dla Polski*, „Materiały i Studia” [NBP, Warszawa], sierpień 1999, z. 93.

Dzieląc działalność banków na komercyjną i inwestycyjną spowodowano usamodzielnienie się afiliowanych przy bankach ich oddziałów brokersko-dealerskich, przymusową rezygnację banków komercyjnych z działalności na rynku kapitałowym lub podział na dwie niezależne instytucje. W ten sposób stworzono warunki funkcjonowania banków inwestycyjnych, pozbawiając je konkurencji ze strony banków komercyjnych na rynku gwarantowania emisji oraz przy wtórnym obrocie papierami wartościowymi. W gestii banków komercyjnych pozostawało przyjmowanie depozytów, a także udzielanie pożyczek i kredytów. Banki miały rok na podjęcie decyzji, w jakim segmencie usług będą prowadziły swą dalszą działalność – w bankowości depozytowo-kredytowej czy inwestycyjnej⁴⁸.

Wejście w życie *Glass-Steagall Act* ograniczyło obszar działania banków komercyjnych do przyjmowania wkładów i udzielania pożyczek oraz kredytów. Miało to na celu uniknięcie konfliktu interesów związanych z jednoczesnym występowaniem z jednej strony w roli organizatora emisji papierów wartościowych, z drugiej pożyczkodawcy. W zakresie działania na rynku papierów wartościowych przyzwolono bankom komercyjnym jedynie na gwarantowanie emisji papierów rządowych oraz obligacji municypalnych, wszelkie zaś usługi, takie jak np. gwarantowanie emisji papierów wartościowych i utrzymywanie płynności na rynku papierów wartościowych⁴⁹ wchodziły w zakres działalności banków inwestycyjnych.

Zatem z perspektywy historii gospodarczej można stwierdzić, że wprowadzona w wyniku Wielkiego Kryzysu ustawa *Glass-Steagall Act* dokonała rewolucyjnego podziału usług finansowych w USA. Do lat 1929–1933 nie istniały poważne restrykcje i osobne regulacje w zakresie bankowości inwestycyjnej. Winą za Wielki Kryzys obarczano banki komercyjne, które były mocno zaangażowane w transakcje na rynku kapitałowym.

Według opinii G. J. Benstona⁵⁰ i G. G. Kaufmana⁵¹, pomijając chęć działań antykryzysowych, ustanowienie *Glass-Steagall Act* było skutkiem jeszcze innych ważnych przyczyn. Jedną z nich był fakt, że Kongres dążył do eliminacji możliwych do występowania konfliktów interesów pomiędzy bankiem komercyjnym organizującym emisję papierów

48 Ch. R. Geisst, *Investment Banking in the Financial System*, Prentice Hall, New Jersey 1995, s. 21.

49 *Ibidem*, s. 23–25.

50 G. J. Benston, *The Origins of and Justification for the Glass-Steagall Act*, [w:] *Universal Banking: Financial System Design Reconsidered*, Chicago 1996, s. 31–65.

51 G. G. Kaufman, *The US Financial System: Money, Markets and Institutions*, 6th ed. Englewood Cliffs, NJ, Prentice Hall 1995.

wartościowych danego przedsiębiorstwa a bankiem występującym w roli kredytodawcy firmy. Drugim było przeświadczenie, że działalność banków komercyjnych na rynku papierów wartościowych jest zbyt ryzykowna, biorąc pod uwagę bezpieczeństwo zgromadzonych depozytów klientów. G. G. Kaufman dodał jeszcze inny argument, mianowicie pragnienie odzyskania zaufania depozytariuszy do banków komercyjnych.

Przeciwnicy wprowadzenia ustawy, broniąc *status quo* uzasadniali swoje stanowisko podając przypadek upadku Bank of United States, który nie był zaangażowany komercyjnie w papiery wartościowe. W raporcie Perkinsa⁵² z 1971 r. przytoczone zostały słowa listu napisanego w 1929 r. przez senatora Glassa do „The New York Times”:

anyone who would defend ‘stock gambling’ as productive and wholesome thing for the human race as, for example ‘the growing of crops, [...]’, was guilty of ‘intellectual astigmatism’.

Glass–Steagall Act obowiązywał przez blisko 66 lat. Okres ten, z wyjątkiem II wojny światowej, uznać można za korzystny dla rozwoju systemów bankowych. Siła i stabilność dolara amerykańskiego wynikały z m.in. niskiego poziomu inflacji oraz minimalnych wahań w poziomie stóp procentowych, których wysokość miała tendencje malejące. W owym czasie banki inwestycyjne nie czuły potrzeby dokonywania większych zmian w strukturze oferowanych usług. Duża część klientów banków komercyjnych, upatrując wyższych stóp zwrotu przy niskim ryzyku, zaczęła lokować swoje nadwyżki finansowe w funduszach zbiorowego inwestowania. Amerykańskie banki komercyjne w efekcie słabnącej pozycji na amerykańskim rynku w stosunku do banków zagranicznych oraz zmniejszających się przychodów, w coraz większym stopniu zabiegały o liberalizację przepisów z lat 30.

Formalna i prawna eliminacja konkurentów – banków komercyjnych z rynku kapitałowego, nie wykluczały konkurencji między samymi bankami inwestycyjnymi. Wykorzystywane układy i zależności między bankierami inwestycyjnymi a korporacjami przemysłowymi, związane przed rokiem 1929, dały początek powstawaniu struktur oligopolistycznych największych banków inwestycyjnych i sfery biznesu, wykluczając z tego rynku banki komercyjne⁵³. Środowisko finansowe w pierwszych latach obowiązywania regulacji przekonane było o ich tymczasowym charakterze. Jednak lata przed i po II wojnie światowej zaznaczyły się po-

52 E. J. Perkins, *The Divorce of Commercial and Investment Banking: A History*, „The Banking Law Journal”, June 1971, t. 88, No 6, ss. 492.

53 Por. Ch. R. Geisst, *Investment...*, s. 24.

wstawianiem kolejnych regulacji w systemie finansowym USA, co więcej, niektóre z nich miały charakter wzmacniający restrykcje wniesione przez *Ustawę Bankową*. Wspomniana wcześniej ustawa o obrocie papierami wartościowymi (*The Securities Exchange Act*) z 1934 r. zakładała:

- powołanie Komisji Papierów Wartościowych (Securities and Exchange Commission – SEC) w miejsce Federalnej Komisji Handlu,
- wprowadzenie obowiązku dostarczania wyczerpujących informacji o papierach wartościowych będących w obrocie na rynku wtórnym,
- wprowadzenie obowiązku rejestracji giełd zorganizowanych w SEC,
- uregulowanie kwestii pożyczek przy zakupie papierów wartościowych,
- wprowadzenie zakazu korzystania z informacji wewnętrznych firmy⁵⁴.

Udzielanie przed rokiem 1929 przez banki pożyczek na zakup papierów wartościowych, których zabezpieczeniem były owe zakupione papiery, miało duży wpływ na bankructwo wielu banków. Wartość indeksu Dow-Jones Industrial Average w 1929 r. była jedną z przyczyn wielkiego krachu z uwagi na spadek wartości zabezpieczenia papierów pod udzielone kredyty. Od tego czasu FED ustalał procentowe limity kredytów udzielanych pod zakup aktywów.

Okres po II wojnie światowej⁵⁵ był dla banków inwestycyjnych czasem stabilizacji i stałego wzrostu dochodów, co wynikało m.in. z braku konkurencji ze strony innych instytucji finansowych oraz stałego wolumenu transakcji na rynku. Amerykańskie banki inwestycyjne do połowy lat 60. ubiegłego stulecia pracowały w warunkach, które nie zakłócały ani rozwoju, ani uzyskiwanej rentowności. Poszczególne stany⁵⁶ zaczęły wprowadzać możliwość otwierania oddziałów przez banki, jednakże zróżnicowany był stopień przyzwolenia w tej dziedzinie (*limited branching*). Istniejące przez długi czas ograniczenia dotyczące tworzenia oddziałów w sposób znaczący przyczyniły się do powstawania firm nabywających akcje banków (*Bank Holding Company*). Firmy takie stawały się właścicielami wielu banków w różnych regionach geograficznych, omijając surowe restrykcje. W odpowiedzi na tak zarysowane zjawisko Kongres USA w 1956 r. wydał ustawę (*Bank Holding Company Act of 1956*), dającą władzom stanowym prawo zakazu lub ograniczania nabywania akcji⁵⁷ banków przez banki, firmy holdingowe⁵⁸. Reakcją banków na te restrykcje było tworzenie instytucji finansowych o cechach zbliżonych do banków, ale formalnie nie będących

54 F. S. Mishkin, *Ekonomika...*, s. 142–148.

55 Por. R. Walkiewicz, *Bankowość inwestycyjna – substytucja produktów bankowych...*, s. 16–19.

56 L. Oręziak, *Bankowość...*, s. 46–47.

57 Sprecyzowano udział posiadanych akcji, możliwy do pozyskania do wysokości 5% w innym stanie, chyba że władze stanowe postanowiły inaczej.

58 L. Oręziak, *Bankowość...*, s. 46.

bankami. Wysoki wzrost gospodarczy oraz wysoki poziom inwestycji podejmowanych w latach 60. wpłynęły na rosnące zapotrzebowanie na kapitał. Konflikt między bankami komercyjnymi a FED w połowie owych lat zaowocował przeniesieniem znacznej części aktywności banków amerykańskich za granicę i powstaniem rynku eurodolarowego.

Ważnym wydarzeniem, jeśli chodzi o rozwój bankowości inwestycyjnej, był zapewne kryzys naftowy, którego skutkiem była utrata silnej pozycji przez amerykańską walutę. Z dniem 1 maja 1975 r. przestały obowiązywać stałe stawki prowizyjne firm maklerskich, w wyniku czego wiele instytucji zajmujących się bankowością inwestycyjną zmuszonych było do zaprzestania działalności, dzięki czemu na rynku pozostały tylko podmioty najefektywniejsze. W zakresie usług bankowości inwestycyjnej nadszedł czas na wprowadzanie innowacji finansowych m.in. w zakresie zabezpieczania transakcji oraz dywersyfikacji ryzyka. Dopiero w 1987 r. Rada Systemu Rezerwy Federalnej zezwoliła spółkom holdingów bankowych na angażowanie się w gwarantowanie i obrót niekwalifikowanymi papierami wartościowymi do 10% ich łącznych przychodów, w 1997 r. limit zaś został podwyższony do 25%. Do roku 1997 ponad 40 spółek holdingów bankowych uzyskało zezwolenia na przeprowadzenie emisji i obrót weksłami handlowymi, obligacjami municypalnymi, papierami wartościowymi zabezpieczonymi hipotecznie oraz sekurytyzowanymi należnościami od klientów i obrotu na rynku akcji⁵⁹. Zmiany te złagodziły granicę między działalnością depozytową a bankowością inwestycyjną w USA, tworząc warunki zagranicznym i amerykańskim bankom do tworzenia filii według Sekcji 20 *Ustawy Bankowej* i rozwijania działalności w dziedzinie bankowości inwestycyjnej⁶⁰.

W lipcu 1988 r. decyzją Sądu Najwyższego Stanów Zjednoczonych zezwolono holdingom banków handlowych J. P. Morgan na gwarantowanie emisji dłużnych papierów wartościowych przedsiębiorstw (1989) oraz emisji akcji (1990) poszerzając stopniowo ten przywilej na pozostałe bankowe spółki holdingowe, nadal podtrzymując zakaz angażowania się w otwarte fundusze powiernicze⁶¹. Udzielono także bankom zezwolenia na inwestycje na rynku nieruchomości oraz podejmowanie określonych czynności w dziedzinie ubezpieczeń. W Sekcji 21 był zapis zabraniający firmom trudniącym się obrotem papierami wartościowymi przyjmowa-

59 Liberalizacja tego aktu nazywana jest zezwoleniem I stopnia – *Tier I Section 20 powers*.

60 B. KołECKA, *Bankowość inwestycyjna w procesie integracji Polski z Unią Europejską oraz systemem gospodarki globalnej*, TWIGGER, Warszawa 2003, s. 72, na podstawie: N. Jacklin, *FED expands Role of Section 20 Companies*, „International Financial Law Review”, April 1997, s. 15–17.

61 Uchylenie zakazu nosi miano zezwolenia II stopnia – *Tier II Section 20 powers*.

nia wkładów oszczędnościowych, co oznaczało, że banki inwestycyjne nie mogły przyjmować depozytów bankowych. Sekcja 32 z kolei stanowiła o istnieniu w USA oddzielnych systemów nadzoru nad bankowością komercyjną i inwestycyjną. Zanim zostaną opisane kolejne akty zmieniające diametralnie rynek finansowy w USA poniżej, z perspektywy kilkadziesięciu lat, zaprezentowano poszczególne kategorie inwestorów oraz ich zaangażowanie kapitałowe w akcje.

Tabela 2.3

Udział akcji w portfelach inwestorów w Stanach Zjednoczonych (w %)

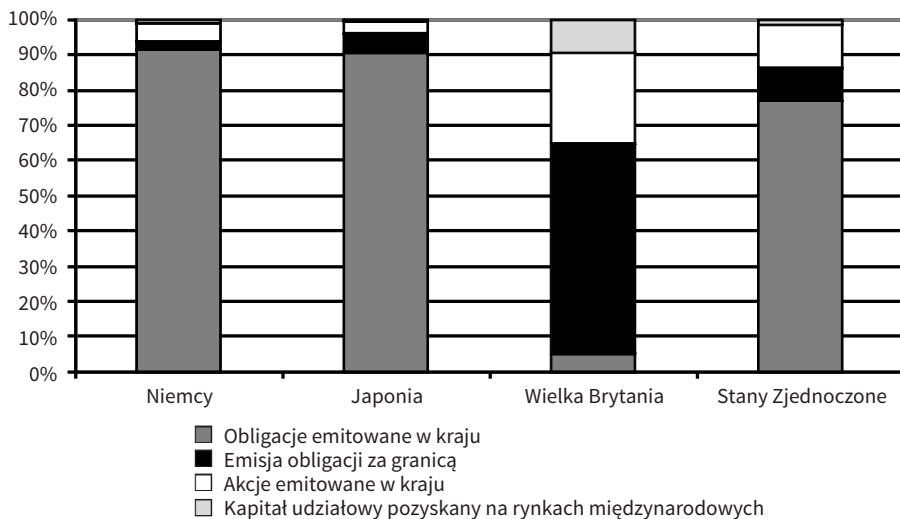
Sektor	Rok			
	1950	1970	1990	2000
Prywatne fundusze emerytalne	0,8	8,0	16,8	12,9
Państwowe i lokalne fundusze emerytalne	0,0	1,2	7,6	10,3
Firmy ubezpieczeń na życie	1,5	1,7	2,3	5,4
Inne firmy ubezpieczeniowe	1,8	1,6	6,6	1,1
Fundusze inwestycyjne otwarte	2,0	4,7	0,5	19,0
Fundusze inwestycyjne zamknięte	1,1	0,5	5,4	0,3
Fundusze powiernicze	0,0	10,4	6,9	1,9
Sektor zagraniczny	2,0	3,2	51,0	8,9
Sektor gospodarstw domowych	90,2	68,0	0,7	39,1
Inne	0,6	0,6		1,2
Razem (w mld dol.)	142,7	841,4	3 542,6	19 047,1

Źródło: dane Federal Reserve Board, Flow of Funds.

W tabeli 2.3 zauważyć można gwałtowny, w ostatnich kilku latach absolutny, wzrost wartości wyemitowanych papierów udziałowych w Stanach Zjednoczonych.

Ogólnie na podstawie tabeli można stwierdzić, że z wyjątkiem lat 90. ubiegłego wieku największy udział akcji w swoich portfelach posiadały gospodarstwa domowe. Generalnie z końcem lat 90. wieku XX i początkiem XXI wzrasta udział akcji w portfelach inwestorów instytucjonalnych. Największą dynamikę wzrostu zanotowały otwarte fundusze inwestycyjne, które zaznaczyły swój udział (blisko 20%) na początku wieku XXI (w porównaniu z latami 90. ubiegłego stulecia, gdy udział akcji w portfelach funduszy inwestycyjnych otwartych stanowił jedynie 0,5%). Podsumowując można wyciągnąć wniosek, że w wyniku perturbacji na światowych rynkach finansowych lat 90. XX w. nastąpił efekt wypychania polegający na pozbywaniu się akcji przez zagranicznych inwestorów. Rynek krajowy wchłonął powstałą dużą podaż papierów głównie dzięki inwestorom instytucjonalnym.

Pomimo olbrzymiego wzrostu wartości wyemitowanych akcji w badanych powyżej okresach, warto spojrzeć z nieco szerszej perspektywy na rynek papierów wartościowych (nie tylko udziałowych). Poniższy wykres (wykres 2.1) ilustruje cztery kategorie instrumentów finansowych w zewnętrznym finansowaniu firm w wybranych krajach.



Wykres 2.1. Udział obligacji i akcji w finansowaniu zewnętrznym firm w latach 1980–1997 (w %)

Źródło: obliczenia i opracowanie własne na podstawie I. Domowitz, J. Glen, A. Madhavan, *International Evidence on Aggregate Corporate Financing Decisions*, „International Financing Decisions”, January 2000, s. 24

Na wykresie wyraźnie widać, że w badanych latach 1980–1997 niemieckie firmy wyróżniały się pod względem emisji długu na rynku krajowym w całkowitej wartości finansowania pozyskanego z zewnątrz (91,3%). Podobnie w Japonii ta sama kategoria finansowania stanowiła około 90%, natomiast w Stanach Zjednoczonych było to jedynie 77% emisji długu ogółem. Generalnie⁶² krajowe rynki papierów dłużnych są mniej rozwinięte w krajach rozwijających się niż w pozostałych krajach. Z drugiej strony analiza emisji długu na zagranicznych rynkach w okresie 1980–1997 wykazała, że pewne wydarzenia mogą spowodować, że zagraniczny rynek może okazać się stosunkowo bardziej znaczący jako źródło pozyskania kapitału dla rodzimych firm niż rynek krajowy.

62 Szczegółowe dane zawiera artykuł: I. Domowitz, J. Glen, A. Madhavan, *International Evidence on Aggregate Corporate Financing Decisions*, „International Financing Decisions”, January 2000.

W listopadzie 1999 r. została przyjęta i jeszcze w tym samym roku weszła w życie *Ustawa Gramm-Leach-Bliley Act*, która wprowadziła umiarkowane reformy do postanowień *Glass-Steagall Act*, znosząca bariery między poszczególnymi sektorami usług finansowych – działalnością kredytową, inwestycyjną oraz ubezpieczeniową, jak również wprowadziła szereg poprawek do innych ustaw regulujących amerykański rynek finansowy⁶³. Ustawa zniosła bariery pomiędzy poszczególnymi sektorami usług finansowych – działalnością kredytową, inwestycyjną oraz ubezpieczeniową. Wraz z uchwaleniem ustawy zakończył się ponad 66-letni okres podziału systemu finansowego i od tej daty „pod jednym dachem” świadczone są usługi tzw. bankowości uniwersalnej.

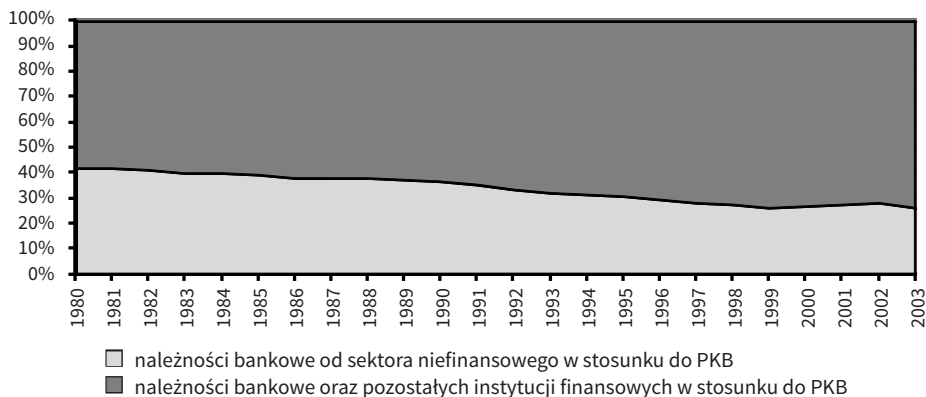
Powszechnie uważa się, że zniesienie barier między trzema sektorami usług finansowych jest logicznym następstwem rozwoju rynku finansowego i zastosowania nowych produktów finansowych, które w coraz większym stopniu łączą cechy właściwe dla produktów instytucji kredytowych, ubezpieczeniowych oraz papierów wartościowych. Ustawa umożliwiała bankom inwestycyjnym angażowanie się w wybrane rodzaje bankowości komercyjnej w ciągu pięciu lat od jej przyjęcia. Wprowadziła pewne czynności bankowe do zakresu działalności brokerów i dealerów. Powierzyła nadzór nad działalnością inwestycyjną banków komercyjnych i banków inwestycyjnych Komisji Papierów Wartościowych i Giełd oraz ustanowiła kompleksową regulację i nadzór nad firmami świadczącymi złożone usługi finansowe⁶⁴.

Interesujący jest fakt, iż chociaż uchwalona ustawa w 1999 r. zniosła formalny podział instytucji finansowych na banki depozytowo-kredytowe oraz inwestycyjne, to trend wzrostowy udziału należności bankowych oraz innych instytucji finansowych (w tym banków inwestycyjnych) nie zmienił gwałtownie dotychczasowego przebiegu. Oznaczać to może, że podział tych dwóch obszarów działalności w 1933 r. nie stwarzał, oprócz formalnych, przeszkód w prowadzeniu przez banki działalności komercyjnej i inwestycyjnej.

W związku z powyższym interesująca jest też analiza zmian proporcji udziału w PKB kredytów bankowych udzielanych przez banki komercyjne oraz pozostałe instytucje finansowe niebankowe. Na wykresie 2.2 można zaobserwować zmiany tych relacji w stosunku do PKB w latach 1980–2003.

63 B. Kotecka, *Bankowość inwestycyjna w procesie integracji...*, s. 72.

64 *Ibidem*, s. 73, na podstawie tekstu ustawy dostępnego na stronie Kongresu USA, <http://thomas.loc.gov>.



Wykres 2.2. Kredyty udzielone podmiotom prywatnym przez bankowe i niebankowe instytucje finansowe w USA w latach 1980–2003

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych World Development Indicators

W Stanach Zjednoczonych w badanych latach zmieniał się udział banków w kredytowaniu firm na korzyść innych instytucji finansowych. O ile w latach 80. ubiegłego wieku proporcje kształtowały się w stosunku 2 : 3 na korzyść banków, to w kolejnych latach – aż do początku wieku XXI – można zauważyć, że systematycznie rośnie udział pozabankowych instytucji finansowych w finansowaniu firm. Jest to wynik deregulacji rynków finansowych oraz wzrostu konkurencji ze strony innych instytucji finansowych, które czerpią środki finansowe na rozwój firm głównie z rynku kapitałowego. Można postawić tezę odnośnie do skutków wprowadzonej ustawy rozdzielającej bankowość inwestycyjną od komercyjnej, że początkowo, po uchwaleniu *Glass–Steagall Act*, w lepszej pozycji konkurencyjnej były banki komercyjne, jednak w miarę upływu lat oraz zmian i tendencji na międzynarodowym rynku finansowym, banki inwestycyjne odbudowały swoją silną pozycję i należą do największych na świecie pod względem aktywów finansowych.

Rok 2002 przyniósł przyjęcie ustawy *Sarbanes–Oxley Act of 2002*, zwanej SOX⁶⁵. Bezpośrednim powodem wprowadzenia tego aktu były skandale finansowe na niespotykaną wcześniej skalę i postępujący za tym dramatyczny spadek zaufania inwestorów do rynków finansowych oraz kluczowych podmiotów na nich operujących: doradców inwestycyjnych, audytorów, zarządów notowanych spółek. Przykładowo amerykańskie zasady rachunkowości zezwalają spółkom, aby oczekiwane zyski z inwestycji zakładowych funduszy emerytalnych zaliczały do bieżących wyników. Przepis ten wprowadzono w 1985 r., aby krótko- lub średnioter-

65 <http://www.riskglossary.com>.

minowe wahania kursów akcji na giełdach nie miały dużego wpływu na kondycję finansową firm. Dzięki niemu w 2002 r. dziewięć największych amerykańskich spółek powiększyło łącznie zyski przed opodatkowaniem o 7,9 mld dol., choć faktycznie ich fundusze zanotowały stratę w łącznej wysokości 30,61 mld dolarów⁶⁶.

Zatem nadrzędnym celem uchwalenia ustawy SOX było przywrócenie zaufania inwestorów poprzez znaczne zaostrzenie wymogów niezależności wobec kluczowych graczy na rynku finansowym oraz podniesienie na bardzo wysoki poziom wymagań w zakresie efektywności kontroli wewnętrznej podmiotów zarejestrowanych w *US Securities Exchange Commission* (SEC)⁶⁷. Wprowadzenie ustawy poprzedziły wydarzenia związane z bankrutem WorldCom, Enron w związku ze skandalami dotyczącymi kreatywnej księgowości (Global Crossing, Tyco, Rite Aid). Wzrosła silnie rola audytu wewnętrznego, którego mechanizmy stały się za sprawą tego aktu obowiązującą, a nie jak do tej pory dobrowolną praktyką. Rada Nadzoru Firm Audytorskich (Public Company Accounting Oversight Board – PCAOB) jest odpowiedzialna m.in. za opracowanie nowego standardu badania sprawozdań finansowych łącznie z badaniem systemu kontroli wewnętrznej, poprzez określenie nowych wymogów niezależności audytorów, odpowiedzialności kierownictwa spółek, ustalenie nowych wymogów w zakresie zapewnienia odpowiednich mechanizmów kontroli wewnętrznej oraz ich corocznej oceny, aż po problem oszustw korporacyjnych⁶⁸.

Podsumowując można stwierdzić, że wprowadzenie ustawy *Glass-Steagall Act* miało na celu podniesienie zaufania do banków, a intencją uchwalenia ustawy *Gramm-Leach-Bliley Act* nie było zapewne zmniejszenie tego zaufania, tylko zniesienie barier dzielących segmenty systemu finansowego, ażeby amerykańskie instytucje finansowe nie traciły swej konkurencyjności wobec instytucji spoza USA, czego orędownikiem był sam A. Greenspan. Uważa się, że zniesienie ograniczeń między tymi sektorami usług finansowych jest logicznym następstwem rozwoju rynku finansowego i upowszechniania się innowacji finansowych.

66 W. Buffet ostro skrytykował obowiązujące w owym czasie przepisy dotyczące księgowania przez spółki wyników zakładanych. Zdaniem najbogatszego na świecie inwestora firmy wprowadzają w błąd akcjonariuszy, zaliczając szacowane wpływy funduszy do bieżących wyników. Z kolei, jak wyliczył specjalista ds. księgowości w CS First Boston, jeśli straty funduszy emerytalnych zostałyby zaliczone do wyników spółek, to zyski firm wchodzących w skład indeksu S&P 500 byłyby w 2002 r. średnio aż o 69% niższe niż rok wcześniej (w 2001 r. spółki te zarobiły łącznie 219 mld dol.).

67 K. Szuldrzyński, *Sekcja 404 Sarbanes-Oxley Act*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2004, nr 3.

68 *Ibidem*, s. 26.

W Stanach Zjednoczonych rynek papierów wartościowych jest najbardziej rozwinięty spośród innych gospodarek rynkowych. Umożliwia to podmiotom gospodarującym zdobywanie kapitału poprzez banki lub bezpośrednio na rynku kapitałowym. Przykładowo bank Citigroup na przełomie XX i XXI w. dominował na rynku obligacji korporacyjnych, pomimo że rynek tych instrumentów finansowych w owym okresie kurczył się ze względu na panującą dekoniunkturę. Może to częściowo wzbudzać niepokój z powodu najniższych od czterech dziesięcioleci realnych stóp procentowych, gdyż koszt kapitału pozyskiwanego z przedsiębiorstwa drogą emisji długu dzięki wspomnianemu faktowi obniża koszt kapitału.

Citigroup, największy pod względem aktywów bank na świecie, od roku 1999 dominuje pod względem gwarantowania emisji obligacji korporacyjnych. Od początku do końca czerwca 2004 r. przeprowadził tego typu operacje o łącznej wartości 59 mld dol. i zarobił na tym 353 mln dol. Zwiększył się też jego udział w tym rynku do 18,7% (z 17,7 w pierwszym półroczu roku 2003). Pozycję lidera na rynku obligacji korporacyjnych Citigroup zawdzięcza m.in. temu, że gwarantował emisje papierów takich firm, jak Wells Fargo & Co. – czwartego pod względem wielkości depozytów amerykańskiego banku, General Electric Capital Corp. – finansowego oddziału największej spółki na świecie, a także Barclays – trzeciego banku w Wielkiej Brytanii. Dzięki takim klientom, obecności Citigroup we wszystkich obszarach rynku, a także dużej liczbie przeprowadzanych transakcji inwestorzy dobrze oceniają ten bank, w wyniku czego nowojorski bank na kurczącym się rynku obligacji korporacyjnych zwiększył swój udział.

W stanach Zjednoczonych wartość emitowanych przez spółki obligacji korporacyjnych posiadających **rating inwestycyjny** spadła do 15,4%, w porównaniu z analogicznym półroczem 2003 r. W efekcie konkurencji w tym segmencie rynku łączne opłaty za przeprowadzenie emisji obligacji korporacyjnych o ratingu inwestycyjnym zmniejszyły się w roku 2004 w USA o 13%, do 2 mld dol. Spółki posiadające rating co najmniej Ba1 nadany przez agencję ratingową Moody's lub BB+ w Standard & Poor's sprzedały w pierwszej połowie roku 2004 obligacje za 313 mld dol. Z tej kwoty aż 81% przypadło na papiery emitowane przez firmy z sektora finansowego. W całym roku 2003 ich udział wynosił 65% w emisjach obligacji korporacyjnych o łącznej wartości 682,2 mld dol. Spadek wartości zadłużania się przedsiębiorstw na rynku publicznym szczególnie charakterystyczny jest dla korporacji przemysłowych. W okresie od początku do połowy 2004 r. wyemitowały one papiery dłużne o wartości o połowę mniejszej niż w analogicznym okresie roku 2003 (odpowiednio

51 mld dol. i 107,5 mld dol.)⁶⁹. Jedną z przyczyn tak wysokiej wartości emisji obligacji w pierwszej połowie roku 2003 były realnie niskie stopy procentowe, najniższe od ponad czterdziestu lat.

2.2.2. Rozwój systemu finansowego w Niemczech – miejsce w nim bankowości inwestycyjnej

Niemiecki sektor bankowy zawsze zajmował szczególne miejsce w systemie finansowym oraz gospodarce Niemiec. Problematyka przemian strukturalnych oraz instytucjonalnych w niemieckiej bankowości, podobnie jak i w polskiej, jest wciąż aktualna.

W Niemczech do roku 1870 system finansowy zdominowany był przez dużą liczbę prywatnych banków nastawionych w głównej mierze na finansowanie zadań rządowych. Prywatni bankierzy stanowią „najstarszą gałąź” niemieckiej bankowości⁷⁰. W drugiej połowie wieku XIX bankowość niemiecka odegrała ogromną rolę we wzroście gospodarczym kraju: prywatne banki akcyjne zapewniające finansowanie dla przemysłu, banki spółdzielcze i kasy oszczędnościowe dla małych i średnich przedsiębiorstw oraz dla rolnictwa, banki hipoteczne na rozbudowę miast w centra przemysłowe. Wszystkie powyższe rodzaje banków rozwijały się i umacniały swoją pozycję do czasów pierwszej wojny światowej. Giełdy papierów wartościowych w analogicznym okresie były stosunkowo małe i w dużej mierze odbywał się na nich obrót papierami skarbowymi.

Początków systemu finansowego w zasadzie można się doszukiwać od momentu wprowadzenia swobody zakładania banków w formie spółek akcyjnych, tj. od roku 1870⁷¹. W ciągu trzech lat, pomiędzy rokiem 1870 a 1873, powstało 186 banków. Pomimo kryzysu z roku 1873, w systemie bankowym nie wprowadzono kompleksowego podejścia w sferze regulacyjnej bankowości, uczyniono to jednak w zakresie bankowości hipotecznej oraz dokonano legislacji banków oszczędnościowych municypalnych o charakterze oszczędnościowym. Skutkiem kryzysu z roku 1873 były liczne zamknięcia oraz po raz pierwszy doszło wówczas do konsolidacji w niemieckiej bankowości. Deutsche Bank dzięki przejęciu

69 Na podstawie: www.bloomberg.com [dostęp: 10.05.2014].

70 W roku 1892 było ich w sumie 2180, aczkolwiek ich liczba zmniejszyła się do 1221 w roku 1913.

71 Przed wprowadzeniem tego aktu, jedynie dwie spółki akcyjne zostały zarejestrowane i działały w tej formie, tj. Schaaffhausen'scher Bankverein w roku 1848 oraz Deutsche Bank kilka miesięcy przed ustanowieniem aktu.

Deutsche Union-Bank i Berliner Bankverein w latach 1875–1876 stał się największym bankiem w Niemczech. Coraz więcej operacji dokonywanych było poprzez banki akcyjne, w wyniku czego znaczenie prywatnych bankierów zaczęło maleć.

Zdaniem S. Flejterskiego i I. Romiszewskiej niemiecki uniwersalny system bankowy, jaki istnieje do dziś, powstał między rokiem 1895 i 1926⁷². Po I wojnie światowej cała bankowość niemiecka przeżyła gwałtowne wstrząsy spowodowane inflacją i kryzysem banków, co doprowadziło do powołania nadzoru bankowego. Niemniej jednak Niemcy uważane są za jeden z nielicznych krajów, które od wielu lat nie przeżywały większych kryzysów bankowych. Należy to przypisać m.in. rozległym i szczegółowym regulacjom prawnym oraz egzekwowaniu przez nadzór bankowy ich stosowania w praktyce⁷³.

Podjęmowane próby uregulowania zasad funkcjonowania rynków papierów wartościowych kończyły się niepowodzeniem. W ślad za kryzysami o charakterze spekulacyjnym na tym rynku, z początkiem lat 90. wieku XIX nastąpiło ustanowienie prawa w zakresie rynku papierów wartościowych i jego wprowadzenie przez Stock Exchange Law w roku 1896.

W Niemczech, po I wojnie światowej, w wyniku kryzysu bankowego spowodowanego wysoką inflacją, wprowadzono w 1931 r. nadzór bankowy i prawo bankowe „KWG – Kreditwesengesetz” jako ochronę depozytariuszy przed utratą i wycofywaniem oszczędności z banków. Pierwsza instytucja o charakterze nadzoru bankowego początkowo istniała przy Banku Rzeszy. W takiej formie niemiecki nadzór bankowy działał do 17 kwietnia 1944 r. Po II wojnie światowej, od 1945 r. niemiecki system nadzoru został zdecentralizowany i był sprawowany przez poszczególnych ministrów senatorów finansów lub ministrów gospodarki (poszczególnych landów)⁷⁴. Od 1961 r. nadzór nad systemem bankowym w Niemczech sprawuje Federalny Urząd Nadzoru Bankowego (Bundesaufsichtsamt fuer das Kreditwesen), który jest samodzielnym urzędem federalnym. Rozwiązania przyjęte w Niemczech są zgodne z zasadami Bazylejskiego Komitetu Bankowego, obserwuje się więc tendencję do przechodzenia od norm ilościowych do jakościowych. Federalny Urząd Nadzoru Bankowego sprawuje nadzór państwowy nad wszystkimi instytucjami kredytowymi.

72 Szerzej na ten temat w: S. Flejterski, I. Romiszewska, *Niemiecki system bankowy. Wnioski dla Polski*, Twigger, Warszawa 2004, s. 24–26.

73 Z. Zawadzka, *Systemy bankowe – przykład Republiki Federalnej Niemiec*, Poltext, Warszawa 1994, s. 49–50.

74 A. Aramowicz, *Nadzór bankowy w Niemczech*, „Bank i Kredyt” 1994, nr 7, s. 16.

Charakterystyczną cechą niemieckiego systemu bankowego było podporządkowanie banków interesom państwa, a w odróżnieniu od systemu anglosaskiego nie zaistniał jak do tej pory ustawowy podział na banki prowadzące działalność depozytowo-kredytową i banki zajmujące się transakcjami papierami wartościowymi. Ukształtowanie się w Niemczech systemu bankowego, którego podstawą są duże banki i grupy bankowe, zostało spowodowane w dużym stopniu uwarunkowaniami historycznymi. Banki, które finansowały powojenną odbudowę Niemiec, stały się właścicielami koncernów przemysłowych⁷⁵.

Zatem rdzeniem niemieckiego systemu finansowego są banki handlowe. W latach 1970–1985 przez banki przepłynęło około 70% funduszy pochodzących z oszczędności gospodarstw domowych i podmiotów gospodarczych. Na ich dominującą pozycję złożyła się ich wielkość oraz silne powiązania z firmami. Wyróżnia się dwie duże grupy banków. Do pierwszej zalicza się banki uniwersalne, które obejmują trzy czwarte całego sektora. Należą do niej trzy rodzaje podmiotów: banki handlowe, oszczędnościowe i spółdzielnie kredytowe. Druga grupa składa się z banków specjalistycznych, takich jak banki hipoteczne oraz instytucje bankowo-pocztowe⁷⁶.

W Niemczech instytucje kredytowe mają uprawnienia do prowadzenia wszelkich rodzajów usług bankowych. W rezultacie klient może korzystać z całości usług finansowych „pod jednym dachem” (*Allfinanz*). Jako podstawową zaletę systemu opierającego się na bankach uniwersalnych wymienia się jego większą stabilność, a zatem i bezpieczeństwo dla zdeponowanych wkładów. Dzięki dywersyfikacji świadczonych usług i oferowanych produktów finansowych, banki te odnoszą korzyści w postaci rekompensaty ewentualnych strat na rynku innymi produktami finansowymi. Dodatkowo dywersyfikacja pozwala na oferowanie klientom szerokiego zakresu usług bankowych.

Istnieje w Niemczech grupa banków należących do dużych koncernów przemysłowych i handlowych, zajmująca się przede wszystkim operacjami bankowymi tych koncernów, ale mogąca świadczyć usługi dla szerszej publiczności. Są to banki o niewielkich rozmiarach, na ogół nie mają filii. Prowadzona przez nie działalność związana jest z funkcjonowaniem dużych korporacji. Do podstawowych zadań tych banków należą zarządzanie płynnością i dokonywanie operacji płatniczych przedsiębiorstw, zaspokajanie potrzeb kapitałowych korporacji

75 J. K. Solarz, *Rozwój systemów bankowych*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 1996, s. 81–82.

76 J. Canals, *Strategie konkurencyjne w europejskiej bankowości*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997.

oraz działania przy obsłudze plasowania papierów wartościowych w przypadku wejścia spółki na giełdę. Pomimo że banki tej grupy specjalizują się w obsłudze pewnej grupy klientów, to zakres świadczonych usług pozwala zaliczyć je do banków uniwersalnych. Ścisły związek z danym koncernem pozwala na dobrą znajomość funkcjonowania firmy oraz ocenę ryzyka, jednakże utrudnia jego odpowiednią dywersyfikację⁷⁷.

Innymi instytucjami charakterystycznymi dla niemieckiego systemu bankowego są tzw. prywatne domy bankowe. Działają one w formie spółki cywilnej, jawnej lub komandytowej i zalicza się je do grupy banków uniwersalnych. Instytucje te ze względu na lokalne więzi i tradycyjne powiązania z innymi przedsiębiorstwami często skoncentrowane są na świadczeniu niektórych usług, np. finansowaniu handlu zagranicznego, zarządzaniu majątkiem, operacjach giełdowych, finansowaniu długoterminowym przedsiębiorstw. Czynniki uczestniczą w tworzeniu konsorcjów emisyjnych, a także inwestują w papiery wartościowe firm. Świadczą również inne usługi bankowości inwestycyjnej, jak np. usługi doradcze i analityczne, co – jak podkreśla Z. Zawadzka – w istotnej mierze kompensuje ich strukturalne słabości konkurencyjne w porównaniu z dużymi bankami⁷⁸.

Prywatni bankierzy to najbardziej bogata w tradycje część bankowości niemieckiej. Współcześnie działające banki (około 20) założono w wieku XVIII bądź wcześniej. Banki te w wieku XIX odegrały znaczącą rolę w finansowaniu industrializacji oraz w międzynarodowych transakcjach kapitałowych. W wyniku kryzysu z lat 30. XX w. ich liczba spadła z 1220 w 1913 r. do 520 w 1938 r. Powodem zmniejszenia się liczby tzw. prywatnych bankierów było wejście niektórych prywatnych banków na giełdę. W roku 1957 działało jeszcze 240 tego typu banków, w ciągu kolejnych 35 lat ich liczba zmniejszyła się ponadtrzykrotnie⁷⁹.

Największą część podstawowej działalności tych banków stanowi udzielanie kredytów instytucjom niebankowym (około 59%), z przewagą kredytów krótkoterminowych. Funkcję refinansową pełnią depozyty i kredyty zarówno od instytucji niebankowych (około 46%), jak i bankowych (około 44%)⁸⁰. W tabeli 2.4 przedstawiono liczbę banków w RFN w latach 1960–2003.

77 Por. H. E. Buschgen, *Przedsiębiorstwo bankowe*, cz. I, Poltext, Warszawa 1997, s. 45.

78 Z. Zawadzka, *Banki komercyjne w Niemczech*, „Bank i Kredyt” 1994, nr 9, s. 24.

79 Por. Z. Zawadzka, *Systemy...*, s. 104.

80 A. Janc (red.), *Bankowość komercyjna w rozwiniętych systemach bankowych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2001, s. 208.

Tabela 2.4

Liczba banków w RFN w latach 1960–2003

Grupa banków	1960	1970	1980	1990	2000	2002	2003
Banki kredytowe	362	305	246	338	291	273	269
w tym:							
wielkie banki	6	6	6	6	4	4	4
banki regionalne i pozostałe banki kredytowe	108	112	101	191	201	186	182
prywatni bankierzy	232	163	83	12	–	–	–
oddziały banków zagranicznych	16	24	56	60	87	83	83
Banki federacyjne	13	12	12	12	13	14	14
Kasy oszczędnościowe	867	832	599	769	563	520	507
Spółdzielcze banki	19	13	10	4	4	2	2
Spółdzielnie kredytowe	11 599	7 059	4 225	3 380	1 795	1 489	1 486
Instytucje kredytu ratelnego	42	46	38	36	31	25	26
Kasy budowlano-oszczędnościowe	–	–	20	23	32	28	28
Banki specjalne	18	17	16	18	13	14	14
Ogółem	12 912	8 284	5 246	4 557	2 743	2 365	2 346

Źródło: S. Flejterski, I. Romiszewska, *Niemiecki system bankowy. Wnioski dla Polski*, Twigger, Warszawa 2004, s. 49.

Analizując dane ujęte w tabeli można wywnioskować, że immanentną cechą niemieckiego systemu bankowego jest przebiegający z różną intensywnością proces ich fuzji i przejęć, powodujący stałe zmniejszanie się liczby banków. Analizując proces łączenia się banków niemieckich i porównując go z przebiegiem tego zjawiska w pozostałych państwach Unii Europejskiej, S. Flejterski oraz I. Romiszewska zauważają, że tempo fuzji i konsolidacji jest tu znacznie wolniejsze i nadal łączą się, poza jednym wyjątkiem, banki największe. W grupie największych pięciu banków zgromadzonych jest ok. 17% aktywów sektora bankowego, podczas gdy w Wielkiej Brytanii 28%, w Belgii – 57%, a w Szwecji – 90%⁸¹. Zjawisko to w dużym stopniu było wynikiem aktywnej działalności na początku lat 90. wieku XX na obszarze byłej NRD. Przyspieszenie nastąpiło po 1998 r., po którym banki coraz aktywniej się konsolidowały. Powodem, dla którego nasilił się proces fuzji, była obawa przed wrogim przejęciem oraz chęć odgrywania istotnej roli na arenie międzynarodowej.

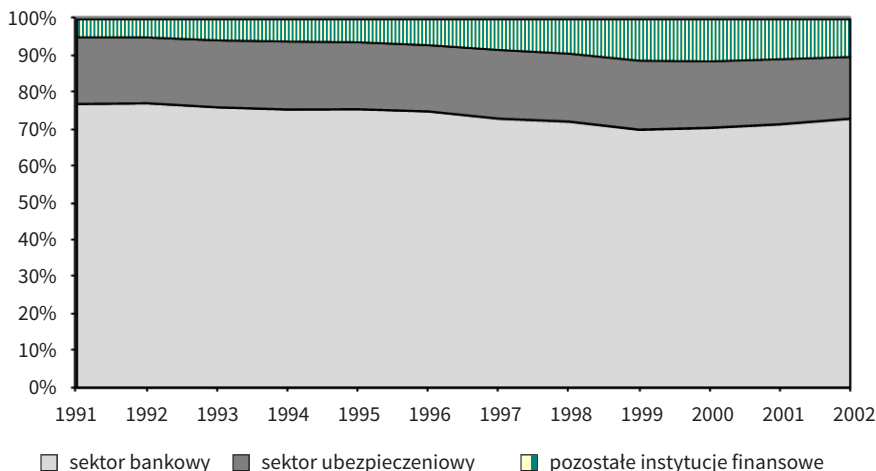
Charakterystyczną cechą rozwoju bankowości niemieckiej była bardziej aktywna działalność na rynkach zagranicznych. W 1971 r. Commerzbank AG, jako pierwszy bank zachodniemiecki utworzył filie

81 S. Flejterski, I. Romiszewska, *Niemiecki...*, s. 48.

w Nowym Jorku i Panamie. W ślad za nim poszło w latach 70. wieku XX coraz więcej banków niemieckich, gdyż skłaniała je do tego atrakcyjność międzynarodowego rynku kapitałowego, pieniężnego, kredytowego oraz terminowych rynków finansowych. Stopniowo banki niemieckie angażowały się w operacje bankowości inwestycyjnej. Dominują w tym zakresie Deutsche Bank oraz West LB, które są znaczącymi instytucjami na europejskim rynku w emisji obligacji i akcji. Niektóre wielkie banki oraz banki prywatnych bankierów rozwijają obsługę zamożnych klientów prywatnych. Najważniejszą dziedziną bankowości inwestycyjnej prowadzoną przez Private Banking jest zarządzanie aktywami (*Asset Management*), a także zarządzanie kapitałem zgromadzonym przez instytucjonalnych inwestorów.

W Niemczech w latach 90. ubiegłego stulecia powstała inicjatywa, która doprowadzić miała do wzrostu konkurencyjności gospodarki niemieckiej na arenie międzynarodowej. Ogłoszona i zapisana została ona pod nazwą *Finanzplatz Deutschland*. Jej głównym celem było podniesienie rangi Frankfurtu jako centrum finansowego w stosunku do takich ośrodków finansowych, jak Nowy Jork, Zurych czy Paryż.

Aby przeprowadzić dalszą analizę rozwoju rynku kapitałowego w Niemczech, ze szczególnym uwzględnieniem miejsca w nim bankowości inwestycyjnej, w pierwszej kolejności przedstawiono na wykresie strukturę aktywów finansowych zgromadzonych w niemieckich instytucjach finansowych w latach 1991–2002 (wykres 2.3).



Wykres 2.3. Aktywa zgromadzone w niemieckich instytucjach finansowych w latach 1991–2002 (w %)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Deutsche Bundesbank

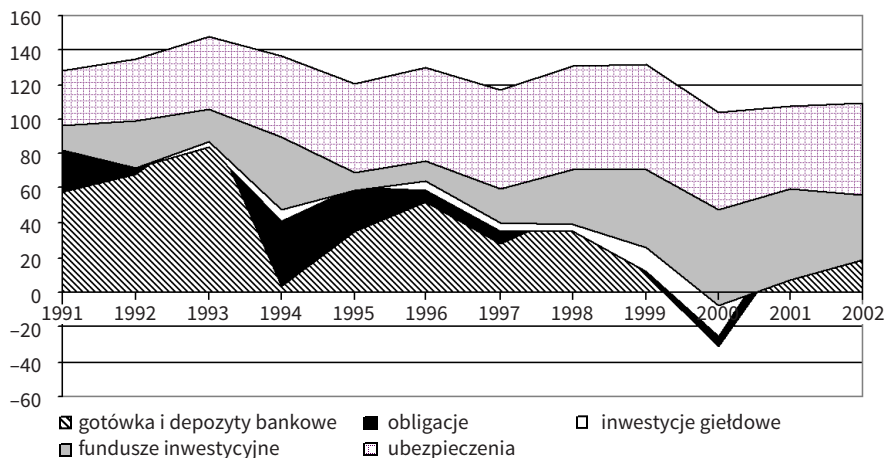
Analizując dane przedstawione na wykresie można uznać, że średnio ponad 70% aktywów sektora finansowego w Niemczech jest zgromadzonych w bankach. W roku 1991 udział aktywów sektora bankowego wyniósł 76,9% aktywów ogółem, natomiast w roku 1999 osiągnął poziom 69,9% – najniższy w całym analizowanym okresie. Udział aktywów finansowych firm ubezpieczeniowych w całej gospodarce przez okres badanych dwunastu lat wynosił średnio ponad 18%. Jeśli chodzi o pozostałe instytucje finansowe poza bankami i firmami ubezpieczeniowymi, ogólna tendencja ich udziału w aktywach ogółem zgromadzonych w gospodarce jest rosnąca. Od roku 2001 uległa wyhamowaniu i wynosi średnio około 10% (w 2001 i 2002 r.), co stanowi podwójną wielkość w zestawieniu z danymi z roku 1991 – 4,9%.

Od roku 1990 uchwalane były akty prawne (np. *Second Law* i *Third Law*), których naczelnym hasłem było „Promowanie rynków finansowych” (*The Promotion of Capital Markets of 1990*). Ujęto w tych aktach prawnych kierunki działań, jakie powinny być podjęte w celu poprawy i rozwoju centrum finansowego – Frankfurtu oraz działania zmierzające do usuwania barier towarzyszących temu procesowi. W 1994 r. wprowadzono *Second Law*, który był najważniejszym z ogłoszonych ówczesnie dokumentów. Dzięki niemu miały zostać zniwelowane różnice, jakie istnieją w niemieckim prawodawstwie, w stosunku do regulacji obowiązujących na międzynarodowym rynku finansowym. Zapisy dokonane w *Second Law* w całości były zgodne z dyrektywami europejskimi. Najważniejszym elementem tej regulacji było powołanie federalnej komisji papierów wartościowych (*Federal Securities Trading Commission – Bundesaufsichtamt fuer den Wertpapierhandel*). Drugim z głównych założeń regulacji był wzrost przejrzystości oraz ochrona praw mniejszościowych inwestorów dokonujących transakcji na giełdzie, a także zezwolenie nowym typom funduszy inwestycyjnych na angażowanie się w obrót papierami wartościowymi.

Podczas gdy wprowadzenie *Second Law* spowodowało, że niemieckie ramy prawne nie odbiegały od najlepszych światowych rozwiązań (włączając w to Wielką Brytanię), następnym krokiem było stworzenie warunków i ram prawnych w postaci *Third Law* celem uczynienia z Frankfurtu pierwszego europejskiego centrum usług finansowych. Głównym założeniem *Third Law* było inicjowanie wprowadzania zmian do ustawodawstwa odnoszącego się do giełd i papierów wartościowych oraz spółek inwestycyjnych. W związku z takimi działaniami oczekiwano wzrostu zainteresowania inwestorów alternatywną formą oszczędzania, a także zachęcano przedsiębiorstwa do finansowania swoich inwestycji kapitałem zebrany na rynku kapitałowym.

Analizując strukturę oszczędności gospodarstw domowych w Niemczech za lata 1991–2002, można stwierdzić, że ich absolutny poziom

w gospodarce ulega ciągłemu zmniejszaniu się. Szczegółowe dane zawiera poniższy wykres (wykres 2.4).



Wykres 2.4. Alokacja oszczędności gospodarstw domowych w Niemczech w latach 1991–2002 (w mld euro)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Deutsche Bundesbank, Flow of Funds Accounts

Z wykresu wynika, że oszczędności niemieckich gospodarstw domowych ulegają procesowi odpośredniczenia (*disintermediation*), szczególnie gdy chodzi o instytucje bankowe. Wczesne lata 90. wieku XX scharakteryzować można jako klasyczny model probankowy, w którym gros oszczędności gospodarstw domowych gromadzonych było na rachunkach bankowych. W roku 1994 ten obraz konserwatywnego podejścia do lokowania nadwyżek został zaburzony i nastąpiło przesunięcie środków trzymany w gotówce i na depozytach bankowych w kierunku innych alternatywnych rozwiązań. Można by z perspektywy czasu nazwać ten moment początkiem złotego okresu bankowości inwestycyjnej. W tym samym roku nastąpił gwałtowny zakup obligacji oraz jednoczesny wzrost zainteresowania funduszami inwestycyjnymi. Poziom trzymany obligacji sięgnął 36,8 mld euro, podczas gdy poziom zgromadzonych oszczędności w funduszach inwestycyjnych wzrósł do 42,4 mld euro. W kolejnym roku nastąpił jednak szybki zwrot w alokacji oszczędności. Gospodarstwa domowe przeniosły dużą część swoich nadwyżek z powrotem do banków kosztem funduszy inwestycyjnych oraz obligacji. W roku 2002 inwestycje w instrumenty giełdowe przyniosły straty (-61 mld euro) tudzież spadek zaangażowania w funduszach inwestycyjnych (z 54,4 mld euro w 2000 r.,

51,2 mld euro w 2001 r. do 36,5 mld euro w roku 2002). Największy był udział oszczędności gospodarstw domowych w Niemczech w alternatywnych do lokat bankowych instrumentach finansowych w roku 2000, w którym ponad 80 mld euro (w tym inwestycje na giełdzie oraz fundusze inwestycyjne) zgromadzonych zostało na rynku kapitałowym.

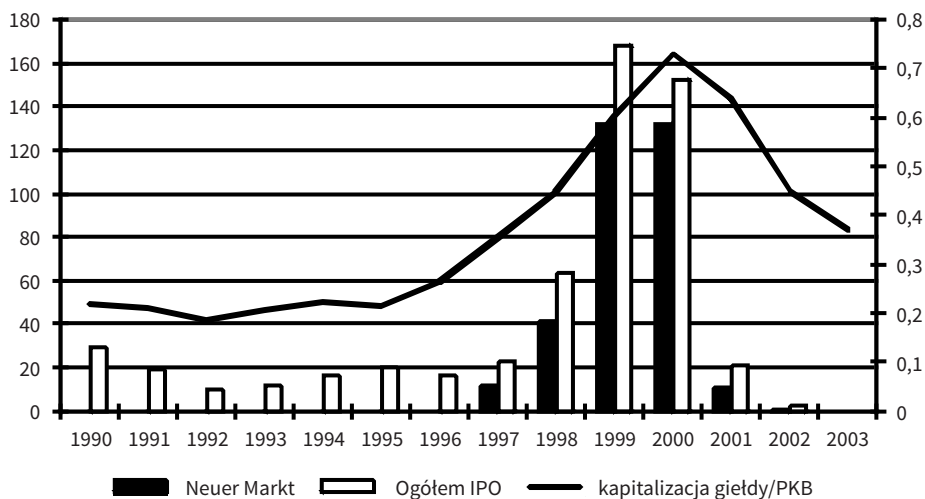
W Niemczech szczególną uwagę zwrócono w połowie lat 90. ubiegłego wieku na rozwój *venture capital*, które promowano poprzez obniżanie podatków oraz refinansowanie spółek przez emisję obligacji. W roku 2003 natomiast aktem *Investment Modernization Law* wprowadzono możliwość zakładania funduszy hedgingowych.

W Niemczech we wczesnych latach 90. ubiegłego wieku dostrzeżono różnice w funkcjonowaniu ich systemu, które powodowały, że gospodarka niemiecka ze względu na tzw. *patient finance* ma problemy z finansowaniem gospodarki „nowej ekonomii”. Opierając się na doświadczeniach innych państw, odpowiednie władze w Niemczech uznały, że system ten pomimo wielu starań ustępuje systemowi finansowemu zorientowanemu na rynek papierów wartościowych. Słabości systemu *bank-based* zostały poddane ostrej krytyce. Szczególnie często przytaczany argument dotyczył słabości systemu finansowania firm, których głównymi aktywami są ludzie i innowacje. Duży nacisk położono na stworzenie możliwości dostępu do kapitału firmom z segmentu nowej technologii (*New Technology-Based Firms* – NTBFs). Wydarzeniem świadczącym o kontynuacji rozwoju systemu finansowego w kierunku rynku papierów wartościowych w Niemczech było powołanie w marcu 1997 r. Neuer Markt, oddzielnego segmentu giełdy we Frankfurcie – rynku notowań z przeznaczeniem dla inwestorów instytucjonalnych, którym stworzono możliwości inwestowania na tym rynku w małe, ale innowacyjne i perspektywiczne spółki.

Poniżej, na wykresie 2.5, przedstawiono liczbę spółek, które po raz pierwszy były notowane na giełdzie. Powołanie w marcu 1997 r. Neuer Markt wywołało w następnych latach eksplozję IPO. W roku 1999 na ten rynek weszły 132 spółki na 168 notowanych ogółem, natomiast w 2001 r. wprowadzone zostały także 132 spółki na 158 ogółem (dane z Deutsche Borse).

Na wykresie można zauważyć, że rozwój rynku kapitałowego charakteryzował się pewną inercją w początku lat 90. wieku XX. Kapitalizacja giełdowa w tych latach wynosiła średnio około 20% PKB. Pomiedzy rokiem 1995 a 2000 nastąpił znaczny wzrost kapitalizacji giełdowej do poziomu ponad 72% PKB w 2000 r. i ponad 63% PKB w roku 2001. Szczyt liczby wprowadzanych IPO oraz kapitalizacji giełdowej osiągnięty został w marcu roku 2000. Od tego momentu rozwój rynku kapitałowego spadł do poziomu z początku lat 90. XX w. W krajach takich, jak Stany Zjednoczone czy Wielka Brytania przebieg wydarzeń był podobny (z wyjątkiem

Japonii). Poziom kapitalizacji giełd w tych krajach był znacznie wyższy niż w Niemczech i wynosił odpowiednio w roku 1991 w Wielkiej Brytanii – około 90% PKB, w tym samym roku w USA – 61% PKB, w roku 2000 kapitalizacja giełdowa osiągnęła szczyt w stosunku do PKB – około 170% w Wielkiej Brytanii oraz ponad 140% PKB w USA. Należy przyznać, że w tych krajach, czyli w USA i Wielkiej Brytanii, nastąpiło gwałtowne załamanie rynku kapitałowego po roku 2000, jednak spadek zatrzymał się na poziomie nieco wyższym niż ten z początku lat 90. wieku XX.

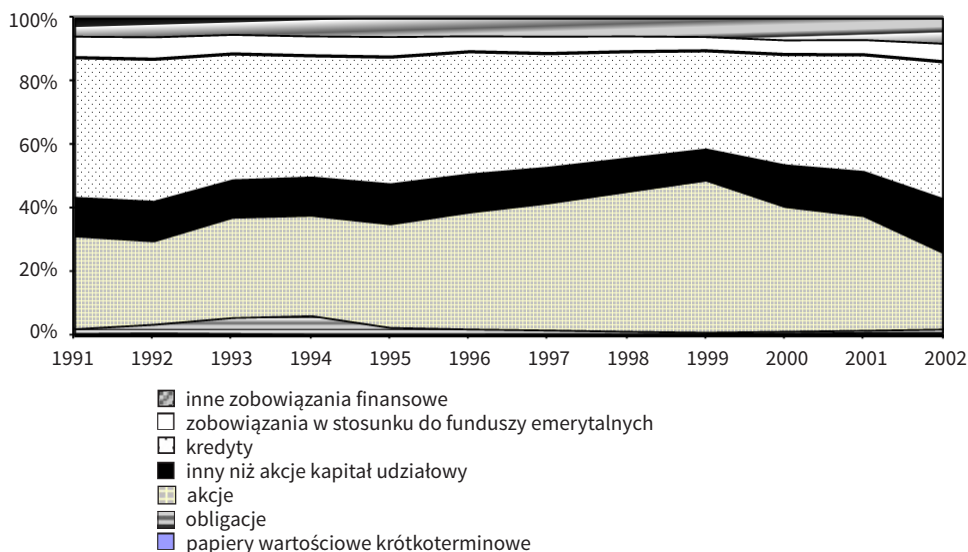


Wykres 2.5. Liczba IPO w Niemczech w latach 1990–2003

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Frankfurt Stock Exchange data i World Bank

Fluktuacje na niemieckim rynku kapitałowym były skutkiem ogromnego wzrostu liczby spółek, który spowodował wzrost kapitalizacji giełdowej i rozwój rynku kapitałowego. Przykładowo indeks niemiecki DAX 30, w którego skład wchodzi 30 największych spółek notowanych na giełdzie (w Polsce WIG 20), wzrósł trzykrotnie – z poziomu około 3000 punktów w połowie lat 90. wieku XX do około 9000 w marcu 2000 r. W wyniku załamania koniunktury, szczególnie upadku wielu firm technologicznych w roku 2000, nastąpił spadek indeksu DAX 30 do poziomu poniżej 3000 punktów w roku 2003. Oznaczać to może, że te spółki, które były źródłem rozwoju rynku kapitałowego w Niemczech na początku lat 90. ubiegłego wieku, były odpowiedzialne za załamanie, jakie nastąpiło na niemieckim rynku finansowym.

Dodać należy, że analiza wskaźnika udziału poszczególnych branż przemysłu notowanych na giełdzie w końcu roku 2000 świadczyć może o dużej koncentracji sektora technologicznego (20,1%), Internetu (19,8%) oraz branży software (14,8%). W tym czasie na rynek niemiecki trafiły spółki zagraniczne głównie w celu pozyskania kapitału ryzyka (*risk capital*) na swój rozwój. Stanowiły one około jednej szóstej wszystkich notowanych spółek zagranicznych z segmentu spółek nowych technologii. Zaznaczyć należy, że w tym okresie Neuer Markt kontrolował około 60% całej kapitalizacji giełdowej europejskiego rynku „*growth markets*”. W roku 2003 nie stwierdzono ani jednego notowania IPO na rynku kapitałowym w Niemczech, podczas gdy w Wielkiej Brytanii wprowadzono 86 IPO (dane z London Stock Exchange). Można przyjąć, że pewien etap w rozwoju rynku kapitałowego w Niemczech w zakresie rozwoju bankowości inwestycyjnej (szczególnie w obszarze finansowania nowych technologii) zakończył się wraz z wystąpieniem banki technologicznej na światowych rynkach. Potwierdzeniem tego wniosku jest prezentacja na poniższym wykresie (wykres 2.6) źródeł finansowania spółek działających w Niemczech w latach 1991–2002.



Wykres 2.6. Źródła finansowania firm w Niemczech w latach 1991–2002 (w %)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Deutsche Bundesbank

Z wykresu wynika, że zapotrzebowanie firm na kapitał zaspokajane było na początku lat 90. XX w. głównie poprzez zaciąganie kredytów bankowych, które średnio stanowiły około 40% struktury finansowania

zewnątrznego firm (44,2% w roku 1991 i 38,2% w 1996 r.). W tym samym czasie finansowanie rozwoju przedsiębiorstw kapitałem udziałowym pozyskanym na rynku publicznym wynosiło odpowiednio 29,1% w 1991 r. i 36,2% w 1996 r. W latach 90. wieku XX, w związku ze zmianami wprowadzonymi w ustawodawstwie niemieckim, struktura finansowania firm uległa przeobrażeniu. Szczególnie interesujący (aczkolwiek oczekiwany, zgodnie z *Second Law* i *Third Law*) był fakt, że w latach 1998–1999 uległa zmianie tendencja w zakresie finansowania inwestycji przez przedsiębiorstwa. Poziom zadłużenia firm z tytułu kredytów bankowych spadł w roku 1999 do 31% zadłużenia ogółem, natomiast udział emitowanych akcji wzrósł do poziomu 47,6% w tym samym roku. Po roku 1999 nastąpił powrót do struktury finansowania zewnętrznego przedsiębiorstw niemieckich z początku lat 90. wieku XX. W roku 2002 udział w finansowaniu emisji akcji osiągnął wielkość zaledwie 24%, natomiast udział kredytów bankowych wynosił średnio 44,2% zadłużenia ogółem. W Niemczech duża część dochodu narodowego jest wytwarzana w przemyśle. Około 60% spośród wszystkich zatrudnionych w gospodarce pracuje w firmach liczących poniżej pięciuset zatrudnionych, a takie firmy są zaliczane do sektora małych i średnich przedsiębiorstw (SMEs). W USA oraz w Wielkiej Brytanii około jedna trzecia zatrudnionych ogółem w gospodarce pracuje w przemyśle⁸². Taka struktura przemysłu tudzież czynnik związany z zatrudnieniem w poszczególnych sektorach gospodarki niemieckiej determinują firmy do rozwoju. Banki w takich warunkach są bardziej skłonne do finansowania trwałych aktywów, jak np. maszyn i urządzeń, gdyż mogą na nich łatwo ustanowić zabezpieczenie. Zatem wyjście banków naprzeciw potrzebom firm skłania przedsiębiorstwa do zaciągania kredytów. Poza tym małe i średnie firmy w większym stopniu korzystają z kredytów bankowych niż duże korporacje, które mają łatwiejszy dostęp do kapitału poprzez rynek kapitałowy (np. emisja akcji).

Z powyższej analizy danych wysnuć można bardzo ogólny wniosek dotyczący niemieckiego systemu bankowego. System finansowy w Niemczech, pomimo prób jego szybkiego przeorientowania na rynek papierów wartościowych (który, jak się okazało, był krótkotrwały), można scharakteryzować jako system *bank-based*, nawiązując do klasycznej klasyfikacji systemów finansowych opisanych w rozdziale pierwszym. Dokonując oceny kierunków polityki gospodarczej prowadzonej w tym obszarze w Niemczech należy uznać, że były właściwe, jednak zakres działań prowadzonych w tym obszarze okazał się niewystarczający. Można z perspektywy czasu stwierdzić, że dobrze się stało, iż powołano segment

82 Z. Acs, D. Audretsch, *Small Firms and Entrepreneurship: An East–West Perspective*, Cambridge University Press, Cambridge, MA. 1993.

Neuer Markt oraz dokonano innych trwałych zmian instytucjonalnych na niemieckim rynku finansowym. „Krótkotrwały boom” rozwoju usług bankowości inwestycyjnej oraz wzrost kapitału finansowego w systemie finansowym, niepoparty jednoczesnymi zmianami strukturalnymi w całej gospodarce, spowodował, że efekty tego rozwoju trwały niedługo, a dekoniunktura na światowym rynku odbiła się silnie na całej niemieckiej gospodarce.

Podsumowując analizę systemu finansowego w Niemczech oraz rozwoju w nim usług bankowości inwestycyjnej można stwierdzić, że jest to rozwinięty system *bank-based*, pomimo wprowadzanych reform legislacyjnych i innych zmian instytucjonalnych wzorowanych na rozwiązaniach amerykańskich w celu zorientowania funkcjonowania rynków finansowych na rynki papierów wartościowych. Dodatkowa analiza powinna uwzględniać czynnik legislacyjny – musi być on brany pod uwagę przy rozpatrywaniu ewolucji rozwoju systemu finansowego w Niemczech.

W szerszym zakresie należy uwzględnić także poziom oraz strukturę oszczędności w gospodarce, a także zapotrzebowanie firm zgłaszane na środki finansowe. Banki stanowią główne źródło pozyskania kapitału zewnętrznego dla firm, gdyż jest to uwarunkowane strukturą przemysłu oraz zatrudnieniem. Można zaryzykować stwierdzenie, że w dłuższym okresie, w miarę wzrostu dochodów gospodarstw domowych wynikających z rozwoju gospodarczego powinien nastąpić wzrost ich udziału w aktywach funduszy emerytalnych.

Ogólnie można stwierdzić, że w Niemczech istnieją interesujące perspektywy rozwoju bankowości inwestycyjnej. Powyżej wymienione czynniki powodować mogą trwałe zmiany w strukturze oszczędności gospodarstw domowych. Stanowi to potencjał, który może zostać zagospodarowany przez usługi bankowości inwestycyjnej. Ten potencjał gospodarczy powinien zostać uwolniony i w długim okresie stanowić nierozłączny i priorytetowy element rozwoju gospodarczego Niemiec.

2.2.3. System finansowy Japonii jako przykład rozwiązań modelu zorientowanego bankowo

W Japonii szczególnie widoczny jest wpływ historii oraz kultury narodu na obecne struktury finansowe. Kraj ten przez szereg lat był odizolowany politycznie i gospodarczo od reszty świata. Za najważniejszą cechę miejscowego systemu bankowego uważa się ukierunkowanie na interes grupy, ogółu, a nie na jednostki. Obecna forma japońskiego systemu bankowego wywodzi się od liberalizacji regulacji finansowych rozpoczętej w latach

po rewolucji „Meiji Restoration” w roku 1868. Początkowe próby ujęcia w ramy prawne bankowości bazowały na eksperymentach częściowo opartych na doświadczeniach belgijskich w odniesieniu do banku centralnego, a częściowo na rozwiązaniach amerykańskich. Bankowość centralna uregulowana została w roku 1882, liberalizacja zaś w zakresie zakładania banków komercyjnych rozpoczęła się z rokiem 1890. W Japonii władze miały nieufny stosunek do rynku papierów wartościowych i tylko w wyjątkowych sytuacjach zezwalano na działalność w tym obszarze. Na początku odbywało się to poprzez wydawanie licencji brokerom na jeden rok lub dwa lata. Z czasem taka polityka uległa zmianie i nastąpił okres stabilizacji, zakończony konkretnymi rozwiązaniami zawartymi w *Exchange Law* w roku 1893.

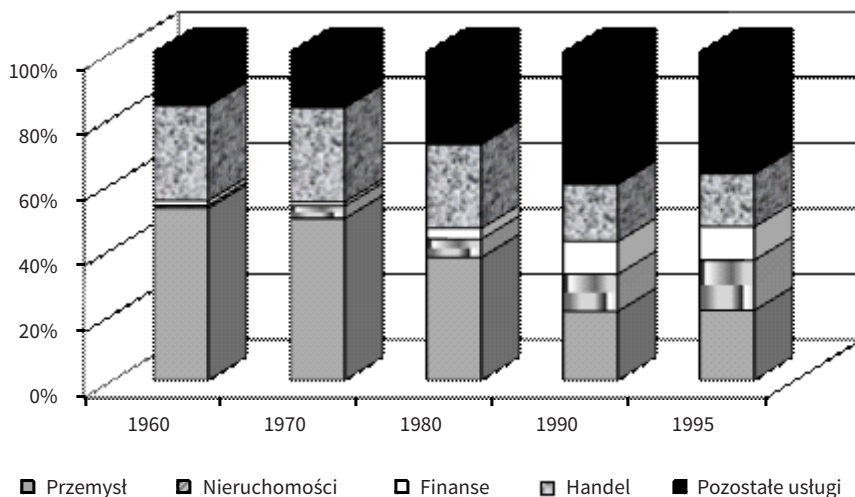
Struktura sektora bankowego odzwierciedlała autorytarną myśl polityczną tamtego okresu. Instytucje finansowe zostały powołane do zapewnienia siły kraju, jego prestiżu i ekonomicznej wydajności. Sektor ten był w znacznym stopniu scentralizowany. Istniała tendencja do grupowania instytucji finansowych. Stało się to podstawą do wykształcenia się przedwojennych *zaibatsu*, czyli grup, których przedsiębiorstwa kontrolowały kilka sektorów gospodarki pod przewodnictwem dużego banku. Centralna pozycja banków w gospodarce utrzymuje się w Japonii do dzisiaj. Istotne jest to, że nie są one jedynie instytucjami świadczącymi usługi finansowe, lecz również odgrywają rolę głównego, wiodącego podmiotu w grupie, do której należą. Japońska bankowość stanowi najbardziej konserwatywny sektor krajowej gospodarki⁸³.

Ustawę *Prawo bankowe* po raz pierwszy uchwalono w roku 1890. Miała ona obowiązywać przez pięćdziesiąt lat. Przemiany w japońskiej bankowości na przełomie XIX i XX w. sprawiły, że już w roku 1927 uchwalono i wprowadzono w życie nowe *Prawo bankowe*, w którym mocno podkreślono znaczenie minimalnego wymogu kapitałowego banków. Po II wojnie światowej, w roku 1947, w Japonii wprowadzono w życie tzw. Artykuł 65 *Prawa o papierach wartościowych* inspirowany rozwiązaniem *Glass-Steagall Act*, zabraniający bankom komercyjnym angażowania się w gwarantowanie emisji papierów wartościowych. W odróżnieniu jednakże od rozwiązań amerykańskich, banki japońskie mogły angażować się bezpośrednio w inwestycje w akcje i obligacje podmiotów gospodarczych do 5% aktywów tychże podmiotów. Banki japońskie poprzez operacje *cross-shareholdings* mogły angażować się kapitałowo w firmy zajmujące się obrotem papierami wartościowymi. Kolejna zmiana nastąpiła w roku 1970, kiedy

83 A. Szoltun, *Systemy bankowe w Azji Południowo-Wschodniej*, „Materiały i Studia” [NBP] 2002, nr 3, s. 9, na podstawie: L. Schuster, *Banking Cultures of the World*, Fritz Knopp Verlag, Frankfurt am Main 1996.

to Rada Badań nad Systemem Finansowym przy Ministrze Finansów opracowała zalecenia dotyczące liberalizacji tej ustawy. W połowie lat 70. nastąpił dynamiczny rozwój rynku pieniężnego oraz obrotu papierami skarbowymi, a w roku 1979 na japońskim rynku pojawiły się certyfikaty depozytowe. Dalsza liberalizacja systemu bankowego nastąpiła z początkiem roku 1981. Nowe *Prawo bankowe* zezwalało na przyjmowanie depozytów oszczędnościowych od ludności także innym niż depozytowo-kredytowe instytucjom finansowym. W efekcie takich działań powinien nastąpić dynamiczny wzrost znaczenia rynku kapitałowego w finansowaniu przedsiębiorstw oraz spadek udziału kredytów bankowych.

W latach 60. ubiegłego stulecia w Japonii przyjęto politykę liberalizującą handel międzynarodowy. Jak się okazało wywarło to znaczny wpływ na wzrost konkurencyjności japońskich firm produkcyjnych. Aby sprostać wyzwaniom światowej gospodarki rodzime firmy położyły nacisk (obok poprawy zarządzania spółkami) na rozwój. Od początku lat 60. wieku XX do około połowy lat 70. w Japonii wzrastało zapotrzebowanie na kapitał. Na poniższym wykresie (wykres 2.7) zaobserwować można, że m.in. presja konkurencyjna z zagranicy wywołała także zmiany w zapotrzebowaniu na kredyty bankowe w podstawowych sektorach gospodarki w Japonii.



Wykres 2.7. Udział kredytów bankowych w sektorach gospodarki japońskiej w latach 1960–1995 (w %)

Źródło: opracowanie własne na podstawie M. Hanazaki, A. Horiuchi, *Can Financial Restraint Hypothesis Explain Japan's Postwar Experience?*, NBER/CIRJE/CEPR Japan Project Meeting, August 2001

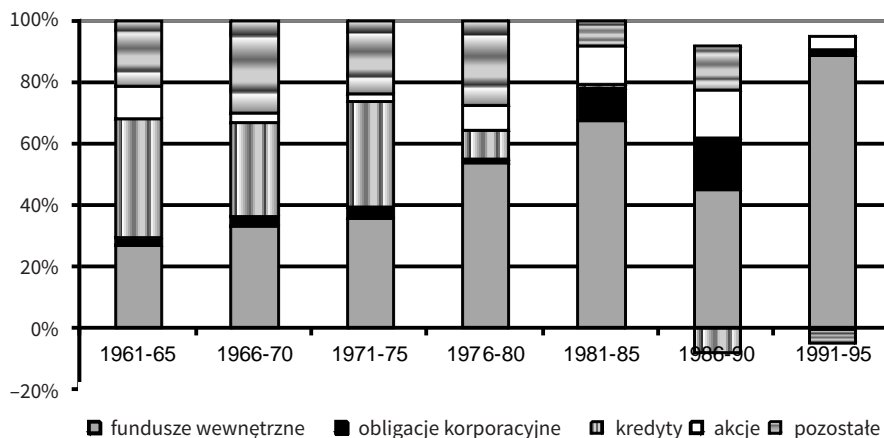
Jak widać, dynamiczny wzrost udziału w kredytach ogółem w gospodarce w badanym okresie następował sukcesywnie za sprawą sektora usług. Gwałtowny ich rozwój można odnotować od około 1980 do 1995 r. Odbywało się to w wyniku spadku udziału innych sektorów w gospodarce (przede wszystkim przemysłu oraz handlu). W latach 90. wieku XX w puli wszystkich kredytów udzielonych w Japonii wzrost ich udziału nastąpił w finansowaniu branży nieruchomości oraz w rozwoju sektora finansowego. W połowie lat 90. XX w. banki dostarczały do branż związanych z usługami około 30% kredytów ogółem, około zaś 20% do sektora produkcyjnego. W około 15% banki w tym samym czasie finansowały nieruchomości oraz handel, w przybliżeniu 10% stanowiły finanse.

Warto w tym miejscu dodać, że banki w owym czasie w zasadzie bez żadnych przeszkód kredytowały firmy. Monitoring tych firm przez banki był nieefektywny, czego skutkiem były późniejsze wydarzenia lat 1997–1998. Kryzys miał charakter międzynarodowy i objął różne kraje. Gospodarka japońska poniosła dotkliwe straty. Z perspektywy czasu należy wyciągnąć wnioszek, że polityka gospodarcza powinna zostać skierowana w stronę większej dyscypliny banków w zakresie efektywnego monitorowania firm. Jedną z propozycji wysuniętych przez S. J. Grossmana i O. D. Harta⁸⁴ oraz M. C. Jensena⁸⁵ zakłada, aby menedżerów kredytowanych firm usuwano z zajmowanych stanowisk, jeśli spółki przez nich zarządzane mają problemy ze spłatą zadłużenia. Na poniższych wykresach (wykresy 2.8 i 2.9) przedstawiono struktury finansowania firm działających w Japonii w latach 1961–1995.

Z wykresu wynika, że dominującym źródłem finansowania przedsiębiorstw od około połowy lat 70. wieku XX do roku 1995 były kapitały własne. Strukturalne zmiany zachodziły szczególnie intensywnie na początku lat 90. ubiegłego wieku, a polegały na blisko stu procentowym udziale funduszy wewnętrznych w finansowaniu działalności firm. Dotyczyło to zarówno przedsiębiorstw produkcyjnych, jak i firm świadczących usługi.

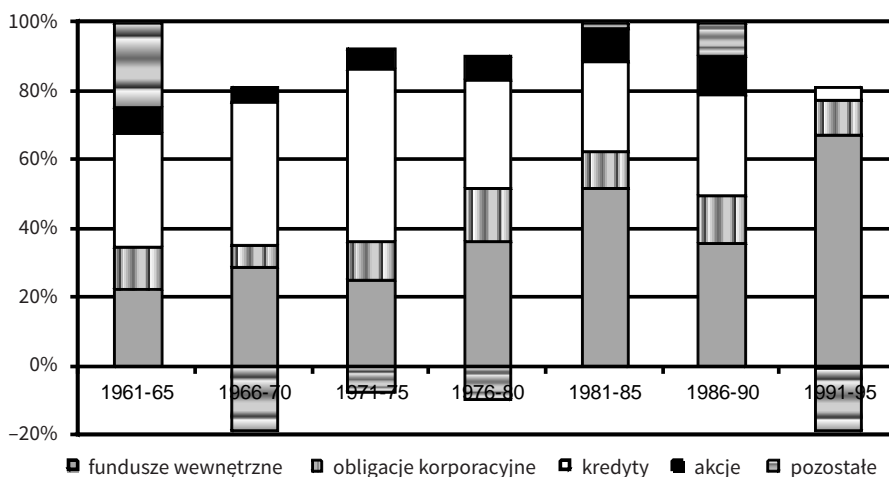
84 S. J. Grossman, O. D. Hart, *Corporate Financial Structure and Managerial Incentives*, [w:] J. McCall, *The Economics of Information and Uncertainty*, University of Chicago Press, Chicago 1982.

85 M. C. Jensen, *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers*, „American Economic Review” 1986, No 76, ss. 323–329.



Wykres 2.8. Struktura finansowania w firmach produkcyjnych w Japonii w latach 1961–1995 (w %)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Bank of Japan



Wykres 2.9. Struktura finansowania w firmach nieprodukcyjnych w Japonii w latach 1961–1995 (w %)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Bank of Japan

Trudno jest jednoznacznie określić, jakie czynniki wpłynęły na efektywność funkcjonowania firm w Japonii w okresie powojennym. W zasadzie problem dotyczy identyfikacji tych czynników, które istotnie oddziaływały na wzrost produktywności japońskich spółek. Badania⁸⁶ prze-

⁸⁶ Liczba spółek poddanych badaniu liczyła 1661, analiza dotyczyła okresu od roku 1970 do 1990.

prowadzone przez M. Hanazaki i A. Horiuchi⁸⁷, wykorzystujące w tym celu funkcję TFP (*total factor productivity*) opartą na funkcji Cobba–Douglasa, nie wykazały jednoznacznie, jaki czynnik lub grupa czynników oddziaływała na tak wysoką wydajność japońskich firm. Autorom badania nie udało się w oczywisty sposób wyjaśnić, czy za rozwój gospodarczy badanego okresu w większej mierze odpowiedzialny jest *main bank relationship*, czy przemiany zachodzące na światowych rynkach. Jednocześnie wyniki badania pozwoliły na sformułowanie konkluzji, że nader istotne dla wzrostu w badanym okresie było wystawienie przemysłu japońskiego na konkurencję z zagranicy. Zatem M. Hanazaki i A. Horiuchi dowiedli, że istnieje dyscyplinujący i pozytywny wpływ handlu międzynarodowego na zarządzanie firmami. J. A. Frankel i D. Romer⁸⁸ w swoich badaniach wykazali natomiast, że handel międzynarodowy stymuluje wzrost gospodarczy.

W Japonii spadek udziału kredytów bankowych okazał się stosunkowo niewielki – biorąc pod uwagę dane z okresu 1980–1997. W tabeli 2.5 przedstawiono udział poszczególnych składników wchodzących w skład zewnętrznych źródeł finansowania przedsiębiorstw.

Analizując dane zawarte w tabeli można stwierdzić, że we wszystkich badanych krajach banki są dostawcami środków finansowych do firm na realizację inwestycji. Zwykle wielkość udziału kredytów bankowych w kapitale zewnętrznym firm ogółem oscyluje wokół 90%. Zagraniczne źródła stanowią średnio 4% wszystkich zewnętrznych kapitałów. Dodatkowo można zauważyć, że akcje oraz zagraniczne emisje długu są niewielkie. Poza Mauritiusem, Singapurem oraz Wielką Brytanią wszystkie badane kraje wyemitowały większą część papierów dłużnych na rynku krajowym niż międzynarodowym. Peru jako jedyny kraj wyemitował w badanym okresie więcej akcji na rynkach zagranicznych niż na rynku krajowym⁸⁹. Można stwierdzić, że japoński rynek kredytów bankowych stanowi jeden z najwyższych spośród badanych krajów, a jego średnia wielkość przekracza 90% wszystkich finansowych źródeł zewnętrznych badanych podmiotów.

W większości krajów azjatyckich przedsiębiorstwa są zorganizowane w formie wielkich konglomeratów (zwanymi *keiretsu*), głównie rodzinnych. Firmy takie koncentrują w swojej strukturze podmioty, które łącznie sprawiają, że przedsiębiorstwo staje się niezależne⁹⁰. W Japonii dzia-

87 M. Hanazaki, A. Horiuchi, *Can Financial Restraint Hypothesis Explain Japan's Post-war Experience?*, NBER/CIRJE/CEPR Japan Project Meeting, August 2001.

88 J. A. Frankel, D. Romer, *Does Trade Cause Growth?*, „American Economic Review” 1999, No 89(3), ss. 379–399.

89 Zob. więcej w: I. Domowitz, J. Glen, A. Madhavan, *International Evidence on Aggregate Corporate Financing Decisions...*

90 W skład takiego konglomeratu wchodzi firmy dostawcze, producenci, handlowcy, firmy ubezpieczeniowe, firmy leasingowe oraz banki – dostawcy niezbędnego kapitału.

ła osiem takich grup gospodarczych, które tworzą silną konkurencję na rynku wewnętrznym oraz zagranicznym.

Tabela 2.5

Udział procentowy poszczególnych źródeł finansowania w zewnętrznym finansowaniu firm w wybranych krajach w latach 1980–1997

Kraj	Kredyty bankowe		Obligacje korporacyjne		Akcje	
	krajowe (domestic)	zagraniczne (foreign)	krajowe (domestic)	zagraniczne (foreign)	krajowe (domestic)	zagraniczne (foreign)
Niemcy	88,8	0,2	10,2	0,1	0,6	0,1
Japonia	90,1	0,0	8,4	0,7	0,8	0,0
Wielka Brytania	91,6	4,1	0,4	2	1,6	0,3
USA	86,5	5,2	6,1	0,8	1,4	0,1
Kraje rozwijające się*	94,01	1,53	1,6	0,52	2,04	0,3
Azjatyckie Tygrysy**	91,9	1,83	3,9	0,5	1,7	0,17
Inne kraje OECD***	88,8	2,5	5,2	0,94	2,3	0,26

Uwaga: *Argentyna, Brazylia, Chile, Chiny, Kolumbia, Grecja, Indie, Indonezja, Jordania, Malezja, Mauritius, Meksyk, Pakistan, Peru, Filipiny, Portugalia, Sri Lanka, Turcja, Wenezuela; **Korea Południowa, Singapur, Tajwan; ***Belgia, Kanada, Finlandia, Nowa Zelandia.

Źródło: obliczenia własne na podstawie I. Domowitz, J. Glen, A. Madhavan, *International Evidence on Aggregate Corporate Financing Decisions*, „International Financing Decisions”, January 2000, s. 26.

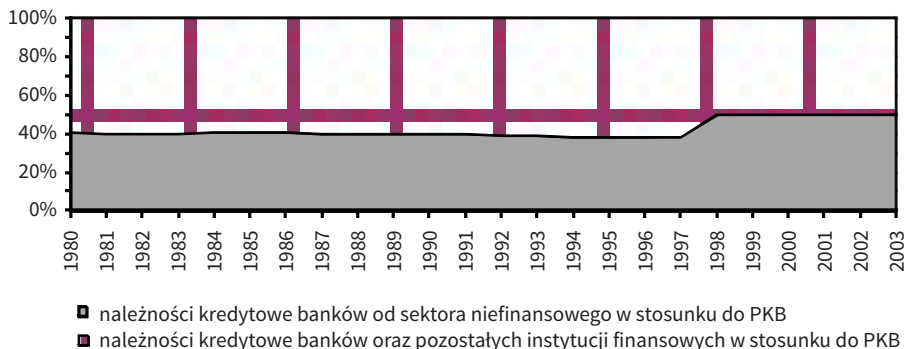
W latach 90. ubiegłego wieku gorąco dyskutowano nad zreformowaniem rodzinnych konglomeratów, uczynieniem ich bardziej przejrzystymi oraz przystosowaniem do sprostania konkurencji na arenie międzynarodowej. Zwolennicy likwidacji konglomeratów rodzinnych argumentowali, że przedsiębiorstwa o takiej strukturze działają ze szkodą dla polityki społecznej, a przede wszystkim nie spełniają standardów międzynarodowych. Przeciwnicy zaś tego rozwiązania twierdzili, że karatele pełnią bardzo ważne, specyficzne funkcje w gospodarce i to od ich rozwoju zależy rozwój gospodarczy, a wraz z nim wzrost efektywności i konkurencyjności państw azjatyckich⁹¹.

W kwietniu roku 1993 Ministerstwo Finansów zezwoliło dzieściu najbardziej dokapitalizowanym filiom japońskich banków

91 A. Szoltun, *Systemy...*, s. 32.

gwarantować emisje obligacji rządowych i obligacji przedsiębiorstw, emisje akcji oraz zarządzać towarzystwami wspólnego inwestowania. W listopadzie tego samego roku sześciu bankom w Japonii zezwolono na obrót papierami wartościowymi za pośrednictwem ich filii. Wynikiem takich działań był wzrost roli rynku papierów wartościowych, dzięki któremu usługi finansowe dla firm w zakresie pozyskiwanego kapitału świadczone mogły być zarówno w kraju, jak i za granicą. To z kolei mobilizowało podmioty gospodarujące do emisji obligacji korporacyjnych, a także do łączenia się. Wynikiem kryzysu⁹², jaki dotknął kraje Azji Południowo-Wschodniej, w tym Japonię, w latach 1997–1998, był efekt domina, poprzez który kryzys przenosił się na inne kraje regionu i świata. Przekonało to, przynajmniej częściowo, władze regulacyjne, że rozwiązania dotychczas stosowane w systemie finansowym powinny podlegać reformie. Uznaje się, że najważniejszą przyczyną kryzysu w Japonii były „złe kredyty” w bankach, których udzielano w dużej skali na zakup nieruchomości oraz na inne inwestycje. Pod koniec marca 1998 r. rząd japoński musiał dokapitalizować 15 głównych banków Japonii. Dwa z nich – The Long Term Credit Bank of Japan i the Nippon Credit Bank ogłosiły niewypłacalność, a kontrolę nad nimi przejęło państwo.

Na wykresie 2.10 przedstawiono gwałtowny zwrot w zmianie struktury udzielanych kredytów podmiotom niefinansowym.



Wykres 2.10. Relacja kredytów udzielonych podmiotom niefinansowym przez banki oraz przez inne instytucje finansowe w Japonii w latach 1980–2003

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych World Development Indicators

⁹² Przyczynom kryzysu w Azji Południowo-Wschodniej autorka poświęciła fragment podrozdziału 1.2.2.

Analizując dane na wykresie można wywnioskować, że dotychczasowy trend udziału należności bankowych i niebankowych od sektora prywatnego uległ załamaniu. Udział pozabankowych instytucji w finansowaniu rozwoju przedsiębiorstw spadł blisko zera i od roku 1998 aktywność pozabankowych instytucji finansowych w Japonii nie odgrywa już znaczącej roli.

Poważne kryzysy z połowy lat 90. w różnych regionach świata przyczyniły się m.in. do podjęcia przez przedstawicieli międzynarodowych instytucji finansowych, władze wielu państw oraz środki masowego przekazu dyskusji na temat potrzeby wzmocnienia światowego systemu finansowego. We wrześniu 1998 r. prezydent USA – Bill Clinton przedstawił na spotkaniu Rady ds. Stosunków z Zagranicą wstępną koncepcję „nowej architektury finansowej”, tj. systemu zapobiegającego powstawaniu kryzysów w przyszłości oraz łagodzącego ich skutki, o ile już wystąpią. Plan ten zakładał tworzenie pomocowych, zapobiegawczych linii kredytowych dla mających najlepsze wyniki gospodarcze państw wschodzących rynków (*emerging markets*). W 1999 r. na spotkaniu Państw Obszaru Pacyfiku (*the Pacific Basin Economic Council* – PBEC) zostało osiągnięte przez kraje członkowskie tych organizacji porozumienie dotyczące głównych aspektów umocnienia architektury systemu finansowego i realizacji istotnych reform w poszczególnych krajach. Do reform, które uzyskały największe poparcie zaliczono m.in.⁹³:

- promowanie przejrzystości i odpowiedzialności oraz rozwój,
- wzmacnianie systemów finansowych, głównie poprzez lepszy nadzór nad rynkami finansowymi,
- przywiązywanie większej wagi do kwestii odpowiedniej liberalizacji rynków kapitałowych,
- zapewnienie udziału sektora prywatnego w działaniach na rzecz zapobiegania i rozwiązywania kryzysów finansowych,
- zapewnienie odpowiednich reżimów kursów walutowych,
- zapewnienie dostatecznego poziomu źródeł finansowych MFW.

Uznano, że wszystkie aspekty „nowej architektury” są niezależne. Za najważniejszy przyjęto pierwszy priorytet, wedle którego rozwój, upowszechnianie oraz monitoring międzynarodowych standardów i kodeksów dobrych praktyk stanowią podstawowe elementy umacniające systemy finansowe. Wybór reżimów kursowych, wzmocnienie nadzoru oraz większa przejrzystość są integralnymi elementami realizacji procesu liberalizacji przepływów kapitałowych, ale z drugiej strony umożliwiają redukcję niestabilnych przepływów kapitału prywatnego.

93 H. Bilski, *Nowa międzynarodowa architektura finansowa (próba reformy systemu światowego)*, „Materiały i Studia” [NBP, Warszawa] 1999, s. 2–3.

Dlatego też uznano, iż dla osiągnięcia ostatecznego celu wymagana jest ścisła współpraca sektora prywatnego, rządów poszczególnych państw oraz instytucji międzynarodowych. Dodać należy, że za istotny element realizacji programu zmian uznano pomyślną integrację wielu krajów rozwijających się z globalnym systemem finansowym. Trzeba wykorzystywać korzyści płynące z integracji światowego systemu finansowego, jednakże państwa muszą starać się o coraz lepsze przygotowanie do zachodzących nieuchronnie zmian. H. Bilski⁹⁴ formułuje w związku z powyższym postulat, skierowany do społeczności międzynarodowej, umacniania efektywności realizowanych przez poszczególne kraje programów polityki społecznej. Szczególnie aktualne stało się to po kryzysie w Azji Południowo-Wschodniej, po zakończeniu którego zwrócono uwagę zwłaszcza na rozwój kodeksu dobrych praktyk (*corporate governance*) oraz wdrażanie systemów bezpieczeństwa społecznego, zanim jeszcze wystąpi kryzys.

Zgodzić należy się z autorem, że w odniesieniu do realizacji powyższych kwestii, nie musi być tworzony kolejny kompleksowy program pod nazwą „nowej architektury międzynarodowego systemu monetarnego”, a wystarczy raczej skupienie się na rozwiązywaniu najbardziej pilnych problemów. Do tych najpilniejszych Bilski zalicza:

- przejrzystość (*transparency*),
- standardy i kodeksy dobrych praktyk (*standards and codes of good practices*),
- system wczesnego ostrzegania (*Early Warning Systems – EWS*),
- umacnianie systemów finansowych,
- tworzenie rozwiązań w zakresie oficjalnego wsparcia finansowego w sytuacjach, gdy zajdzie pilna potrzeba pozyskania na bazie stworzonych warunków ewentualnych kredytów,
- uczestnictwo sektora prywatnego w zapobieganiu i rozwiązywaniu kryzysów finansowych⁹⁵.

94 *Ibidem*, s. 3.

95 Jest to punkt najbardziej kontrowersyjny. Kraje bogate oraz międzynarodowe instytucje finansowe są zdania, że sektor prywatny powinien ponosić koszty operacji udzielania pomocy. Z drugiej strony międzynarodowi kredytodawcy nie zgadzają się, aby kraje otrzymujące pożyczki wykorzystywały je na spłatę zadłużenia wobec sektora prywatnego lub udzielały prywatnym kredytodawcom preferencyjnych warunków. MFW zwrócił szczególną uwagę na dwie kwestie: pierwszą jest tzw. ryzyko moralne (*moral hazard*), co przejawia się w tworzeniu zachęty do nadmiernego udzielania kredytów przez prywatnych kredytodawców, którzy oczekują, że otrzymają spłaty od instytucji oficjalnych, np. MFW. Druga sprawa dotyczy potencjalnych skutków wykorzystania swoich ograniczonych środków finansowych. Więcej zob. w: H. Bilski, *Nowa międzynarodowa architektura finansowa...*, s. 12–13.

Podsumowując powyższy fragment można stwierdzić, że brak odpowiednich regulacji ostrożnościowych oraz niewłaściwy nadzór nad systemem bankowym przyczyniły się do załamania w sferze bankowości w Japonii⁹⁶. Dodatkowo brak odpowiednio rozwiniętej infrastruktury rynku spowodował, że instytucje finansowe nie były przygotowane na sprostanie wymogom globalizującej się gospodarki światowej.

2.2.4. Ewolucja systemu finansowego w Unii Europejskiej w procesie integracji rynków finansowych

Swoboda świadczenia usług w ramach rynku wewnętrznego Unii Europejskiej uznawana jest za jeden z ważnych filarów integracji gospodarczej. Swoboda ta została uregulowana już w *Traktacie ustanawiającym Europejską Wspólnotę Gospodarczą* w art. 59–66 (następnie art. 49–55 TWE) i od początku współistniała z innymi swobodami zagwarantowanymi traktatowo. Wówczas poziom rozwoju usług był zdecydowanie niższy niż obecnie, w szczególności usług świadczonych transgranicznie, na duże odległości⁹⁷. Aby sytuacja uległa zmianie, niezbędne było wprowadzenie stosownych rozwiązań prawnych⁹⁸, których brakowało ze strony zarówno Komisji Europejskiej, jak i państw członkowskich. Dopiero w drugiej połowie lat 80. ubiegłego stulecia wraz z programem tworzenia rynku wewnętrznego podjęto bardziej systematyczny wysiłek na rzecz realnego wprowadzenia w życie swobody świadczenia usług. Był to również okres, w którym nastąpiła większa ekspansja międzynarodowego obrotu usługami, i także w skali świata zaczęto podejmować wysiłki w celu stworzenia ułatwień w wymianie usług⁹⁹. Zwiększyło się zainteresowanie osób odpowiedzialnych za po-

96 A. Szoltun, *Systemy...*, s. 55–73.

97 *Unia Europejska. Przygotowania Polski do członkostwa*, red. E. Kawecka-Wyżykowska i E. Synowiec, Instytut Koniunktur i Cen Handlu Zagranicznego, Warszawa 2001.

98 Integracja usług, w tym finansowych, niesie ze sobą konwergencję regulacji prawnych dotyczących dwóch wymiarów. Pierwszy z nich wpływa na wzrost zniekształceń z powodu odmiennych narodowych regulacji prawnych regulujących np. działalność jakiegoś sektora finansowego lub danego produktu. Drugi wymiar odnosi się do różnic na poziomie międzynarodowych rozwiązań prawnych. Tutaj metodą uzdrowienia sytuacji może być stopniowa konwergencja poprzez wzajemne ustanawianie podstawowych zasad, jak np. międzynarodowych standardów rachunkowości. Por. H. D. Skipper, *Regulatory Harmonization and Mutual Recognition in Insurance*, [w:] H. D. Skipper (ed.), *International Risk and Insurance: An Environmental/Managerial Approach*, Irwin McGraw Hill, Boston 1998.

99 *Unia Europejska. Przygotowania...*, s. 136.

litykę gospodarczą w obszarze wzrostu gospodarczego. W rzeczywistości podyktowane to zostało pojawieniem się wysokich stóp wzrostu w kraju, który ma najbardziej rozwinięty system finansowy, czyli Stanach Zjednoczonych AP. W wielu analizach podejmujących tematykę rozwoju finansowego USA służą jako swego rodzaju punkt odniesienia, swoisty *benchmark*. W Unii Europejskiej z kolei odnotowywano powolny spadek wzrostu gospodarczego i coraz częściej pojawiały się argumenty za tym, aby uwaga decydentów skoncentrowała się na systemie finansowym i jego dynamicznym rozwoju, gdyż jego dalszy niedowład ograniczałby rozwój gospodarczy w Unii. Roczne tempo wzrostu PKB wynosiło średnio 1,9% w okresie 1992–2002 w strefie euro, podczas gdy w Stanach Zjednoczonych przyrost wynosił średnio 3,3% w analogicznym czasie. Według prognoz OECD różnice między gospodarką europejską a USA zamiast maleć powiększają się. I tak prognozuje się, że dla strefy euro wzrost będzie wynosił średnio rocznie 1,7%, dla USA – 3,6%, dla Chin – 8,8%. Gospodarka europejska może pozostać daleko w tyle za innymi krajami, jeśli nie pokona pewnych wewnętrznych słabości strukturalnych. W związku z powyższym, w zakresie rozwoju rynków kapitałowych ostatnie dwie dekady dla Europy odznaczały się szczególnie głębokimi zmianami w obszarze rynków finansowych, zwłaszcza niespotykaną dotąd ekspansją systemu anglo-amerykańskiego.

Kierunek rozwoju rynków finansowych w Unii Europejskiej został zawarty w ogłoszonej w marcu 2000 r. w Lizbonie strategii lizbońskiej. Kojarzony jest głównie jako *Financial Services Action Plan* (FSAP). Założeniem procesu integracji europejskich rynków kapitałowych jest stworzenie jednolitej płaszczyzny działania dla emitentów i firm inwestycyjnych (*leveling the playing field*) oraz polepszenie w ten sposób warunków konkurencji na rynku usług finansowych. W wyniku konkurencji zwiększyć się z kolei mają możliwości inwestycyjne dla inwestorów oraz możliwości kapitałowe emitentów, z drugiej jednak strony wskazuje się, że integracja europejskich rynków kapitałowych ma ostatecznie służyć celom makroekonomicznym, głównie poprzez wzrost konkurencyjności europejskich spółek na rynkach światowych. Dzięki tym działaniom wzrosnąć powinno zatrudnienie w Unii Europejskiej oraz dojść do poprawy zabezpieczenia emerytalnego obywateli Unii.

Inną podstawową kwestią w ramach założeń *Planu* stał się rozwój nowej ekonomii (*new economy*), w szczególności wzrost udziału sektora nowych technologii w tworzeniu PKB. Miało to nastąpić dzięki m.in. zwiększeniu wartości notowanych spółek na giełdach papierów wartościowych oraz ułatwieniu dostępu do finansowania tejże branży. Z raportu Świato-

wego Forum Ekonomicznego¹⁰⁰ dotyczącego wykorzystania informatyki i telekomunikacji oraz warunków ich rozwoju wynika, że Polska wśród 104 krajów zajmuje 72. pozycję. Według rankingu „Networked Readiness Index 2004–2005”¹⁰¹ światową czołówkę stanowią w tym aspekcie kraje skandynawskie i azjatyckie oraz USA. Tabela 2.6. prezentuje pierwszą dziesiątkę krajów oraz, w drugiej części, wybrane kraje z rankingu.

Tabela 2.6

Pierwsza dziesiątka krajów oraz wybrane kraje w globalnym rankingu technologicznym (zestawienie krajów pod względem wykorzystania informatyki i telekomunikacji) w roku 2004

Miejsce	Kraj	Miejsce	Kraj
1.	Singapur	12.	Wielka Brytania
2.	Islandia	14.	Niemcy
3.	Finlandia	20.	Francja
4.	Dania	25.	Estonia
5.	USA	29.	Hiszpania
6.	Szwecja	38.	Węgry
7.	Hongkong	40.	Czechy
8.	Japonia	48.	Słowacja
9.	Szwajcaria	62.	Rosja
10.	Kanada	72.	Polska

Źródło: *Daleko do nowoczesności*, „Rzeczpospolita”, nr 59, z 11.03.2005 r.;
na podstawie: *Networked Readiness Index 2004–2005*
– Raport Światowego Forum Ekonomicznego.

Z tabeli wynika, że kraje skandynawskie uczyniły z technologii motor swojego rozwoju i od kilku lat znajdują się w technologicznej czołówce świata. W pierwszej dziesiątce znajdują się Islandia, Finlandia, Dania oraz Szwecja, a uzupełnia je m.in. Szwajcaria. Interesujący jest fakt, że kraje takie, jak Wielka Brytania, Niemcy czy Francja lokują się dopiero w drugiej dziesiątce rankingu. Na pierwszym miejscu usytuował się Singapur,

100 Raport przygotowany został na podstawie wyników ankiet przeprowadzonych wśród polskich środowisk biznesowych oraz danych statystycznych m.in. Banku Światowego.

101 Światowy ranking jest wynikiem oceny zarówno infrastruktury telekomunikacyjnej i informatycznej w poszczególnych krajach, jak i oceny wykorzystania nowych technologii przez administrację, biznes oraz indywidualnych użytkowników. Pod uwagę brane są również warunki prawne, instytucjonalne, edukacyjne, które wpływają na możliwości wykorzystania nowych technologii.

który zdetronizował Stany Zjednoczone, a te z kolei spadły na miejsce piąte. Gorszy wynik Stanów Zjednoczonych to nie tyle rezultat istotnego pogorszenia warunków rozwoju nowych technologii, co większy postęp w innych krajach. Awans Singapuru z drugiego miejsca w poprzednim zestawieniu to rezultat z jednej strony, jak podkreślają autorzy raportu, konsekwentnej polityki państwa, które wspiera rozwój i wykorzystanie nowych technologii, z drugiej zaś efekt wysokiego poziomu edukacyjnego oraz zdolności do przyswajania zdobyczy światowej techniki.

Jak można zauważyć spośród krajów Europy Środkowowschodniej, wyprzedzają Polskę takie kraje, jak Estonia na 25. miejscu, Węgry na 38., Czechy na 40. oraz Słowacja na 48. Do niedawna polski rynek informatyki i telekomunikacji był porównywalny pod względem wartości z rosyjskim, jednakże ten dystans zwiększył się i Rosja uplasowała się na 62. pozycji. I. Mia, współautorka raportu, wskazuje na bariery, jakie należy pokonać, by proces wprowadzania nowych technologii odbywał się nieco szybciej. Otóż, za podstawową barierę autorka uznaje uwarunkowania polityczne, czyli wszystkie ustawy dotyczące tego sektora, z których powodu Polska zajmowała 79. miejsce na 104 sklasyfikowane kraje. Najgorzej przedstawiała się jednak waga, jaką do tego sektora przywiązuje władza – Polska znalazła się pod tym względem na 99. miejscu¹⁰².

J. Szomburg z kolei podaje w wątpliwość zachwyt wielu autorów Finlandią, pomimo jej niekwestionowanego obecnego sukcesu. Gospodarka oparta na wiedzy bazuje na kreatywności i innowacyjności, ale bez uzupełnienia tej kwestii o wymiar duchowy może pozbawić niektóre kraje trwałego sukcesu w sferze innowacji, przed czym autor przestrzega elity rządzące w Polsce. Należy zgodzić się z nim, gdy stwierdza, iż „nie wystarczy przeznaczać coraz większego procentu PKB na badania i rozwój”, odnosząc ten wniosek do słabości myślenia stojącego za unijną strategią lizbońską¹⁰³.

Usługi finansowe stanowią jedno z podstawowych źródeł bogactwa wysoko rozwiniętych gospodarek. Innowacje w obszarze usług finansowych oraz wydajność w produkcji uważane są za podstawowe czynniki sprzyjające rozwojowi gospodarce. Integracja jest procesem nieodwracalnym oraz niesłabnącym, a jeśli prowadzi do osiągnięcia ekonomii skali czy też większej efektywności świadczonych usług, to instytucje finansowe będą dążyły do wprowadzania takich innowacji finansowych, które w pełni zaspokoją potrzeby klientów.

Na rynkach finansowych w UE zaszły znaczące zmiany w efekcie wdrożenia planu FSAP, jednakże dylemat stanowiła w dalszym ciągu głą-

102 Na podstawie: *Daleko do nowoczesności*, „Rzeczpospolita”, nr 59, z 11.03.2005 r.

103 *Ibidem*, s. 11.

boka fragmentacja rynków finansowych, która miała zostać zniwelowana w momencie wprowadzenia wspólnej waluty euro.

Warto wspomnieć, że przemiany na europejskim rynku finansowym wstępnie zostały naszkicowane w tzw. Raporcie Cecciniego¹⁰⁴. Swoboda świadczenia usług (w tym finansowych) w ramach rynku wewnętrznego Unii Europejskiej jest jednym z podstawowych filarów integracji gospodarczej krajów Wspólnoty i została zagwarantowana już w *Traktacie ustanawiającym Europejską Wspólnotę Gospodarczą*. Stworzenie jednolitego wspólnego rynku usług finansowych oznacza, że każdy bank, instytucja ubezpieczeniowa czy fundusz inwestycyjny może świadczyć usługi zarówno poprzez swoje filie, jak i oddziały w pozostałych krajach członkowskich w sposób transgraniczny.

Innym powodem, dla którego proces integracji finansowej sprzyjał rozwojowi modelu anglo-amerykańskiego, było otwarcie krajowych rynków na zagranicznych pośredników. Konkurencja zagraniczna przyczyniła się do znoszenia barier dla rozwoju M-system (*market-based system*). W zasadzie od strony formalnej usuwanie wewnętrznych barier zostało zakończone ze skutkiem pozytywnym, jednakże w kontekście politycznym może przynieść w perspektywie czasu skutki odmienne. Przykładowo może dojść do scentralizowania władzy w finansowych sektorach gospodarki (np. sektor bankowy) i do wykorzystywania pozycji monopolisty w celu ograniczania rozwoju rynków kapitałowych.

Z raportu firmy analitycznej IBM for Business Value wynika, że nie należy oczekiwać fuzji wśród dużych europejskich banków oraz firm ubezpieczeniowych, może jedynie dojść do przejęć na rynkach lokalnych. W ostatnich pięciu latach wydatki banków na inwestycje w tradycyjne sieci placówek wzrosły o 9%. Obawy sprzed kilku lat dotyczące spadku liczby placówek w wyniku rozwoju bankowości internetowej nie potwierdziły się. W Europie z dostępu do Internetu korzysta 18% klientów banków i w większości są to ludzie młodzi. Istotną barierą w rozpowszechnianiu usług elektronicznych jest brak zaufania do nowych technologii oraz obawa o bezpieczeństwo informacji. Z kolei klienci firm ubezpieczeniowych chętniej korzystają z Internetu, o czym świadczy fakt, że blisko połowa ubezpieczeń we Francji, Włoszech czy w Hiszpanii sprzedawana jest przez Internet (w Niemczech i Wielkiej Brytanii około 20%)¹⁰⁵.

Model prorynkowy powinien opierać się na zdrowych i stabilnych regulacjach prawnych oraz na sprawnie funkcjonującej infrastrukturze.

104 W raporcie szacowano, że zrealizowanie idei jednolitego rynku usług finansowych w Unii Europejskiej przysporzy konsumentom dodatkowo 26 bilionów euro. Może do tego dojść, gdy nastąpi konwergencja cen usług finansowych na obszarze UE.

105 *Usługi finansowe. Nie czas na fuzje*, „Rzeczpospolita”, nr 58, z dnia 10 marca 2005 r.

Stopień rozwoju infrastruktury różni się wyraźnie wewnątrz samej Europy, dzieląc ją na części północną i południową. Z punktu zaś widzenia samego przedsiębiorstwa, ważny jest fakt, czy jest to firma mała, czy duża. Wielkie koncerny, wykorzystując swą pozycję na rynku, dążą do takiego usprawnienia uzyskiwania i przetwarzania informacji, aby koszt tych operacji był jak najniższy. Małe firmy znajdują się w relatywnie gorszej sytuacji ze względu na niewystarczający poziom rozwoju lokalnej infrastruktury. Mogą nie skorzystać ze wzrastającej roli rynków, ani z niekonkurencyjnie utrzymywanych stosunków z bankami, chyba że podjęte zostaną głębokie reformy strukturalne.

W zakresie rozwoju przejrzystego prawa, regulacji oraz infrastruktury, służących dominacji rynków finansowych, Europa kontynentalna podąża za rozwiązaniami funkcjonującymi w Stanach Zjednoczonych. Do tego między krajami europejskimi istnieje rozdźwięk w poziomach rozwoju kilku ogólnych wskaźników jakości prawa, jego egzekwowania oraz przejrzystości, co pokazano w tabeli 2.7.

Tabela 2.7

Ogólne wskaźniki jakościowe

Wskaźnik	Kraj		Region	Średnia dla UE		Średnia dla UE
	Wielka Brytania	Stany Zjednoczone	Strefa euro			
				Północ	Południe	
Prawa akcjonariuszy	5	5	2	2,40	2	2,29
Prawa kredytodawców	4	1	1,64	2,10	1,50	1,93
Liczba dni do zainkasowania czeku	101	54	253	171	381	227
Skuteczność sądów	10	10	8,20	9,48	6,38	8,59
Korupcja	9,10	8,63	8,37	9,30	7,04	8,65
Standardy rachunkowości	78	71	60,40	67,78	54,25	63,62
Udział w kapitale	0,01	0,01	0,14	0,09	0,20	0,12

Źródło: opracowanie własne na podstawie R. La Porta, F. Lopez de Silanes, A. Shleifer, R. Vishny, *Law and Finance*, „Journal of Political Economy” 1998, vol. 106, No 6; R. La Porta, F. Lopez de Silanes, A. Shleifer, *Lex Mundi Courts: the Lex Mundi Project*, NBER, Working Paper, 2002; A. Dyck, L. Zingales, *Private Benefits of Control: An International Comparison*, „Journal of Finance” 2003.

W pierwszych dwóch wierszach przedstawione zostały wskaźniki jakości prawa chroniącego inwestorów na rynku kapitałowym (akcjonariuszy i kredytodawców). Podczas gdy w USA wskaźnik wynosi 5 punk-

tów, europejski wynik to 2,3 punkta. W krajach europejskich punktacja wygląda nieco lepiej, jeśli chodzi o prawa kredytodawców: w Europie osiągają wynik ponad 2 punkty, podczas gdy w USA 1 punkt. W obu przypadkach północne kraje europejskie (Austria, Belgia, Dania, Finlandia, Francja, Niemcy, Irlandia, Luksemburg, Holandia, Szwecja, Wielka Brytania) mają wyższą punktację niż kraje południa Europy (Grecja, Włochy, Portugalia, Hiszpania). Ewidentne różnice pomiędzy północą a południem Europy widać, jeśli rozpatrujemy podłoże istniejącej infrastruktury w zakresie inkasowania emitowanych czeków. W Unii średnio zabiera to 227 dni (północne kraje Europy – średnio 171 dni, południowe – 381 dni), gdy w USA tylko 54 dni.

Należy tu zaznaczyć, iż чеки w wielu krajach nie są używane jako standardowa forma płatności, stąd wymienione liczby nie do końca odzwierciedlają dany stan rzeczy. Kwestia skuteczności sądownictwa również wypada na niekorzyść krajów europejskich, co wpływać może na warunki stwarzane zagranicznym inwestorom. Europa kontynentalna odbiega od USA w zakresie jurysdykcji – efektywność sądów oszacowana została średnio na 8,2 punktu, gdy w USA jest to 10 na 10 możliwych. Znowu bardzo znaczący jest podział na północną i południową Europę, wyniki krajów z północy (9,5) zbliżone są do wskaźników amerykańskich.

Rynek kapitałowy w swej istocie wymaga upublicznienia, każdy instytucjonalny krok zmierzający do ukrycia informacji jest bardzo dla niego szkodliwy. Podczas gdy wyniki dla obu kontynentów są zbliżone, to istnieje wyraźna różnica między krajami Europy północnej (9,30) i południowej (7,04). Wiele korzyści z systemu rynkowego wypływa z rozpowszechniania informacji. Jeśli więc informacje nie są ujawniane, to korzyści nie mogą być materializowane. W tym wymiarze także występuje wyraźna różnica między USA a Europą (na niekorzyść kontynentu europejskiego) oraz wewnątrz samej Europy. The Center for International Financial Analysis and Research skonstruowało w roku 1990 indeks jakości jawności rachunkowości poprzez badanie raportów i rating firm z 1990 r. na maksymalnie 90 pozycji. Firmy z USA średnio uzyskały 71 z 90 możliwych pozycji, europejskie zaś osiągnęły wynik tylko 64 pozycji.

Ostatni z wierszy tabeli dostarcza nam informacji na temat wyników przekrojowej estymacji wartości zawładniętych przez insiderów w różnych krajach. Według tych danych, w USA insiderzy mogą przejąć kontrolę kosztem akcjonariuszy średnio tylko 1% wartości firmy, w Europie – 12%. Wielki rozłam istnieje znów między północą (9%) i południem (20%) kontynentu.

Podsumowując można stwierdzić, że w ostatnich dwudziestu latach XX w. europejski system finansowy stał się bardziej prorynkowy. Ten ruch był wynikiem takich zmian na rynkach międzynarodowych, jak wzrost międzyna-

rodowego handlu i przepływów kapitałowych oraz polepszenie warunków przesyłania informacji. Analiza zmian na europejskim rynku finansowym dostarczyć może w pewnym zakresie konceptów na temat tego, jak Unia Europejska powinna przeciwdziałać antyrynkowym trendom. Promować musi reformy strukturalne w południowej Europie, w innych zaś regionach minimalizować dystrybucyjne efekty ekspansji rynków finansowych.

Kompleksowe wykazanie wyższości jednego z systemów nad drugim ma sens wtedy, gdy uwzględnia się w analizie także otoczenie tych systemów w każdym z krajów. Relatywne korzyści ze wzrastającej roli systemu prorynkowego w Unii Europejskiej zwiększyły się w wyniku integracji rynków wewnątrz Unii oraz w momencie wprowadzenia waluty euro. Akt ten doprowadził do usunięcia szeregu barier o charakterze ekonomicznym, jak i psychologicznym. W związku z przemianami dokonującymi się na kontynencie europejskim, system probankowy nie może jeszcze zyskać pełnych korzyści z nowych szans, podczas gdy system prorynkowy może to zrobić.

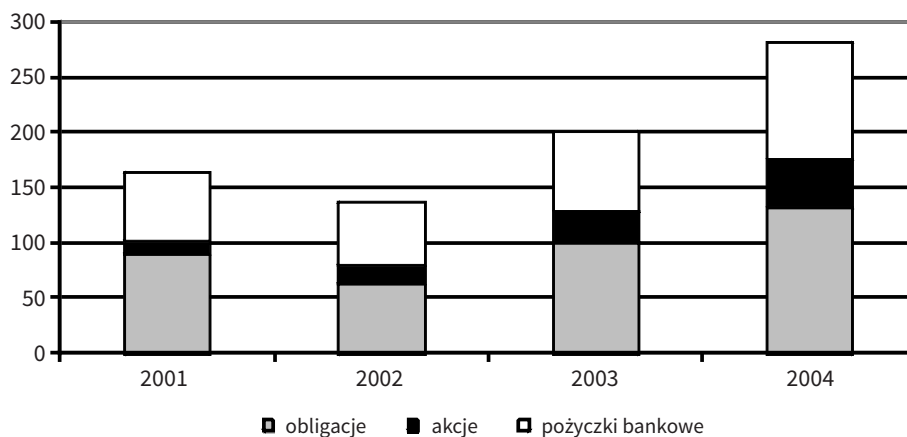
Przejście od jednego modelu do drugiego wymaga bardzo długiego okresu oraz zbudowania właściwej infrastruktury. Nagłe i odgórne niejako próby zmiany jednego systemu na drugi mogą przynieść efekty przeciwne do zamierzonych.

2.2.5. Przemiany w systemach finansowych krajów rozwijających się

W tym akapicie zaprezentowano ogólne trendy, jakie towarzyszą obecnie dokonującym się przemianom na międzynarodowych rynkach finansowych. Postanowiono, że obraz rozwoju bankowości inwestycyjnej na świecie powinien zostać uzupełniony o opis krajów rozwijających się, do których grona zalicza się także Polska. Generalnie podzielono wszystkie kraje rozwijające się na trzy podstawowe grupy – według kryterium ich położenia geograficznego. I tak wyróżniono kraje rozwijające się z Europy Środkowowschodniej, kraje położone w Azji oraz kraje z Ameryki Łacińskiej.

Charakterystykę rozpoczęto od wyodrębnienia podstawowych instrumentów finansowych wykorzystywanych do realizacji inwestycji przez przedsiębiorstwa (wykres 2.11).

Z wykresu wynika, że po spadku wartości absolutnych ogółem emisji obligacji, akcji oraz udzielonych pożyczek w roku 2002 (z 162,1 mld USD do 35,6 mld USD) w rozwijających się krajach Azji, Ameryki Łacińskiej, Europy Środkowowschodniej oraz Afryki nastąpił gwałtowny wzrost wartości wyżej wymienionych instrumentów w roku 2003, który osiągnął poziom blisko 200 mld USD. W roku 2004 trend wzrostowy został zachowany, a poziom dokonanych emisji osiągnął wartość ponad 280 mld USD.



Wykres 2.11. Wartość wyemitowanych wybranych instrumentów finansowych i udzielonych kredytów w krajach rozwijających się w latach 2001–2004

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych IMF

Na szczególną uwagę zasługuje fakt, że w roku 2002 spadek odnosił się do wartości wyemitowanych obligacji (z 89 do 61,6 mld USD w roku 2002), w mniejszym stopniu dotyczył pożyczek (z 61,9 mld USD w roku 2001 do 57,6 mld USD w 2002 r.), natomiast w przypadku wartości wyemitowanych akcji wystąpił w badanym okresie wzrost z poziomu 11,2 mld USD w roku 2001 do 16,4 mld USD w roku 2002. W kolejnych latach (2003–2004) wzrost dotyczył wszystkich analizowanych instrumentów finansowania działalności gospodarczej. Można zatem na podstawie powyższych analiz wysunąć wniosek, że rośnie znaczenie bankowości inwestycyjnej w krajach rozwijających się, choćby ze względu na wzrost udziału emitowanych akcji nawet w sytuacji pogarszającej się koniunktury na świecie. Poniżej przedstawiono zmiany procentowe udziałów poszczególnych instrumentów finansowych (tabela 2.8).

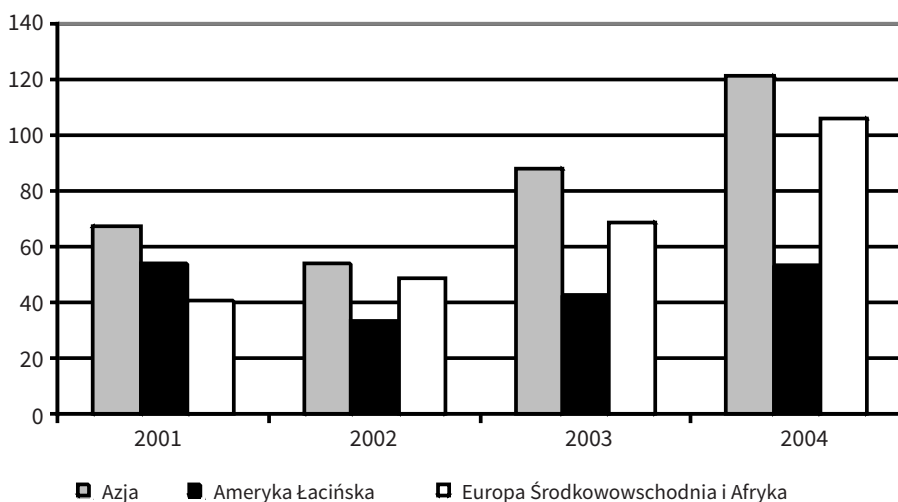
Tabela 2.8

Udział procentowy obligacji, akcji oraz pożyczek w finansowaniu działalności gospodarczej w krajach rozwijających się

Wyszczególnienie	2001	2002	2003	2004
Obligacje	55,0	45,4	49,6	47,0
Akcje	6,8	12,1	14,2	15,5
Pożyczki	38,2	42,5	36,2	37,5
Ogółem	100,0	100,0	100,0	100,0

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych IMF.

Na podstawie tabeli można wywnioskować, że następuje systematyczny wzrost dokonywanych emisji akcji. Od roku 2001 do 2004 podwoił się udział (z poziomu 6,8% do poziomu 15,5%) emisji ogółem w krajach rozwijających się. Można zatem przyjąć tezę o rosnącej roli bankowości inwestycyjnej w tych krajach. Potwierdzeniem tej tezy jest stosunkowo duży udział obligacji (średnio około 50%). Znamienny w tej sytuacji jest fakt, że udział pożyczek i kredytów odnotowuje systematyczny spadek i oscyluje wokół poziomu 37%. Warto zatem przyrzeć się poszczególnym regionom, w których notuje się największe zmiany (wykres 2.12).



Wykres 2.12. Wartość wyemitowanych wybranych instrumentów finansowych i udzielonych kredytów według regionów krajów rozwijających się w latach 2001–2004

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych IMF

Na wykresie przedstawiono geograficzny podział wartości emisji poszczególnych instrumentów finansowych. Wynika z tego, że o ile zanotowano wyraźny spadek wartości plasowanych instrumentów w krajach Azji oraz Ameryki Łacińskiej, to w Europie Środkowowschodniej i Afryce (łącznie) następuje ich systematyczny wzrost od roku 2001. Świadczy to może o większym zainteresowaniu w Europie Środkowowschodniej oraz w krajach Afryki alternatywnymi formami finansowania rozwoju przedsiębiorstw w stosunku do tradycyjnych kredytów czy pożyczek. Wzrost znaczenia usług bankowości inwestycyjnej występuje także w pozostałych krajach rozwijających się i od roku 2003 szczególnie widoczne jest to w krajach Azji, głównie dzięki gospodarce Chin, która jest nadal

najbardziej dynamicznie rozwijającą się gospodarką na świecie. Zagraniczne inwestycje bezpośrednie płyną do Chin szerokim strumieniem. Po wyprzedzeniu Stanów Zjednoczonych w roku 2002 Chiny pozostają terenem największych inwestycji na świecie. Premier Chin w roku 2004 ogłosił, że jego rząd będzie w najbliższym czasie skupiał się na stymulowaniu wydatków konsumpcyjnych, aby wspomóc wzrost gospodarczy w sytuacji, gdy dalsza ekspansja w sektorze produkcyjnym może doprowadzić do przerostu mocy produkcyjnych. Należy podkreślić, że konsumpcja odpowiadała średnio za mniej niż 60% chińskiego PKB, podczas gdy w krajach rozwiniętych stanowiło to przeciętnie 80%, natomiast w rozwijających się 74%. Zadanie to może być dosyć trudne do wykonania, choćby ze względu na fakt, że generalnie inwestycje napędzają rozwój gospodarczy, co przyczyniać się powinno do wzrostu konsumpcji. Zatem jest to samonapędzające się koło, a zmiana toru jego biegu może okazać się dramatyczna w skutkach dla wielu gospodarek świata. Należy jednak zarazem podkreślić, że w Chinach stopa oszczędności wynosi około 43% PKB, podczas gdy w innych rozwiniętych gospodarkach jest to zaledwie kilka procent. Pomimo to niezwykle trudnym dla władz chińskich zadaniem wydaje się jednoczesne wyhamowanie inwestycji i wzrost konsumpcji bez zmian o charakterze strukturalnym oraz instytucjonalnym.

Jako przykład niech posłuży analiza systemu bankowego w Chinach, który generalnie boryka się aktualnie z problemem złych długów. Ekonomiści różnie się wypowiadają na ten temat, ale przyjmuje się, że średnio złe długi stanowią około 40% PKB. Kredyty bankowe stanowią około 85% wszystkich udzielonych w Chinach pożyczek. W obliczu rosnących kosztów przedsiębiorstw oraz towarzyszącej temu obniżki zysków, firmy mogą stanąć w obliczu braku środków finansowych na spłatę zaciągniętych pożyczek. Ping Chew, analityk kredytowy firmy Standard & Poors, uważa, że chiński system bankowy w rzeczywistości już jest niewypłacalny, a wszystkie narzędzia polityki pieniężnej, które mogą zastosować władze, aby uporządkować sytuację, są niewystarczające. Andy Xie, ekonomista Morgan Stanley uważa natomiast, że obecna „banka inwestycyjna staje się większa niż ta z lat 1992–1994”. Za potwierdzenie tego stanu trzeba uznać także wypowiedź Alana Greenspana, który podczas wystąpienia w amerykańskim Kongresie w kwietniu 2004 r. stwierdził, że „jeżeli Chińczycy popadną w kłopoty, stworzą znaczące problemy dla gospodarek w Azji Południowo-Wschodniej, dla Japonii i w końcu dla nas”.

Podsumowując powyższe analizy można zauważyć, że boom gospodarczy Chin (dotyczyć to może każdego kraju rozwijającego się), niepoparty odpowiednimi zmianami instytucjonalnymi, szczególnie gdy chodzi o system finansowy, może w przyszłości stać się źródłem problemów podobnych do tych z kryzysu w Azji Południowo-Wschodniej

z lat 1997–1998¹⁰⁶. W sytuacji, gdy finansowanie inwestycji oraz rozwój przedsiębiorstw opierają się głównie na kredytach bankowych, potencjalne kłopoty w ich spłacie mogą być przyczyną efektu domina. Istota tego efektu polega na tym, że impuls wprowadzony do systemu finansowego, np. upadek jednego z większych banków, spowodować może kolejne upadki instytucji finansowych.

Uzasadnione wydaje się zatem stwierdzenie, że rozwój bankowości inwestycyjnej w Chinach ma należyte podstawy i zapewne jest nieunikniony. Za niezbędne należy uznać jednocześnie i efektywne wprowadzanie zmian o charakterze strukturalnym (np. prywatyzacja banków i przyjęcie standardów światowych w zakresie nadzoru nad systemem finansowym), co powinno uchronić tamtejsze instytucje finansowe od niewypłacalności, a nawet upadku.

Podsumowanie

Systemy bankowe w krajach anglosaskich oraz w Japonii, które początkowo oparte były na ścisłym rozdzieleniu banków komercyjnych (*commercial banks*) i banków inwestycyjnych (*investment banks*), pod względem prawnym znajdują się w fazie przechodzenia do systemu banków uniwersalnych. Dlatego dywersyfikacja, czy tzw. bankowość zróżnicowanej oferty (*multi purpose banking*) oznacza, że banki i instytucje papierów wartościowych łączą się i oferują swoim klientom, oprócz typowych usług bankowych, całą paletę operacji związanych z papierami wartościowymi.

Banki uniwersalne umożliwiają oferowanie różnych produktów pod jednym dachem, także jeśli chodzi o produkty i usługi bankowości inwestycyjnej. W zasadzie można stwierdzić, że globalne banki inwestycyjne ze Stanów Zjednoczonych narzucają tempo rozwoju całej bankowości inwestycyjnej. Należą do nich Goldman Sachs, Citigroup, Merrill Lynch czy Morgan Stanley. W Japonii, na skutek połączenia Mitsubishi Bank oraz Bank of Tokyo, stworzono bank uniwersalny typu kontynentalnego. Rozwija on i świadczy usługi bankowości inwestycyjnej poprzez spółkę zależną zajmującą się operacjami w zakresie papierów wartościowych (*trust bank*).

Podsumowując rozważania na temat cech dwóch klasycznych modeli systemów finansowych i ich praktycznego funkcjonowania na przykładzie wybranych krajów, można stwierdzić, że system probankowy domi-

106 Szczególnie dużo miejsca poświęcono temu problemowi w niniejszej książce.

nuje na mniejszych rynkach oraz finansuje rozwój mniejszych firm, gdzie ochrona prawna jest słabsza a przejrzystość rynków mniejsza, a także w sytuacji zwiększania się innowacji, ale nie w tempie rewolucyjnym. Można by, oceniając system probankowy, przyznać, że jego stosowanie daje lepsze rezultaty we wcześniejszych stadiach uprzemysłowienia gospodarek.

Inne są rezultaty funkcjonowania systemu prorynkowego. W Stanach Zjednoczonych firmy są generalnie większe, a rynki formalnie bardziej zorganizowane, w sytuacji lepszych regulacji prawnych (lepsza egzekucja prawa) i większej przejrzystości. Tam, gdzie innowacje mają charakter bardziej rewolucyjny, źródłem wzrostu dla gospodarek okazuje się przede wszystkim wiedza. Rośnie popyt na kapitał ludzki, a szczególnie zwiększa się jego mobilność między firmami czy gałęziami przemysłu, zaczyna on zajmować centralne miejsce w rozwoju gospodarek, fizyczny kapitał zaczyna mu ustępować. Bankowość inwestycyjna odgrywa wówczas służebną rolę wobec takiej lub zbliżonej strategii rozwoju gospodarek. Zauważyć można, że kierunek polityki gospodarczej w Unii Europejskiej przybiera formę systemu zorientowanego na rozwój rynków papierów wartościowych.

Rozdział 3

Analiza zależności rozwoju bankowości inwestycyjnej *via* rozwój finansowy i rozwoju gospodarczego w wybranych krajach

„Sposób, w jaki inne systemy bankowe funkcjonują pozwala lepiej zrozumieć własny system bankowy, docenić jego zalety i rozpoznać słabości”

Jan Krzysztof Solarz

3.1. Rozwój finansowy a rozwój gospodarczy – wzajemne zależności

W literaturze przedmiotu teoretyczna debata dotycząca wpływu rozwoju finansowego na wzrost gospodarczy sięga lat 70. wieku XIX oraz początku wieku XX. Historycznie, ekonomiści skupili uwagę na badaniach zależności wokół rozwoju banków i rozwoju gospodarczego. W. Bagehot¹ oraz J. Schumpeter² uważani są za pionierów badań nad wpływem rozwoju systemu bankowego na długoterminową stopę wzrostu gospodarczego oraz poszukiwaniem zależności pomiędzy nimi. Autorzy tych badań stawiają hipotezę, która głosi, iż usługi sektora finansowego są jednym z najważniejszych katalizatorów wzrostu gospodarczego. Dzięki tym usługom w gospodarce zachodzi realokacja oszczędności z inwestycji przynoszących relatywnie mniejszy dochód do sektorów o wyższej

1 W. Bagehot, *Lombard Street*, Richard D. Irwin, Homewood, IL. 1873 (edition 1962).

2 J. A. Schumpeter, *The Theory of Economic Development*, translated by Redvers Opie, Harvard University Press, Cambridge, MA. 1932.

stopie zwrotu, przy najniższych kosztach transakcyjnych oraz akceptowanym poziomie ryzyka.

Niektórzy ekonomiści są jednak przeciwni upatrywaniu związku przyczynowo-skutkowego pomiędzy rozwojem rynków finansowych a wzrostem gospodarczym. Zapoczątkowała ten nurt J. Robinson, która zauważyła, że banki pasywnie reagują na wzrost gospodarczy, określając to zjawisko słowami: „przedsiębiorstwa prowadzą a finanse podążają”³. Podobnie R. Solow nie znajduje związku przyczynowo-skutkowego pomiędzy rozwojem finansowym a wzrostem gospodarczym. Stwierdził on, że długookresowa stopa wzrostu gospodarczego jest wynikiem postępu technologicznego, od którego tenże wzrost jest uzależniony⁴. Współczesnym przedstawicielem tych poglądów jest R. E. Lucas, który twierdzi, że ekonomiści przeceniają rolę systemu finansowego, nazywając zjawisko wprost „badly overstress”⁵.

W ostatnich kilkunastu latach badania nad relacjami zachodzącymi pomiędzy rozwojem finansowym a wzrostem gospodarczym uległy gwałtownemu przyspieszeniu, szczególnie w drugiej połowie lat 90. wieku XX. Problematyka objęta badaniami skoncentrowana jest na obszarze, który od zawsze towarzyszy gospodarce, mianowicie na rozwoju systemu finansowego i jego wpływu na wzrost gospodarczy państw. Można wymienić trzy podstawowe czynniki, które wywołały intensyfikację analiz i badań w tym zakresie:

- 1) generalnie wśród teoretyków i praktyków nastąpił powrót do badań i weryfikacji teorii wzrostu,
- 2) większa jest dostępność danych statystycznych,
- 3) notowany jest wzrost znaczenia polityki gospodarczej w stymulowaniu wzrostu z jednej strony, z drugiej zaś w budowie jednolitego rynku finansowego.

Aby dokonać próby weryfikacji wybranych podejść teoretycznych oraz badań empirycznych, których przedmiotem jest analiza związków między rozwojem finansowym a rozwojem gospodarczym, należy zdefiniować te pojęcia.

3 Por. P. Lubecki, *Wzrost gospodarczy a poziom rozwoju rynków finansowych na przykładzie wybranych krajów Europy Środkowej i Unii Europejskiej*, „Ekonomista” [Wydawnictwo KEY TEXT, Warszawa] 2002, nr 5, za: J. Robinson, *The Generalization of the General Theory*, [w:] *The Rate of Interest and Other Essays*, Macmillan, London 1952.

4 R. Solow, *A Contribution to the Theory of Economic Growth*, „Quarterly Journal of Economics” 1956, No 70(1), ss. 65–94.

5 R. E. Lucas, *On the Mechanics of Economic Development*, „Journal of Monetary Economics”, July 1988, No 22, s. 3–42.

R. W. Goldsmith w swojej książce⁶ *Financial Structure and Development* definiuje „*financial structure*” jako mieszaninę instrumentów finansowych, rynków oraz instytucji funkcjonujących w gospodarce. W pracy dokonuje opisu ewolucji narodowych systemów finansowych w procesie rozwoju gospodarczego. Dostarcza informacji na temat systemów prawnych poszczególnych gospodarek, obowiązujących podatków oraz podejmuje próbę wskazania makroekonomicznych determinant stanowiących o strukturze finansowej. W wyniku przeprowadzonej analizy formułuje następujące wnioski:

- rozwój systemu finansowego wpływa na poziom wzrostu gospodarczego (autor dowiódł, że istnieje dodatnia korelacja pomiędzy rozwojem finansowym a gospodarczym),
- systemy finansowe są bardziej rozwinięte w bogatszych krajach, a giełdy finansowe w stosunku do banków są tam bardziej aktywne i efektywne,
- niewielki jest wpływ struktury finansowej na tempo wzrostu gospodarczego (autor dodaje, że struktura finansowa nie odgrywa takiej roli, jaką nadaje się jej w literaturze⁷),
- polityka gospodarcza powinna mniej skupiać się na rozwiązywaniu dylematu, czy w kraju dominuje system *market-based* czy *bank-based*, a bardziej na systemie prawnym i odpowiednich regulacjach prawnych oraz na określaniu kierunków reform, w wyniku których zainicjowane zostaną działania stymulujące rozwój i efektywne funkcjonowanie zarówno rynków, jak i banków.

Z kolei J. Kulawik⁸ rozwój finansowy określa jako doskonalenie elementów systemów finansowych, tj. rynków, instytucji oraz instrumentów finansowych. Według tego autora tak zdefiniowany rozwój finansowy ma na celu wzrost wolumenu transakcji finansowych oraz ich efektywności. Miernikiem rozwoju finansowego, w opinii J. Kulawika, jest m.in. wskaźnik pokazujący stosunek aktywów systemu finansowego ogółem do PKB. Według innego podejścia rozwój finansowy rozumiany jest jako proces, w wyniku którego następuje zmniejszenie kosztów transakcyjnych towarzyszących świadczonym usługom finansowym przez instytucje finansowe, polegających na konwersji aktywów płynnych na aktywa niepłynne.

6 R. W. Goldsmith, *Financial Structure and Development*, Yale University Press, New Haven, CT. 1969.

7 Konkluzje zawarte w książce sam R. W. Goldsmith uznał za nieco prowokujące. Wniosek, że struktura finansowa nie odgrywa istotnej roli w rozwoju gospodarczym wpłynęła na badaczy, szczególnie ze Stanów Zjednoczonych, mobilizując i poddany został dalszej weryfikacji statystycznej.

8 J. Kulawik, *Wpływ sektora finansowego na rozwój ekonomiczny*, „*Ekonomista*” 1997, nr 6.

Według Międzynarodowej Korporacji Finansowej⁹ – IFC oznakami świadczącymi o rozwoju finansowym są:

- 1) wzrost liczby instrumentów finansowych na rynku,
- 2) wzrost efektywności funkcjonowania instytucji finansowych,
- 3) wzrost skuteczności egzekwowania regulacji prawnych w tym obszarze,
- 4) wzrost przejrzystości działania oraz wzrost stopnia przestrzegania ładu korporacyjnego w spółkach,
- 5) wzrost efektywności w alokacji kapitału,
- 6) wzrost oszczędności w gospodarce,
- 7) wzrost liczby uczestników na rynkach finansowych.

3.1.1. Rozwój bankowości inwestycyjnej a rozwój finansowy

Istotnym ogniwem rozwoju finansowego jest rozwój rynku kapitałowego oraz bankowości inwestycyjnej. Przez analogię do definicji rozwoju finansowego, rozwój bankowości inwestycyjnej zdefiniować można jako rozwój poszczególnych filarów, na których się ta bankowość opiera. Zaliczyć do nich należy:

- 1) rozwój instytucji finansowych, poprzez które świadczone są usługi bankowości inwestycyjnej (banki inwestycyjne, banki komercyjne, fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne, firmy ubezpieczeniowe),
- 2) rozwój instrumentów finansowych, np. instrumentów bazowych i pochodnych,
- 3) rozwój rynków finansowych, np. rynków papierów wartościowych lub rynków pozagiełdowych,
- 4) regulacje prawne.

Zdaniem T. M. Rybczyńskiego rozwój bankowości inwestycyjnej oraz jej ewolucja w gospodarkach oznaczają:

- 1) wzrost dochodów ludności, co wiązać się powinno ze wzrostem popytu na te usługi,
- 2) elastyczność dostosowania oraz innowacyjność wiążące się nierozzerwalnie z ofertą usług bankowości inwestycyjnej, które lepiej mogą zaspokajać oczekiwania podmiotów gospodarujących i gospodarstw domowych,
- 3) dostosowywanie zasad i regulacji prawnych, według których świadczone są te usługi,
- 4) rozwój nowych technologii,
- 5) oddzielenie własności od zarządzania.

⁹ IFC – International Financial Corporation.

Określenie wpływu rozwoju bankowości inwestycyjnej na rozwój finansowy, a następnie na rozwój gospodarczy można rozważać według stopnia urzeczywistnienia funkcji, jakie pełni on w gospodarce. Bankowość inwestycyjna wspomaga wdrażanie reform strukturalnych, szczególnie w krajach przechodzących transformację gospodarczą (np. procesy prywatyzacyjne, reformy systemów ubezpieczeniowych i emerytalnych).

Warte podkreślenia jest stwierdzenie K. Czerkasa, który stwierdził, że **w dłuższym okresie rozwój bankowości inwestycyjnej nie koliduje z rozwojem bankowości komercyjnej**. Rozwój bankowości inwestycyjnej umożliwić może wręcz bankom komercyjnym uzyskanie dodatkowych źródeł przychodów. W bankach komercyjnych marża odsetkowa z tradycyjnej działalności bankowej kurczy się na skutek pojawiania się alternatywnych form oszczędzania przy poziomie ryzyka zbliżonym do tego, które towarzyszy złożeniu kapitału w depozyt. Dlatego banki depozytowo-kredytowe coraz prężniej angażują się w operacje typowe dla bankowości inwestycyjnej, a to właśnie jest osiągalne w sytuacji rozwoju bankowości inwestycyjnej. Dodatkowo rozwój bankowości inwestycyjnej dostarcza często instrumentów finansowych wspomagających zarządzanie ryzykiem (np. instrumenty pochodne). Banki komercyjne, decydując się na oferowanie usług typowych dla bankowości inwestycyjnej, zyskują niekiedy możliwość zawarcia związanej transakcji. Za przykład niech posłuży wprowadzanie papierów wartościowych jakiegoś podmiotu gospodarującego do obrotu – bank komercyjny może zaoferować specjalne lokaty przyszłym akcjonariuszom, dokonującym za jego pośrednictwem wpłat na poczet zakupu akcji¹⁰.

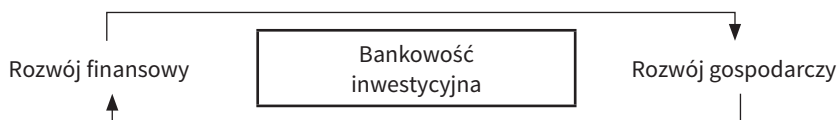
3.1.2. Teoretyczne aspekty związku rozwoju finansowego i rozwoju gospodarczego

Wielu autorów ostatnio opublikowanych prac dotyczących zależności rozwoju finansowego i gospodarczego wykorzystuje w swoich analizach coraz więcej zmiennych, które są istotne i mają wpływ na badany związek. Wśród nich występują: struktura i zadłużenie oraz stopień rozwoju podmiotów gospodarujących, poziom uprzemysłowienia krajów, a także inne dane w ujęciu przekrojowym według krajów, które sugerują ekonomistom, iż rozwój finansowy wywiera ogromny pozytywny wpływ na rozwój ekonomiczny państw.

10 K. Czerkas, *Bankowość inwestycyjna w systemie finansowym. Wnioski dla Polski*, „Materiały i Studia” [NBP, Warszawa] 1999, z. 93.

W tym podrozdziale uwaga została zwrócona na analizę, dokonywaną od strony ekonomicznej, przystosowania struktury systemu finansowego, w tym szczególnie bankowości inwestycyjnej, do zapewnienia efektywności gospodarczej. Wykorzystano w tym celu wybrane koncepcje ekonomiczne oraz dokonano przeglądu badań empirycznych, a także statystycznej weryfikacji wyników. Analiza ekonomiczna systemu finansowego dostarczyć może odpowiedzi na pytanie, w jaki sposób funkcjonowanie sektora finansowego oddziałuje na rozwój gospodarczy. Interesujący problem z tego obszaru dotyczy także analizy przyczyn występowania kryzysów finansowych oraz ich negatywnego wpływu na prawidłowe funkcjonowanie gospodarki¹¹.

Trudno jednoznacznie określić i w oczywisty sposób stwierdzić, czy istnieją związki pomiędzy rozwojem finansowym a wzrostem gospodarczym. Jeśli przyjąć *a priori* założenie, że takie relacje zachodzą, to następane pytania brzmią, czy są to wzajemne zależności oraz w jakim kierunku **zmierza ten proces**. Warto zatem postawić tu tezę, która będzie punktem wyjścia dalszych rozważań. Teza owa brzmi następująco: **wzrost gospodarczy pozostaje w ścisłym związku z rozwojem finansowym, a jego siła zależy od stopnia rozwoju finansowego danego kraju**. Teza ta została zobrazowana na schemacie 3.1:



Rys. 3.1. Rozwój finansowy a rozwój gospodarczy

Źródło: opracowanie własne

W opracowaniu podjęto próbę określenia miejsca bankowości inwestycyjnej w powyższym obiegu. Postawiona we wstępie hipoteza główna brzmi następująco:

Rozwój bankowości inwestycyjnej będzie stanowić jeden z czynników determinujących rozwój współczesnej gospodarki rynkowej. W Polsce rosnąca rola usług bankowości inwestycyjnej spowoduje dalszy rozwój rynku kapitałowego, przez co wzrośnie jego konkurencyjność.

11 Ten wątek w książce nie będzie szczegółowo analizowany, podjęty jest jedynie w odniesieniu do wpływu kryzysów finansowych na rozwój gospodarczy w kontekście bankowości inwestycyjnej.

Zatem próba analizy teoretycznej i weryfikacja wyników empirycznych badań w tym obszarze, dokonana w niniejszym opracowaniu, pozwoli określić kierunek zależności między powyższymi zjawiskami. Dodatkowo, dzięki obserwacjom oraz statystycznej analizie danych, możliwa będzie ocena siły tego wpływu. Znaczenie zaś systemu finansowego tutaj rozpatrywane jest z punktu widzenia kapitału finansowego i jego wpływu na rozwój gospodarczy. Duży nacisk położony został także na rozważanie znaczenia istotnego ogniwa współczesnego systemu finansowego – bankowości inwestycyjnej – w rozwoju finansowym i gospodarczym wybranych krajów.

Podstawę dalszych rozważań stanowi teza, że rozwój systemu finansowego determinuje rozwój gospodarczy krajów, tym samym mobilizując podmioty do wzrostu skłonności do oszczędzania oraz wzrostu tempa inwestycji w gospodarce.

Analizując wyniki badań nad związkami pomiędzy strukturą systemu finansowego i rozwojem finansowym a rozwojem gospodarczym, które były przedmiotem dociekań wielu ekonomistów, poniżej dokonano interpretacji wskaźników służących ocenie stopnia rozwoju finansowego, a następnie jego wpływu na wzrost gospodarczy. Istotne jest w związku z tym dalsze poszukiwanie w niniejszym opracowaniu odpowiedzi na trzy następujące pytania:

1. W jaki sposób rozwój finansowy oddziałuje na wzrost gospodarczy?
2. Jakie cechy charakteryzujące wzrost gospodarczy wspomagają rozwój odpowiednich struktur finansowych?
3. W jaki sposób struktury finansowe dostosowują się do strukturalnych zmian i rozwoju nowych technologii?

Próby odpowiedzi na powyższe pytania dostarczyć może przegląd wybranych podejść teoretycznych. Jak wcześniej napisano, wzrost gospodarczy zależy od akumulacji czynników produkcji wykorzystywanych w procesie produkcyjnym oraz w rozwoju technologicznego. W ujęciu tradycyjnym źródłem wzrostu jest kapitał, a także związany z nim proces akumulacji jako podstawowy i najważniejszy czynnik zrównoważonego wzrostu gospodarczego. Wymagany kapitał angażowany był także do realizacji rozwoju technologicznego w stopniu, w jakim był niezbędny od etapu badań nad nową technologią do momentu wdrożenia jej do produkcji. Zatem w okresach dynamicznego rozwoju technologicznego sektor finansowy mógł efektywnie wpływać w trakcie ekspansji myśli technicznej na ożywiony rozwój gospodarczy kraju poprzez ułatwianie nowym firmom pozyskania kapitału.

Teoria wzrostu zakłada, że stopa procentowa odgrywa główną rolę w równoważeniu w gospodarce oszczędności i inwestycji. Zgodnie

z neoklasyczną Złotą Regułą (*Golden Rule*) optymalna ścieżka wzrostu gospodarczego równa się realnej stopie procentowej. Przez długi czas uważano, że model sektora finansowego nie ma większego znaczenia przy podejmowaniu decyzji ekonomicznych, ponieważ na doskonałych rynkach sektor finansowy nic nie produkuje¹².

Obecne rozumienie i uwzględnienie niedoskonałości rynków pozwoliło na odrzucenie założenia z modelu Modiglianiego–Millera, które zakładało, że istnieje doskonały kanał transmisji kapitału do sfery działalności gospodarczej. Jak do tej pory próby oszacowania kwantyfikowanego wpływu tego procesu w nauce ekonomii nie powiodły się.

Pojawiające się kontrowersje między podejściem neoklasycznym a teorią wzrostu endogenicznego spowodowały, że następuje ożywienie i wzrost zainteresowania teorią wzrostu. Z punktu widzenia teorii neoklasycznej wzrost gospodarczy jest zdeterminowany akumulacją czynników produkcji i postępem technicznym potencjalnie dopuszczającym rolę, w warunkach ograniczonych zasobów kapitałowych, jaką odgrywa akumulacja kapitału. Teoria endogenicznego wzrostu zakłada wiodącą rolę przedsiębiorcy oraz innowacji, dzięki którym następuje optymalna alokacja kapitału.

Wzajemne zależności pomiędzy rozwojem gospodarczym a rozwojem finansowym były także przedmiotem badań M. Pagano¹³. Stwierdził on, że związek pomiędzy rozwojem finansowym a wzrostem gospodarczym może przejawiać się w różnych formach. Najprostszy model wzrostu pokazuje trzy związki pomiędzy istotnymi zmiennymi finansowymi a działalnością gospodarczą. Rozwój finansowy według niego może:

- 1) redukować straty środków finansowych zaangażowanych w działalność gospodarczą,
- 2) spowodować wzrost stopy oszczędności,
- 3) podwyższyć produktywność zaangażowanego kapitału.

Analizując pierwszy z wymienionych impulsów oddziaływania systemu finansowego na rozwój gospodarczy M. Pagano miał na uwadze efektywniejsze pośredniczenie pomiędzy właścicielami różnych aktywów. Dzięki substytucji różnych aktywów możliwe jest zaspokajanie odmiennych potrzeb przez rynki i instrumenty finansowe, co obniża koszty dokonywanych transakcji. Zastosowanie w praktyce drugiego punktu pro-

12 Znana w finansach teoria Modiglianiego–Millera zakłada, że jest rzeczą istotną na idealnym rynku, iż decyzje inwestycyjne nie są zależne od dostępu do środków finansowych. To jest związane tylko z asymetrią informacji i jej wpływem na relacje ekonomiczne pomiędzy pożyczkodawcami a pożyczkobiorcami.

13 M. Pagano, *Financial Markets and Growth – an Overview*, „European Economic Review” 1993, vol. 37, s. 613–622.

gramu miałyby polegać, według autora, na systematycznym stosowaniu systemu zachęt w celu podejmowania inwestycji finansowych. Chodzi o wzrost płynności, opłacalności i bezpieczeństwa oraz dostosowywanie tych elementów do indywidualnych preferencji i poziomu dochodów.

Redukcję strat w efekcie transformacji oszczędności można, w opinii M. Pagano, osiągnąć poprzez:

- wzrost efektywności funkcjonowania pośredników finansowych,
- osłabianie ich pozycji monopolistycznej,
- ograniczenie restrykcji finansowych wobec systemu finansowego.

W zakresie wzrostu stopy oszczędności w gospodarce i wzrostu produktywności kapitału autor proponuje następujące rozwiązania:

- zmniejszanie asymetrii informacyjnej, kosztów agencji oraz innych kosztów transakcyjnych,
- wprowadzenie zachęt dla podmiotów niefinansowych do podejmowania inwestycji w nowe technologie,
- umożliwienie funkcjonowania wyspecjalizowanych instytucji finansowych z mechanizmami transformacji terminów i ryzyka (np. w wyniku sekurytyzacji aktywów),
- wzrost palety możliwości dywersyfikacji portfeli inwestycyjnych.

W związku z powyższym, jeśli przyjmiemy za punkt wyjścia dalszych rozważań znany w literaturze przedmiotu tzw. model AK, zakładający produkcję jednego rodzaju dóbr, do której wykorzystany jest tylko czynnik kapitału, to model ten ma następującą postać:

$$Y_t = AK_t$$

gdzie:

Y jest produkcją wykonaną w okresie t , do której został zużyty kapitał K oraz A symbolizujące produktywność kapitału.

Jeżeli przyjmiemy, że kapitał w okresie $t+1$ wynosi:

$$K_{t+1} = I_{t+1} + (1 - d) K_t$$

gdzie:

d oznacza stopień zużycia, a I inwestycje, to musi się on równać zaoszczędzonemu kapitałowi w każdym z projektów.

Jeżeli za s przyjmiemy stopę oszczędności i jeżeli założymy, że w trakcie transmisji kapitału nastąpi częściowa utrata oszczędności w wysokości $(1-\delta)$, przy założeniu, że $1 > \delta > 0$, to środki finansowe z przeznaczeniem na inwestycje wynoszą:

$$\delta \times s \times Y = I$$

stopa wzrostu gospodarczego g wynosi więc:

$$g = (Y_{t+1}/Y_t) - 1 = (K_{t+1}/K_t),$$

która oznacza stały wzrost gospodarczy g na poziomie:

$$g = [(A \times \delta \times s) - d] / (1 - A \times \delta \times s) \approx [(A \times \delta \times s) - d]$$

realnie dla bardzo niskich wartości $(A \times \delta \times s)$.

Równanie na stopę wzrostu g jest funkcją rosnącą stopy oszczędności s oraz wskaźnika δ , którego maksymalizacja oznacza efektywniejszą transformację oszczędności s w inwestycje produkcyjne I . Model wzrostu AK zakłada zatem *implicitie*, że poprzez system finansowy następuje efektywniejsza transformacja oszczędności w inwestycje produkcyjne, oraz że system finansowy zapewnia efektywną alokację kapitału.

W powyższym bardzo uproszczonym modelu można wyróżnić trzy możliwe kanały transmisji kapitału we wzrost gospodarczy. Poniżej zaprezentowana została poszerzona teoretyczna analiza oddziaływania występujących w modelu zmiennych stóp δ , A oraz s .

W teorii efektywny system finansowy redukuje straty środków finansowych $(1-\delta)$ ponoszonych przy alokacji kapitału. W praktyce δ oznacza koszty transakcyjne obejmujące zapłatę za organizowanie kapitału na rynku lub koszty pośrednictwa finansowego, tj. *spread* pomiędzy stopą oszczędności a stopą uzyskaną za odpłatne oddanie w użytkowanie kapitału pożyczkobiorcom. W gospodarce rynkowej, w wyniku konkurencji między pośrednikami finansowymi, wielkość δ jest zdeterminowana realnymi kosztami pośredników finansowych.

Jakie zatem można wskazać charakterystyczne cechy określające efektywny system finansowy, zapewniający produktywną alokację kapitału, w wyniku których następuje wzrost gospodarczy w długim okresie?

W ekonomii neoklasycznej poświęcono nieco uwagi aspektom organizacyjnym oraz instytucjonalnym firm. W tej kwestii R. Coase¹⁴ po raz pierwszy przedstawił teorię kosztów transakcyjnych, która stała się już trwałym dorobkiem teorii ekonomii. Można uznać, że jest ona punktem wyjścia większości współczesnych teorii firm, szerzej – teorii rynku¹⁵.

Koncepcja kosztów transakcyjnych wymusiła rewizję wielu założeń ekonomii neoklasycznej. Jedno z ważniejszych, aczkolwiek nieartykuło-

14 R. Coase, *The Economic Nature of the Firm*, Cambridge University Press, Cambridge 1986.

15 T. Gruszecki, *Współczesne teorie przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.

wanych wprost, z owych założeń podważa mechanizm rynkowy jako „darmowy”¹⁶. Uwzględnianie choćby kosztów zdobywania informacji czy negocjowania umów, ich zawieranie, później monitorowanie (a czasem egzekucja) powodują, że rezygnacja w wielu przypadkach z mechanizmu rynkowego i zorganizowana koordynacja czynników produkcji w przedsiębiorstwie są o wiele mniej kosztowne. Innymi słowy, aby odpowiedzieć na pytanie, czy bardziej opłacalne jest działanie przez rynek (pojedyncze transakcje), czy w formie zorganizowanego przedsiębiorstwa, należy dokonać porównania kosztów transakcyjnych. W związku z powyższym za T. Gruszeckim można przyjąć, że przedsiębiorstwo jest zawsze alternatywą dla rynku. Podstawową jednostką analizy w teorii organizacji ekonomicznych są same transakcje, z których zbudowana jest zarówno firma, jak i rynek. Dzięki transakcjom system ekonomiczny działa, pociągając za sobą pewne koszty dla stron wymiany, a często także i dla osób trzecich.

Około połowy lat 90. ubiegłego wieku pojawiały się próby pogodzenia tych dwóch podejść: neoklasycznego – wyrażanego poprzez maksymalizację zysków oraz instytucjonalnego – opartego na efektywności wewnętrznej organizacji. Luka pomiędzy tymi podejściami nie została całkowicie zniwelowana, a jedynie zmniejszona. Główna teza klasycznej teorii finansowej zakładała, iż nie istnieje żaden konflikt pomiędzy inwestorami finansowymi pożyczającymi kapitał przedsiębiorstwom a interesami pożyczających fundusze korporacji. Według I. Fishera decyzja inwestora finansowego na doskonałym rynku kapitałowym odnośnie do alokowania kapitału w projekt inwestycyjny zależy jedynie od oczekiwanej stopy zwrotu oraz od stopy oprocentowania. Dodać należy, że konsumpcja indywidualna tudzież inne względy finansowe nie mają wpływu na powyższe decyzje. Takie „separation theorem” według I. Fishera oznacza, że inwestor potrafi oddzielić decyzje dotyczące inwestycji finansowych od decyzji o charakterze *stricte* konsumpcyjnym.

Powyższe twierdzenia były zgodne (spójne) z paradygmatem Walrasa, według którego do osiągnięcia stanu równowagi gospodarki nie jest konieczne istnienie pośredników finansowych na płaszczyźnie kontaktu oszczędności i realnych inwestycji. Walras zakłada doskonałe funkcjonowanie anonimowych rynków, na których dąży się do utworzenia pewnej konfiguracji optymalnego lub bardzo do niego zbliżonego modelu instytucjonalnego.

Podsumowując powyższe rozważania można wskazać na pewne korzyści wynikające z rozwoju finansowego i jego wpływu na wzrost gospodarczy:

16 *Ibidem*, s. 129–130.

- 1) zmniejszenie kosztów pośrednictwa finansowego (kosztów transakcyjnych) w wyniku funkcjonowania wielu instytucji pośrednictwa finansowego oraz wzrost konkurencji między nimi,
- 2) wzrost stopy oszczędności w gospodarce, co sprzyja potencjalnemu wzrostowi tempa inwestycji,
- 3) innowacyjność i dostosowanie palety instrumentarium finansowego do indywidualnych potrzeb podmiotów,
- 4) wzrost dostępu do informacji oraz wzrost jej jakości, które mogą spowodować lepszy monitoring podmiotów niefinansowych,
- 5) wzrost płynności na rynku w wyniku możliwości zamiany różnych aktywów finansowych,
- 6) pojawienie się różnych form presji finansowej na podmioty gospodarujące, celem poprawy ich efektywności ekonomicznej (np. transakcje fuzji i przejęć).

3.1.3. Rola rozwoju finansowego w rozwoju gospodarczym – empiryczna weryfikacja badań międzynarodowych

W dokonanej analizie poddano rozważaniom kwestię związków pomiędzy rozwojem finansowym i rozwojem gospodarczym. W tym podrozdziale analiza powyższych związków podlegać będzie statystycznej weryfikacji badań empirycznych poświęconych tej tematyce.

Przedmiotem dalszych rozważań i analiz jest weryfikacja następujących tez:

1. **Systemy finansowe są bardziej rozwinięte w krajach, w których dochody PKB *per capita* są relatywnie wysokie.** Zatem banki, instytucje parabankowe i rynki papierów wartościowych powinny być większe, bardziej aktywne i efektywniejsze w krajach bogatszych.
2. **W bardziej rozwiniętych gospodarczo krajach giełdy papierów wartościowych są bardziej aktywne i efektywne niż banki.** W związku z tym można wysunąć hipotezę, że tendencja narodowych gospodarek do osiągnięcia wyższego poziomu dochodu PKB *per capita* powodować powinna zmianę orientacji rynków finansowych w kierunku *market-oriented*.
3. **W krajach, w których obowiązuje system prawa Common Law, który silnie chroni prawa akcjonariuszy, dostarcza dobrych rozwiązań w rachunkowości oraz, jak potwierdzają badania, wpływa na stosunkowo niski poziom korupcji, systemy finansowe rozwijają się w kierunku dominacji rynku papierów wartościowych.**

4. W krajach o tradycjach prawa cywilnego ewolucja systemów finansowych powoduje, że ich systemy finansowe są nadal nierozwinięte.

Rozwój sektora finansowego nie następuje w sposób jednostajny i ciągły. Dowodzą tego badania A. Demirguc-Kunta i V. Maksimovica¹⁷, R. King i R. Levine¹⁸, J. Jayaratne i P. E. Strahan¹⁹ oraz R. Rajan i L. Zingales²⁰. Wśród ww. ekonomistów, zajmujących się tą problematyką, istnieje wspólne – co wynika z przeprowadzonych badań – przekonanie, iż rozwój krajowych sektorów finansowych przyczynia się do rozwoju gospodarczego danej gospodarki.

Badania nad związkiem rozwoju finansowego i gospodarczego, pomimo pewnych mankamentów natury teoretycznej, metodologicznej i małej liczby obserwacji (tylko 35 krajów), opisał wspomniany już wcześniej R. W. Goldsmith w swojej pracy z roku 1969. Badania dotyczyły okresu pomiędzy rokiem 1860 a 1963. W ich wyniku autor sformułował następujące wnioski:

- rozmiar sektora pośrednictwa finansowego jest dodatnio skorelowany z jakością świadczonych funkcji przez tenże sektor,
- istnieje dodatnia korelacja pomiędzy rozwojem finansowym a poziomem rozwoju gospodarczego.

Porównanie rozwoju gospodarczego i rozwoju finansowego jest metodologicznie poprawne²¹, gdy możliwe jest określenie wspólnej płaszczyzny dla tychże porównań. Przyjmując za miarodajne pewne jednolite mierniki opisujące poziom rozwoju finansowego danego kraju można bez pogłębionej analizy stwierdzić, że niektóre kraje były bardziej rozwinięte na początku ubiegłego wieku pod względem finansowym niż pod jego koniec. Za przykład może posłużyć obserwacja wskaźnika kapitalizacji giełd w stosunku do PKB²² w krajach takich, jak Francja (1913 r. – 0,78), Belgia (w 1913 r. – 0,99, w 1929 r. – 1,31), w których większą

17 A. Demirguc-Kunt, V. Maksimovic, *Law, Finance and Firm Growth*, „Journal of Finance” 1998, No 53, s. 2107–2138.

18 R. King, R. Levine, *Finance and Growth: Schumpeter Might be Right*, „The Quarterly Journal of Economics” 1993, No 108, s. 681–737.

19 J. Jayaratne, P. E. Strahan, *The Finance-Growth Nexus: Evidence From Bank Branch Deregulation*, „Quarterly Journal of Economics” 1996, No 111, s. 639–670.

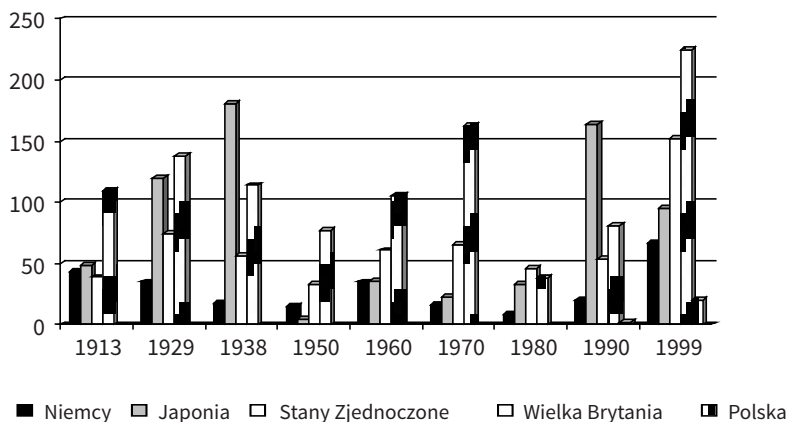
20 R. Rajan, L. Zingales, *Financial Dependence and Growth*, „The American Economic Review” 1998, No 88, s. 559–586.

21 Dokładny opis zastosowanej metodologii przedstawiono w rozdziale trzecim opracowania.

22 Współczynnik ten w sposób zagregowany mierzy średnio na koniec roku wartość rynkową spółek notowanych na giełdach w relacji do PKB. Ograniczony, na miarę uzyskanych danych, został do krajowych firm notowanych na giełdach, ażeby wykluczyć autokorelację w badaniu.

rolę w początkowych i 20. latach wieku XX odgrywały emisje akcji niż w Stanach Zjednoczonych (1913 r. – 0,39; 1929 r. – 0,75). Analogiczny wskaźnik kapitalizacji w Wielkiej Brytanii był w okresie od 1913 r. do lat 70. XX w. jednym z najwyższych spośród gospodarek świata, by z początkiem lat 80. ulec obniżeniu aż do końca lat 90., gdy wybił się do poziomu 2,25 w 1999 r.

Poniżej, na wykresie 3.1, przedstawiono rozwój finansowy mierzony wskaźnikiem kapitalizacji giełd w stosunku do PKB dla wybranych krajów w okresie od 1913 do 1999 r.



Wykres 3.1. Kapitalizacja giełd w stosunku do PKB w wybranych krajach w okresie 1913–1999

Źródło: opracowanie własne na podstawie R. G. Rajan, L. Zingales, *The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the Twentieth Century*, „Journal of Financial Economics” 2001, No 69, s. 5–50 oraz danych WGPW. Dla Polski znane są tylko dane za lata 1991 i 1999.

Generalnie na podstawie przedstawionego wykresu można stwierdzić, że większość krajów kontynentalnej Europy w badanym okresie miała bardziej rozwinięte rynki finansowe niż Stany Zjednoczone. Z wykresu wynika, że jedynie w roku 1913 kapitalizacja niemieckich spółek była wyższa – 44% – od kapitalizacji amerykańskich spółek – 39% i aż do 1999 r. zbliżony układ nie powtórzył się. Oprócz Niemiec, kapitalizacja w innych krajach Europy, takich jak Belgia (99%), Francja (78%) oraz Szwecja (47%) przewyższała analogiczny wskaźnik w 1913 r. w Stanach Zjednoczonych. Próby wyjaśnienia przyczyn takiego zjawiska można, jak czynią niektórzy badacze, dokonać przeprowadzając rozróżnienie pomiędzy kontynentalnym prawem cywilnym a anglo-amerykańskim prawem precedensowym. Do II wojny światowej powyższy czynnik nie

odgrywał większej roli, dopiero po wojnie nabrał znaczenia dowodząc, iż na rozwój rynków finansowych ma wpływ także obowiązujące prawo. Zauważono, że w okresie od 1913 do 1999 r. wśród państw z obowiązującym prawem cywilnym, różnice mierzone wskaźnikiem kapitalizacji zmniejszały się. R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny²³ wskazują, że w latach 90. wieku XX w krajach, w których obowiązywał system prawa *Common Law*, czyli w większym stopniu przestrzegane były prawa mniejszościowych inwestorów, rynek kapitałowy był zdecydowanie bardziej rozwinięty. Nie można jednakże odnieść tego do roku 1913, w którym systemy finansowe oparte na *Common Law* były mniej rozwinięte od systemów opartych na *Civil Law*.

Warto zatem w ramach dalszej analizy zbadać:

- 1) czy rozwój finansowy jest warunkiem koniecznym wzrostu gospodarczego bądź czy rozwój finansowy następuje równoległe z rozwojem gospodarczym,
- 2) czy różnice w rozwoju finansowym poszczególnych państw odnoszą się tylko do gospodarek w ich wstępnych fazach rozwoju gospodarczego, czy są także charakterystyczne dla rozwiniętych krajów,
- 3) dlaczego tak wiele krajów ma nadal nierozwinięte systemy finansowe.

Powyższe dylematy mogą być rozpatrywane w kontekście analizy danych empirycznych. Aby dokonać przekrojowej porównawczej analizy komparatywnej różnych gospodarek należy znaleźć wspólne dla nich cechy zagregowane w sposób ilościowy, następnie zaś podjąć próbę ich porównania. W literaturze przedmiotu podejmowane są takie próby i jedną z nich jest bez wątpienia opracowanie i analiza danych statystycznych w ujęciu przekrojowym, jak do tej pory pionierskie, dokonane w Banku Światowym w 1999 r. R. Levine²⁴ podejmuje się, w szerszym aspekcie, prezentacji kluczowego dla wielu badaczy zjawiska, jakim jest rozwój finansowy i jego związek ze wzrostem gospodarczym. Punktem wyjścia analiz autorki niniejszych rozważań jest teza, iż poziom rozwoju finansowego jest dobrym predyktorem poziomu przyszłego wzrostu gospodarczego, akumulacji kapitału oraz zmian technologicznych w danym kraju. Oparcie wniosków na rozpatrywaniu danych z wielu krajów, w których następuje – bądź nie – rozwój finansowy, może stanowić pewien wzorzec

23 R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny, *The Legal Determinants of External Finance*, „Journal of Finance” 1997, No 52, ss. 1131–1150; iidem, *Law and Finance*, „Journal of Political Economy” 1998, vol. 106, No 6, ss. 1113–1150.

24 R. Levine pracuje w Banku Światowym i zajmuje się analizami związanymi z tą tematyką.

(być może optymalny), do którego zmierza wiele rozwijających się, ale także tych najbardziej rozwiniętych, państw. Doświadczenia wielu krajów stanowią bowiem mogą punkt odniesienia dla kierunków polityki gospodarczej w obszarze systemu finansowego oraz tempa, w jakim te zmiany powinny zachodzić.

R. G. Rajan i L. Zingales²⁵ pod pojęciem rozwoju finansowego rozumieją określenie, którego podstawową cechą jest możliwość zdobycia funduszy przez podmioty gospodarujące lub korporacje na realizację planowanych inwestycji przy odpowiedniej stopie zwrotu przez inwestorów i akceptowanym przez nich ryzyku. Autorzy przypuszczają, że dobrze rozwinięty sektor finansowy umożliwia identyfikację potencjalnych rodzajów ryzyka towarzyszących finansowanym projektom, ich kwantyfikację oraz zarządzanie ryzykiem, np. poprzez przeniesienie na podmioty chcące go przejąć. Zatem celem rozwoju finansowego jest działalność odpowiednich instytucji finansowych w obszarach wyżej wymienionych przy jak najniższych kosztach transakcyjnych.

Zanim w opracowaniu zostaną opisane miary służące przeprowadzeniu analizy porównawczej stopnia rozwoju różnych systemów finansowych na świecie, w pierwszej kolejności dokonano charakterystyki wskaźników, dzięki którym możliwa jest wspomniana analiza.

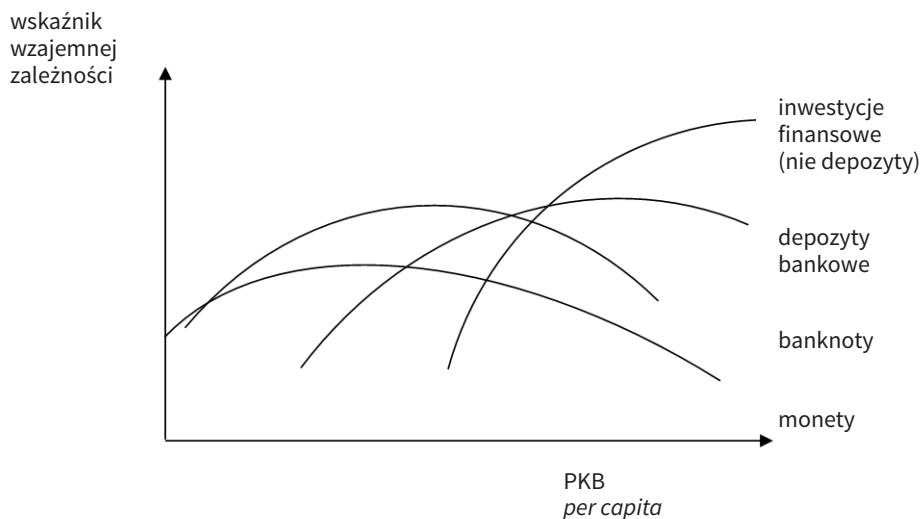
R. W. Goldsmith zaproponował w końcu lat 60. ubiegłego wieku stosowanie do badań tzw. wskaźnika wzajemnej zależności (*financial interrelation ratio* – FIR), ilustrującego stosunek wartości określanych aktywów w zależności od poziomu dochodu na 1 mieszkańca (PKB *per capita*). Dzięki jego wykorzystaniu wskazał na ogólną tendencję odchodzenia od płynnych aktywów finansowych, poprzez lokaty bankowe aż po bardziej zaawansowane inwestycje finansowe przy rosnącym dochodzie na 1 mieszkańca²⁶. Opisane zjawisko najlepiej ilustruje wykres 3.2.

Na podstawie wykresu można stwierdzić, że wielkość aktywów ogółem (innych niż płynne) w gospodarce rośnie w miarę tego, jak obywatele bogacą się. Po przekroczeniu określonego poziomu dochodu Y_1 , krańcowe przyrosty gromadzonych depozytów są mniejsze. W tym samym czasie zwiększa się udział aktywów finansowych (co obrazują na wykresie rosnące krańcowe przyrosty) innych niż depozyty bankowe²⁷.

25 R. G. Rajan, L. Zingales, *The Great Reversals: The Politics Of Financial Development in the Twentieth Century*, „Journal of Financial Economics” 2001, No 69, s. 5–50.

26 Por. B. Kołtecka, *Bankowość inwestycyjna w procesie integracji Polski z Unią Europejską oraz systemem gospodarki globalnej*, TWIGGER, Warszawa 2003, s. 108–109.

27 Jeżeli przyjmiemy, że aktywa sektora finansowego ogółem są sumą aktywów finansowych krajowych oraz zagranicznych, to poziomy przyrostów mogą zostać zintensyfikowane poprzez napływ aktywów finansowych z zagranicy. Teza ta została wykorzystana w badaniu empirycznym w rozdziale czwartym opracowania.



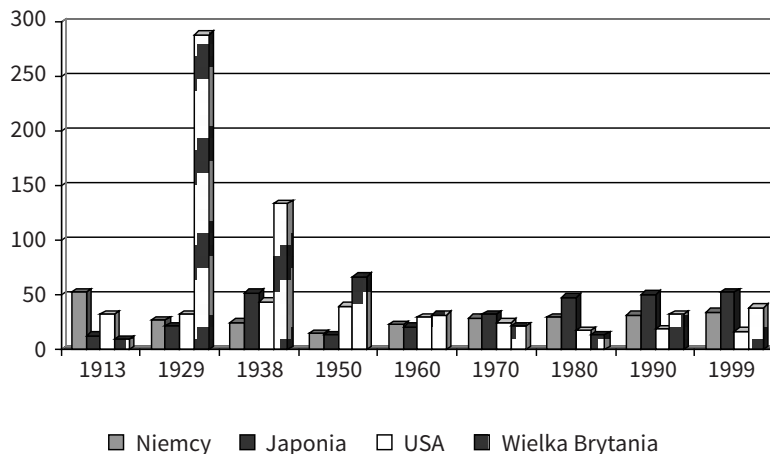
Wykres 3.2. Zależność rozmiarów poszczególnych pozycji aktywów finansowych od poziomu PKB na 1 mieszkańca

Źródło: opracowanie własne na podstawie – B. Kotecka, *Bankowość inwestycyjna w procesie integracji Polski z Unią Europejską oraz systemem gospodarki globalnej*, TWIGGER, Warszawa 2003, s. 108–109, za: S. C. Dow, *The Stages of Banking Development and the Spatial Evolution of Financial System*, [w:] R. Martin (ed.), *Money and the Space Economy*, J. Wiley&Sons, Chichester 1999, s. 35

Jak wcześniej wspomniano, w literaturze wyróżnia się pewne wskaźniki, dzięki którym możliwe jest komparatywne porównanie gospodarek z ich systemami finansowymi. Wśród najbardziej adekwatnych wskaźników, które stanowią wspólną płaszczyznę porównań dla dalszych rozważań (oprócz ww. wskaźnika kapitalizacji giełd) i analiz wyróżnia się:

1. Wskaźnik mierzący udział depozytów ulokowanych w bankach komercyjnych lub w bankach oszczędnościowych w stosunku do PKB. Miara ta używana jest w celu określenia stopnia rozwoju systemu bankowego w danym kraju, aczkolwiek nie jest pozbawiona wad. Jedną z nich jest to, że ujmuje pasywa banków w całości, bez uwzględnienia struktury bankowych aktywów. Drugą słabością tego wskaźnika jest niemożność uchwycenia, czy dany bank jest uczestnikiem kartelu, którego zamknięta struktura nie pozwala na wejście nowych członków. Pomimo wspomnianych mankamentów omawiany wskaźnik odznacza się tym, że dane o nim są dostępne za stosunkowo długi okres oraz jest reprezentatywny dla wielu krajów.

Poniżej przedstawiono (wykres 3.3) wskaźnik mierzący udział zgromadzonych depozytów w stosunku do PKB w wybranych latach w okresie 1913–1999.

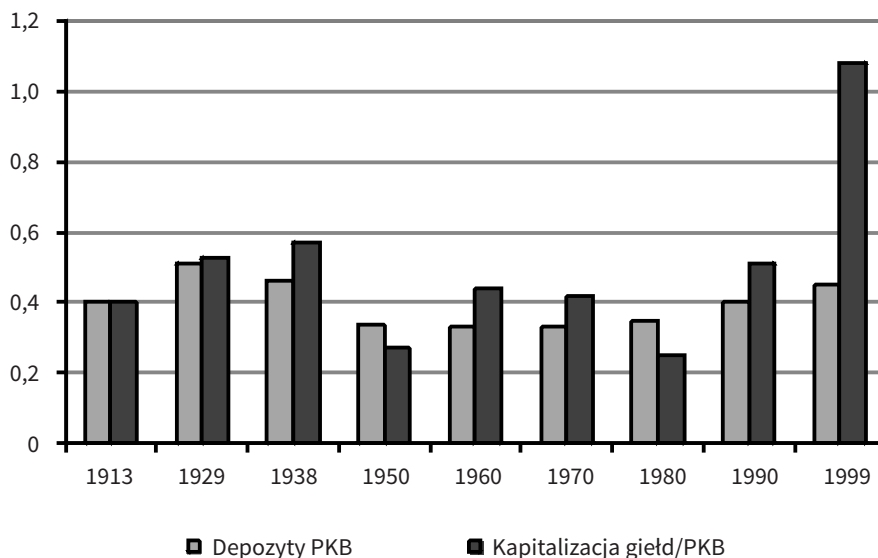


Wykres 3.3. Udział depozytów w stosunku do PKB w wybranych krajach w okresie 1913–1999

Źródło: opracowanie własne na podstawie R. G. Rajan, L. Zingales, *The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the Twentieth Century*, „Journal of Financial Economics” 2001, No 69, s. 14

Warto zauważyć, że począwszy od lat 20. ubiegłego wieku udział depozytów w krajach o anglosaskim systemie finansowym jest relatywnie większy, aczkolwiek z tendencją spadkową, niż w krajach z systemem probankowym. Od lat 70. trend uległ zmianie i w krajach, takich jak Niemcy czy Japonia depozyty stanowią ważne źródło gromadzenia oszczędności i finansowania inwestycji przez podmioty gospodarujące, natomiast w Wielkiej Brytanii i USA odgrywają znacznie mniejszą rolę. Jak zatem widać, w krajach, w których giełda występuje w roli pośrednika finansowego – wskaźnik kapitalizacji jest relatywnie wyższy niż w krajach, w których pośrednictwo finansowe odbywa się głównie poprzez instytucje finansowe, w których wskaźnik udziału depozytów w PKB jest stosunkowo wysoki. W latach 80. i 90. wieku XX w wybranych krajach średnio współczynnik mierzący udział depozytów w stosunku do PKB wzrósł o około 35%, podczas gdy wskaźnik mierzący kapitalizację do PKB wzrósł w tych samych badanych krajach czterokrotnie.

Ogólnie ewolucję rozwoju systemu finansowego w latach 1913–1999 dla stałej próby dwudziestu krajów, przyjmując tylko dwie kategorie różniczenia, przedstawia wykres 3.4.



Wykres 3.4. Ewolucja udziału zgromadzonych depozytów w stosunku do PKB oraz relacji kapitalizacji do PKB w latach 1913–1999 w wybranych 20 krajach

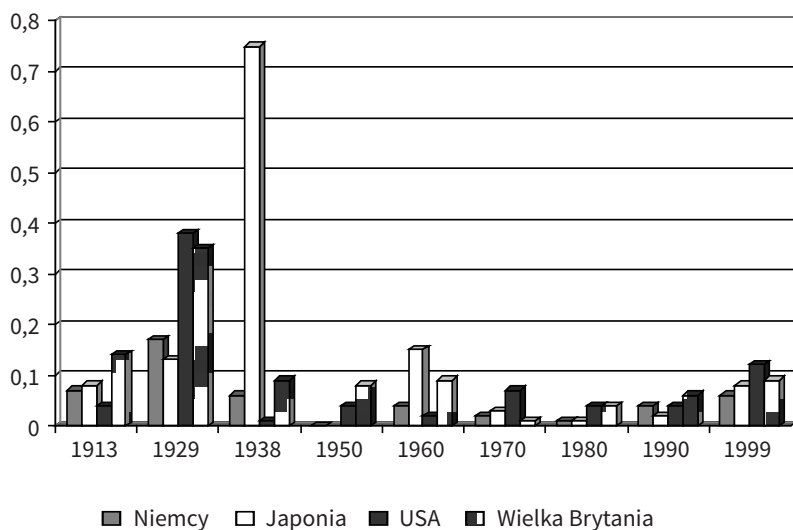
Źródło: opracowanie własne na podstawie R. G. Rajan, L. Zingales, *The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the Twentieth Century*, „Journal of Financial Economics” 2001, No 69, s. 13

Jak można zauważyć, prawie przez cały wiek XX w rozwoju finansowym, średnio w dwudziestu wybranych krajach, dla których dane są dostępne²⁸, przeważa wskaźnik kapitalizacji giełd w stosunku do PKB względem wskaźnika mierzącego udział depozytów zgromadzonych w bankach komercyjnych w stosunku do PKB (szczególnie jest to widoczne dla roku 1999).

2. Wskaźnik ujmujący emisję kapitału własnego (*equity issue*), dzięki któremu podmioty krajowe dokonywały zakupów aktywów trwałych lub finansowały swoje inwestycje produkcyjne (*gross-fixed capital formation – GFCF*)²⁹. Na wielkość wskaźnika składają się nakłady brutto na środki trwałe, do których zalicza się takie aktywa, jak budynki, budowle, maszyny, urządzenia, oprogramowanie itp.

²⁸ Więcej w badaniu: R. G. Rajan, L. Zingales, *The Great Reversals...*, s. 13.

²⁹ Zaznaczyć należy, że w krajach, w których udział rolnictwa w PKB jest znaczący, może to spowodować zbyt niską ocenę poziomu rozwoju finansowego.



Wykres 3.5. Nakłady brutto na środki trwałe (GFCF) w wybranych krajach w okresie 1913–1999

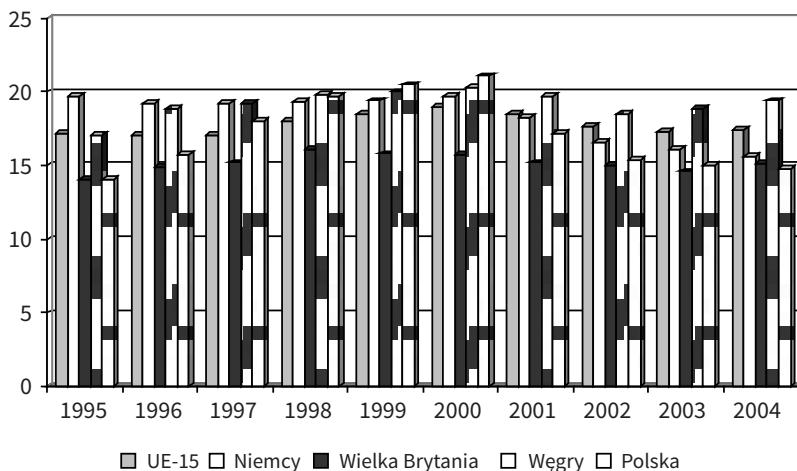
Źródło: opracowanie własne na podstawie R. G. Rajan, L. Zingales, *The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the Twentieth Century*, „Journal of Financial Economics” 2001, No 69, s. 16

Za podstawową wadę tego wskaźnika uznaje się jego cykliczność. Otóż, jak zauważają H. Choe, R. Masulis i V. Nanda³⁰, wielkość kapitału brutto przeznaczanego przez podmioty gospodarujące na środki trwałe uzależniona była od fazy cyklu, w jakim w danym momencie znajdowała się gospodarka. Największą zmienność zauważa się w okresie boomu gospodarczego, najmniejszą zaś w czasie stagnacji i recesji gospodarczej. Wniosek ten potwierdza założenia teoretyczne w ekonomii, według której podmioty gospodarujące podejmują się inwestycji, kiedy prognozy dotyczące rozwoju gospodarczego są optymistyczne. Z drugiej strony wzrost PKB powoduje zwiększenie zatrudnienia, poprzez które następuje wzrost oszczędności. Dzięki oszczędnościom zgromadzonym w gospodarce może zostać sfinansowany rozwój firm. Przedsiębiorstwa poszukują różnych sposobów na sfinansowanie inwestycji. Jeśli przyjmiemy za wyjściową hipotezę do dalszych rozważań, że w miarę wzrostu dochodu przypadającego na 1 mieszkańca zmieniają się preferencje oszczędzających co do alokacji kapitału, to naprzeciw tym oczekiwaniom wyjść może bankowość inwestycyjna, której nieograniczone wręcz horyzonty

30 H. Choe, R. Masulis, V. Nanda, *Common Stocks Offerings Across Business Cycle: Theory and Evidence*, „Journal of Empirical Finance” 1993, No 1, ss. 3–31.

tworzenia innowacyjnych instrumentów finansowych sprzyjać mogą lepszej transformacji kapitału od zgłaszających nadwyżki kapitału do firm chcących zrealizować zaplanowane projekty inwestycyjne.

Poniżej, na wykresie 3.6, przedstawiono wielkości wskaźnika GFCF łącznie dla wszystkich oraz wybranych krajów Unii Europejskiej. Wskaźnik ten informuje o wielkości nabytych aktywów trwałych brutto w danej gospodarce w stosunku do PKB.



Wykres 3.6. Nakłady brutto na środki trwałe (GFCF) w krajach UE (15) i w wybranych krajach w stosunku do PKB w okresie 1995–2004

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat

Na wykresie zaznaczono wielkości dla wybranych krajów. Te wielkości to udział funduszy uzyskanych przez podmioty gospodarujące poprzez publiczne plasowanie papierów wartościowych, z których uzyskane kapitały przeznaczone są na zakup lub sfinansowanie inwestycji o charakterze trwałym. Na podstawie obserwacji wykresu można stwierdzić interesujące zjawisko, iż średnia wydatków ponoszonych na nakłady brutto w wybranych krajach i badanym okresie kształtuje się w przedziale od około 15 do 20%.

W zakresie empirycznych badań grupa ekonomistów, T. Beck, A. Demirguc-Kunt oraz R. Levine³¹, dokonała bardzo interesującej, pierwszej przekrojowej analizy rozwoju rynków finansowych. Zawarte w opracowaniu dane w odniesieniu do wielu krajów dotyczą rozmiarów (*size*),

31 T. Beck, A. Demirguc-Kunt, R. Levine, *A New Database on Financial Development and Structure*, World Bank Working Paper No 2146, June 1999.

aktywności (*activity*) oraz efektywności (*efficiency*) instytucji pośrednictwa finansowego, a także rynków finansowych ujęte w szerokim spektrum czasowym. Dzięki tym badaniom³² po raz pierwszy możliwa okazała się próba dokonania analizy porównawczej poziomu rozwoju finansowego i struktury sektora finansowego poszczególnych krajów według kryterium dochodu PKB *per capita* oraz kryterium usytuowania geograficznego poszczególnych krajów³³.

Autorzy tego badania wyróżnili **trzy grupy instytucji finansowych**, przyjmując ich definicje za The International Financial Statistics (IFS)³⁴. Pierwsza grupa instytucji obejmuje bank centralny oraz inne instytucje, które realizują politykę monetarną kraju. Do drugiej grupy zalicza się banki depozytowe, czyli wszystkie instytucje, których pasywa stanowią depozyty – i te podmioty nie udzielają kredytów. W ramach trzeciej grupy wyróżnia się pozostałe instytucje finansowe, takie jak inne banki komercyjne oraz niebankowe instytucje finansowe (obejmują głównie firmy ubezpieczeniowe, fundusze emerytalne i fundusze inwestycyjne). Instytucje z tej grupy odgrywają coraz większą rolę pośredników finansowych w systemie finansowym.

3.2. Rozwój systemów finansowych w międzynarodowej architekturze finansowej – komparatystyka finansowa

Nauka o finansach (nauka finansów) we współczesnym ujęciu składa się z kilku subdyscyplin. W literaturze przedmiotu wyodrębnia się następujące: finanse międzynarodowe, finanse publiczne, finanse banków,

32 Poza najbardziej znanymi i szacowanymi przez wielu badaczy wskaźnikami, jak wielkość sektora bankowego czy kapitalizacja giełdy papierów wartościowych, autorzy dokonali pionierskiej analizy stanowiącej punkt wyjścia dalszych badań i kierunków polityki gospodarczej w zakresie systemu finansowego. Poza tym jest to pierwsze tego typu badanie, w którym w sposób kompleksowy poddano analizie niebankowe instytucje pośrednictwa finansowego, jak np. instytucje ubezpieczeniowe, fundusze emerytalne i niebankowe instytucje depozytowe.

33 To kryterium stanowi płaszczyznę porównawczą krajów, których rozwój ekonomiczny jest zróżnicowany, ale znajdują się one na określonym terytorium geograficznym.

34 W książce przyjęte zostaną te same określenia badanych grup instytucji finansowych po to, by opracowania własne autorki mogły zyskać walor komparatywnego porównania Polski z innymi krajami. Por. rozdział 1.1 niniejszej pracy.

finanse ubezpieczeń, finanse firm, finanse gospodarstw domowych oraz tzw. finanse gospodarki nieoficjalnej³⁵. Finansami można z kolei zajmować się m.in. w ramach historii finansów, socjologii finansów, psychologii finansów, statystyki finansów, stosunków międzynarodowych, prawa międzynarodowego i publicznego oraz nauk politycznych. S. Flejterski³⁶ rozważając dylemat, jakim są według niego zakres i granice specjalizacji we współczesnych finansach, wychodzi z tezą, że rosnąca specjalizacja we współczesnej nauce jest zarówno zrozumiała, jak i pożądana. Twierdzi, że podział tej ważnej dyscypliny na kilka subdyscyplin, oparty na kryterium podmiotowym, jest racjonalny i współcześnie nieunikniony, mając przy tym swoje analogie w innych naukach.

Według autora naturalne jest, że „tylko to, co w ogóle porównywalne, może być sensownie porównywane”. Zastrzega jednak, że nie chodzi o „porównywanie wszystkiego ze wszystkim”. Autor proponując takie podejście zaczerpnął inspirację z nauk prawnych, a ściślej biorąc z „komparatystyki prawniczej” (prawo porównawcze). Komparatystyka polega bowiem na zestawieniu względnie jednorodnych cech dwóch przedmiotów w celu stwierdzenia występujących między nimi identyczności, podobieństw i różnic, jednakże przy uwzględnieniu odpowiednich warunków porównywania. Owe warunki nazywane są porównywalnością (komparatybilnością), a przedmioty porównywane muszą być przynajmniej pod jakimś względem do siebie podobne³⁷.

W literaturze przedmiotu wymienionych jest wiele powodów, dla których dokonywane są porównania. Najbardziej znanymi są:

- Identyfikacja czynników kształtujących wyniki prowadzonej działalności,
- Określanie kierunku i zakresu działania każdego czynnika,
- Obiektywna ocena polityki gospodarczej prowadzonej w obszarze badanego zjawiska.

W zakresie prowadzonych analiz porównawczych wyróżnia się następujące metody badawcze:

- Porównania pionowe (czasowe, wewnętrzne – te same cechy, ale występujące w różnych latach),
- Porównania poziome (przestrzenne, zewnętrzne – te same cechy w różnych krajach czy organizacjach),

35 S. Flejterski, *Analizy porównawcze w finansach. Rzemiosło i sztuka*, [w:] *Zarządzanie finansami*, Uniwersytet Szczeciński, materiały konferencyjne, Szczecin 2003.

36 S. Flejterski jest prof. nadzw. dr. hab. w Zakładzie Bankowości i Finansów Porównawczych w Katedrze Ekonomii Porównawczej Wydziału Zarządzania i Ekonomiki Pracy na Uniwersytecie Szczecińskim.

37 S. Flejterski, *Analizy porównawcze...*, s. 36.

- Porównania bilansowe (składniki z ich sumami),
- Porównania z wzorcami (cechy postulowane, modelowe, benchmarking).

Metoda opierająca się na porównaniach z wzorcami wiąże się z określeniem punktu odniesienia, oznaczając m.in. uczenie się od najlepszych poprzez porównywanie się z nimi, poszukiwanie najbardziej efektywnych metod pozwalających osiągnąć przewagę konkurencyjną, porównywanie produktów i usług z ich odpowiednikami u najlepszych konkurentów, ciągłą ocenę tychże produktów, usług i polityki gospodarczej danego kraju w świetle dokonań innych, bardziej rozwiniętych państw oraz korzystanie z ich doświadczenia³⁸.

W konkluzji autor wysuwa wstępną koncepcję nowej subdyscypliny, tzw. komparatystyki finansowej (*comparative finance, vergleichende Finanzen*). Stwierdza bowiem, że

komparatystyka – potencjalnie – może być tą dyscypliną, która integruje, sprzyjając przetłumaczeniu metodologicznej słabości i koncepcyjnego rozproszenia zainteresowań poszczególnych subdyscyplin nauki finansów. W każdej z nich znajdują się zarówno elementy specyficzne, jak i elementy wspólne, podobne czy identyczne³⁹.

W związku z powyższym S. Flejterski dokonuje zestawienia listy obiektów, które potencjalnie mogą być (i na ogół w praktyce bywają) porównywane w nauce finansów, por. tabela 3.1.

Na podstawie poniższej tabeli można stwierdzić, że przedmiotem porównań mogą być ugrupowania integracyjne, jak np. UE i NAFTA, gospodarki państw, np. USA i Niemiec, ich finanse publiczne, polityki fiskalne czy porównania międzyregionalne. Porównywać można także systemy bankowe poszczególnych państw, rynki kapitałowe, produkty i usługi finansowe, *etc.* Ze względu na temat niniejszego opracowania przedmiotem porównania są rozwiązania stosowane w zakresie rozwoju banków inwestycyjnych oraz usług bankowości inwestycyjnej, które w sposób istotny przyczyniają się do rozwoju gospodarczego wybranych do analizy porównawczej krajów.

Autorka zgadza się ze stwierdzeniem J. K. Solarza oraz S. Flejterskiego, iż „porównywanie jest rzemiosłem i sztuką”.

38 *Ibidem*, s. 38.

39 *Ibidem*, s. 36.

Tabela 3.1

Objekty porównywane w poszczególnych subdyscyplinach nauki finansów

Subdyscyplina	Przedmiot badań
Finanse globalne i międzynarodowe	<ul style="list-style-type: none"> • ugrupowania integracyjne • państwa • korporacje transnarodowe
Finanse publiczne	<ul style="list-style-type: none"> • budżety państw, systemy podatkowe, systemy ubezpieczeń społecznych, itd.
Finanse samorządowe (regionalne i lokalne)	<ul style="list-style-type: none"> • regiony • subregiony
Finanse banków	<ul style="list-style-type: none"> • banki • produkty i usługi bankowe
Finanse towarzystw ubezpieczeniowych	<ul style="list-style-type: none"> • towarzystwa ubezpieczeniowe • produkty ubezpieczeniowe
Rynki finansowe	<ul style="list-style-type: none"> • giełdy • instrumenty rynku pieniężnego i kapitałowego
Finanse przedsiębiorstw	<ul style="list-style-type: none"> • duże przedsiębiorstwa • małe i średnie firmy
Finanse gospodarstw domowych	<ul style="list-style-type: none"> • gospodarstwa domowe

Źródło: S. Flejterski, *Analizy porównawcze w finansach. Rzemiosło i sztuka*, [w:] *Zarządzanie finansami*, Uniwersytet Szczeciński, materiały konferencyjne, Szczecin 2003, s. 39.

W rozdziale pierwszym, w punkcie 1.2.1 przedstawiono podejście metodologiczne zastosowane przez J. K. Solarza, który analizując rozwój systemów bankowych w gospodarkach rynkowych posłużył się nową metodą badawczą, tzw. porównawczą analizą instytucjonalną⁴⁰. Autor przeprowadził analizę władania gospodarczego (wpływy ingerencji państwa na kształt instytucjonalny rynków usług finansowych świadczonych przez banki) oraz skoncentrował się na problemie środowiska instytucjonalnego poprzez badanie charakteru związków i zależności pomiędzy instytucjami finansowymi (w tym szczególnie dużo miejsca poświęcił właśnie bankom). Jak zauważył, trudno jest w sposób jednoznaczny stwierdzić, czy na grunt Polski powinny być przeniesione rozwiązania modelu anglo-amerykańskiego czy niemiecko-japońskiego, tym bardziej że one same podlegają ciągłej ewolucji. Pamiętając z rozdziału pierwszego analizę kryzysu państw Azji Południowo-Wschodniej, można przyjąć jako tezę wyjściową, że przenoszenie „niejako na siłę” rozwiązań

40 Por. J. K. Solarz, *Rozwój systemów bankowych*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 1996, s. 8 oraz *Międzynarodowy system finansowy. Analiza instytucjonalno-porównawcza*, Warszawa 2001.

sprawdzonych w innych krajach może zakończyć się groźnymi perturbacjami dotykającymi gospodarek wielu państw.

Zastosowana została metoda porównywania, wykorzystująca mierniki opisane w rozdziale drugim, wartości dla poszczególnych krajów. Warto podkreślić, że właśnie dzięki nim można osiągnąć stopień porównywalności. S. Flejterski za szczególnie trudne uważa porównywanie i analizę struktur w aspekcie międzynarodowym, gdyż gospodarki oraz ich systemy finansowe różnią się stopniem rozwoju. Pokazane wyżej wskaźniki są jednymi z wielu (adekwatnymi ze względu na temat) miernikami służącymi do porównań.

Tematem niniejszego podrozdziału jest prezentacja metody badawczej, która wykorzystana zostanie w ramach komparatystyki porównawczej do analizy pewnych cech systemów finansowych wybranych gospodarek na przestrzeni kilkunastu lat. Obserwacja efektów prac pozwoli na wyciągnięcie wniosków oraz próbę oceny stopnia rozwoju poszczególnych systemów finansowych i czynników je determinujących. Próbę analizy porównawczej wybranych gospodarek i ich systemów finansowych poprzedzi przedstawienie pewnych jednorodnych miar poszczególnych wielkości ekonomicznych, które stanowić będą o możliwości porównywania różnych gospodarek. W literaturze przedmiotu przyjmuje się następujący ich podział:

I. Wskaźniki dotyczące wielkości, aktywności i efektywności pośredników finansowych, głównie banków komercyjnych, są następujące:

1) Podział wskaźników według kryterium **wielkości pośredników finansowych**;

a. **Miary względne**, mierzące wielkość sektora finansowego, do których zalicza się:

- aktywa banku centralnego/całkowite aktywa finansowe (*Central Bank Assets/Total Financial Assets*)⁴¹,
- aktywa pieniężne banków depozytowych/całkowite aktywa finansowe (*Deposit Money Banks Assets/Total Financial Assets*),
- aktywa pozostałych instytucji finansowych/całkowite aktywa finansowe (*Other Financial Institutions Assets/Total Financial Assets*)⁴².

Jeżeli brak jest danych statystycznych dla któregoś z tych mierników T. Beck, A. Demirguc-Kunt oraz R. Levine skonstruowali alternatywny

41 Całkowite aktywa finansowe obejmują aktywa banku centralnego, aktywa pieniężne banków depozytowych oraz aktywa pozostałych instytucji finansowych.

42 Mierniki te mogą być kalkulowane tylko dla niewielu krajów, dla których są dostępne dane, np. Japonia i USA.

wskaźnik mierzący względny udział należności banków komercyjnych od sektora niefinansowego w stosunku do aktywów banku centralnego (*Deposit Money Bank vs. Central Bank Assets*)⁴³.

b. **Miary bezwzględne**, mierzące wielkości trzech sektorów finansowych w relacji do PKB, wśród których wyróżnia się:

- aktywa banku centralnego/PKB (*Central Bank Assets/GDP*),
- należności od sektora niefinansowego/PKB (*Deposit Money Banks Assets /GDP*),
- aktywa pozostałych instytucji finansowych/PKB (*Other Financial Institutions Assets /GDP*).

Dzięki tym wskaźnikom możliwa jest analiza istotności oraz skali świadczonych usług finansowych przez trzy wyróżnione grupy podmiotów finansowych w stosunku do rozmiaru gospodarki.

Inną miarą absolutną, której badacze używają do analizy wielkości sektora finansowego, jest dostępny wskaźnik⁴⁴ mierzący wielkość pośrednictwa finansowego, przedstawiający relację: płynne zobowiązania/PKB (*Liquid Liabilities/GDP*). Do płynnych pasywów zalicza się gotówkę plus płatności na żądanie banków oraz pozostałych pośredników finansowych.

2) Według kryterium **aktywności pośredników finansowych**;

Ze względu na to, że poprzednie miary nie rozróżniają należności pośredników finansowych prywatnych i publicznych, te wskaźniki koncentrują się wokół należności tylko od sektora prywatnego, nie uwzględniając kredytów udzielonych rządowi oraz spółkom publicznym. Zalicza się do nich:

- kredyty udzielone przez banki depozytowo-kredytowe/PKB (*Private Credit by Deposit Money Banks to GDP*),
- kredyty udzielone przez banki depozytowo-kredytowe i inne instytucje finansowe/PKB (*Private Credit by Deposit Money Banks and Other Financial Institutions/GDP*).

Są to miary aktywności pośredników finansowych w obszarze jednej z ich głównych funkcji, jaką jest transfer oszczędności do inwestorów. Po raz pierwszy wskaźniki te zostały użyte przez R. Levine

43 Ten wskaźnik został wykorzystany jako miernik rozwoju finansowego w badaniach przeprowadzonych przez: R. G. King, R. Levine, *Finance and Growth...*, ss. 717–738; iidem, *Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence*, „Journal of Monetary Economics”, December 1993, No 32(3), ss. 513–542; R. Levine, N. Loayza, T. Beck, *Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes*, World Bank Policy Research Working Paper 2059, February 1999.

44 Wskaźnik ten często odnosi się do M2 i jest typową miarą „głębokości” („depth”) finansowej gospodarki.

i S. Zervos⁴⁵ w roku 1998, natomiast rok później w badaniach opublikowanych przez R. Levine, N. Loyaza, T. Beck⁴⁶.

3) Podział ze względu na **efektywność banków komercyjnych**:

- marża odsetkowa netto (*Net interest margin*) jest miernikiem informującym o dochodach odsetkowych netto banku w stosunku do aktywów ogółem,
- koszty ogólne (*Overhead costs*) wskazują, jaka jest wartość księgową bankowych kosztów ogółem w relacji do aktywów ogółem.

4) Podział wskaźników ze względu na **strukturę rynkową** banków komercyjnych:

- wskaźnik koncentracji (*Concentration*) mierzy udział aktywów trzech największych banków w relacji do aktywów całego sektora bankowego. Wysoki poziom wskaźnika oznaczać może brak presji konkurencyjnej banków na uatrakcyjnienie oferty oprocentowania lokat bankowych oraz, z drugiej strony, nieefektywny transfer kapitału od podmiotów zgłaszających wolne środki finansowe do inwestorów. Wysoka fragmentaryzacja rynku może być oznaką niedokapitalizowania banków,
- miernik, którego wielkość świadczy o penetracji zagranicznych banków⁴⁷ (*the foreign bank share/number/*) w bankach ogółem funkcjonujących w danym kraju,
- wskaźnik mierzący udział aktywów zagranicznych banków (*the foreign bank share/assets/*) w aktywach narodowego sektora bankowego ogółem.

S. Classens, A. Demirguc-Kunt oraz H. Huizinga⁴⁸ w efekcie przeprowadzonych badań stwierdzają, że wzrost penetracji zagranicznych banków w system finansowy danego kraju obniża rentowność i powoduje wzrost kosztów ogółem funkcjonowania banków. Z kolei A. Demirguc-Kunt, R. Levine oraz H. G. Min⁴⁹ zauważyli, że penetracja zagranicznych banków na rynki krajowe pobudza wzrost gospodarczy w wyniku presji na wzrost efektywności krajowych banków.

45 R. Levine, S. Zervos, *Stock Markets, Banks, and Economic Growth*, „American Economic Review”, June 1999, No 88, ss. 537–558.

46 R. Levine, N. Loayza, T. Beck, *Financial Intermediation...*, oraz w: T. Beck, R. Levine, N. Loayza, *Finance and the Sources of Growth*, World Bank Policy Research Working Paper 2057, February 1999.

47 Za bank zagraniczny uznaje się bank, w którym przynajmniej 50% kapitałów własnych jest w zagranicznych rękach.

48 S. Classens, A. Demirguc-Kunt, H. Huizinga, *How Does Foreign Entry Affect the Domestic Banking Market?*, World Bank mimeo, June 1997.

49 A. Demirguc-Kunt, R. Levine, H. G. Min, *Opening to Foreign Banks: Issues of Stability, Efficiency, and Growth*, World Bank mimeo, July 1998.

5) Wskaźniki odnoszące się do **efektywności oraz struktury rynkowej banków komercyjnych** w przekroju osiągniętego średniego **dochodu PKB per capita**.

T. Beck, A. Demirguc-Kunt i R. Levine⁵⁰ w badaniach tych wskaźników⁵¹ zaobserwowali następujące zależności:

- efektywność działania banków komercyjnych jest większa w krajach o wysokim i średnio-wysokim dochodzie *per capita*,
- występuje negatywna korelacja pomiędzy poziomem dochodów a koncentracją sektora bankowego,
- w krajach o niskich i średnio-niskich dochodach *per capita* występuje wyższy stopień penetracji krajowych rynków finansowych przez zagraniczne banki zarówno jeśli chodzi o ilość, jak i wielkość aktywów zagranicznych banków,
- w krajach o niskim dochodzie *per capita* właścicielem ponad 70% aktywów banków komercyjnych jest państwo, w gospodarkach o średnim dochodzie *per capita* dotyczy to 40%, w krajach zaś najbogatszych państwo nie dzierży w swoich rękach własności żadnego aktywów banku komercyjnego.

II. Wskaźniki mierzące **wielkość i aktywność pozabankowych instytucji finansowych** (*other financial institutions*). Do tej grupy instytucji zalicza się:

- 1) tzw. instytucje parabankowe, jak np. banki oszczędnościowe, banki hipoteczne czy kasy budownictwa społecznego. Istota funkcjonowania tych instytucji wynika często ze specjalizacji w kategorii danych usług finansowych z powodu podtrzymania tradycji, obowiązyującego prawa lub przepisów podatkowych,
- 2) firmy ubezpieczeniowe, wśród których rozróżnia się instytucje ubezpieczeniowe na życie i pozostałe firmy ubezpieczeniowe,
- 3) prywatne fundusze emerytalne,
- 4) fundusze wspólnego inwestowania lub instytucje finansowe, które zarządzają dużymi pulami aktywów w imieniu właścicieli tychże aktywów,
- 5) banki rozwoju, czyli instytucje, które dostarczają środków finansowych, głównie publicznych, krajom rozwijającym się.

50 T. Beck, A. Demirguc-Kunt i R. Levine, *A New Database...*

51 Autorzy wyróżnili cztery grupy dochodowe krajów na podstawie danych World Development Indicators 1998: a) kraje o wysokim PKB *per capita* (*high income countries*), w których dochód w 1997 r. przekraczał 9656\$, b) średnio-wyższy dochód *per capita* (*upper middle*), który mieści się w granicach 3126\$ – 9655\$, c) kraje o średnio-niskim PKB *per capita* (*lower middle*) w 1997 r. – dochód w granicach 786\$ – 3125\$ oraz d) kraje o niskim dochodzie *per capita* (*low income countries*), którego wartość nie przekracza 786\$.

W ramach tej kategorii wskaźników wyróżnia się:

- jeden ze wskaźników mierzących wielkość penetracji rynku przez wielkość składek ubezpieczeniowych z przeznaczeniem na ubezpieczenia na życie w stosunku do PKB (*Life insurance penetration = premiums/GDP*) oraz
- wskaźnik mierzący relację sumy składek ubezpieczeniowych z przeznaczeniem na ubezpieczenie obiektów innych niż życie do PKB (*Non-life insurance penetration as share of GDP*),
- miernik ujmujący pięć wymienionych pozostałych grup instytucji finansowych w przekroju dochodowym krajów *per capita*.

Jak wynika z badań⁵² wielkość każdego ze wskaźników osiąga najwyższy poziom w krajach bogatych. W miarę jak kraje rozwijają się i podnosi się poziom bogactwa, poszczególne mierniki aktywności podnoszą swoje wartości. W krajach bogatych *Life insurance penetration* jest dziesięciokrotnie wyższy niż w krajach zakwalifikowanych jako *lower-middle income countries*.

III. Wskaźniki odnoszące się do **rozmiarów, aktywności i efektywności rynków papierów wartościowych**. W tej grupie zawarte są informacje na temat wielkości, aktywności oraz efektywności zarówno pierwotnych, jak i wtórnych rynków finansowych. Zalicza się do nich:

- 1) wskaźnik **kapitalizacji giełdy** (*stock market capitalization/GDP*) określający wielkość rynku papierów wartościowych, który sumuje wartości rynkowe spółek notowanych na giełdzie w stosunku do PKB,
- 2) wskaźnik informujący o **aktywności i płynności rynków finansowych** – wartość obrotów ogółem na giełdzie w stosunku do PKB (*stock market total value traded to GDP*),
- 3) współczynnik **efektywności rynków finansowych** jest relacją poprzednich dwóch wskaźników. Mierzy aktywność (w literaturze zamiennie używany termin – płynność) giełdy w stosunku do jej rozmiarów. Małe, aczkolwiek aktywne rynki finansowe charakteryzują się wysokim współczynnikiem *turnover* w stosunku do dużych giełd, podczas gdy mniej płynne rynki finansowe odznaczają się niską wartością współczynnika *turnover*.
- 4) wskaźnik mierzący wielkość rynku papierów dłużnych reprezentuje prywatną lub publiczną kapitalizację wyemitowanych papierów dłużnych w stosunku do PKB (*Private/Public bond market capitalization to GDP*),

52 T. Beck, A. Demirguc-Kunt, R. Levine, *A New Database...*, s. 16 oraz A. Demirguc-Kunt, R. Levine, *Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross Country Comparisons*, World Bank 2001.

- 5) wskaźnik mierzący wielkość pierwotnego rynku papierów udziałowych i dłużnych w stosunku do PKB (*Equity Issues/GDP* lub *Long-term Private Debt Issues/GDP*).

Reasumując powyższe spostrzeżenia można stwierdzić, że stanowić one mogą punkt wyjścia dalszych pogłębionych badań. Zatem uzasadnione jest, aby „komparatystryka finansowa”, a ściślej komparatystryka w dziedzinie rynków kapitałowych, tym samym bankowości inwestycyjnej, stanowiła materiał do porównań wykorzystując „kryterium merytorycznego podobieństwa”⁵³. „Właściwe porównywanie”, wykraczające ponad jedynie tematyczne zestawienie, rozpoczynać się będzie od opisu wolnego od ocen. W tym względzie przedstawiony zostanie rys historyczny rozwoju usług bankowości inwestycyjnej w każdym z wybranych do celów badawczych opracowania krajów na tle ewolucji poszczególnych systemów finansowych.

3.3. Ewolucja systemów finansowych – komparatywna analiza porównawcza wybranych krajów

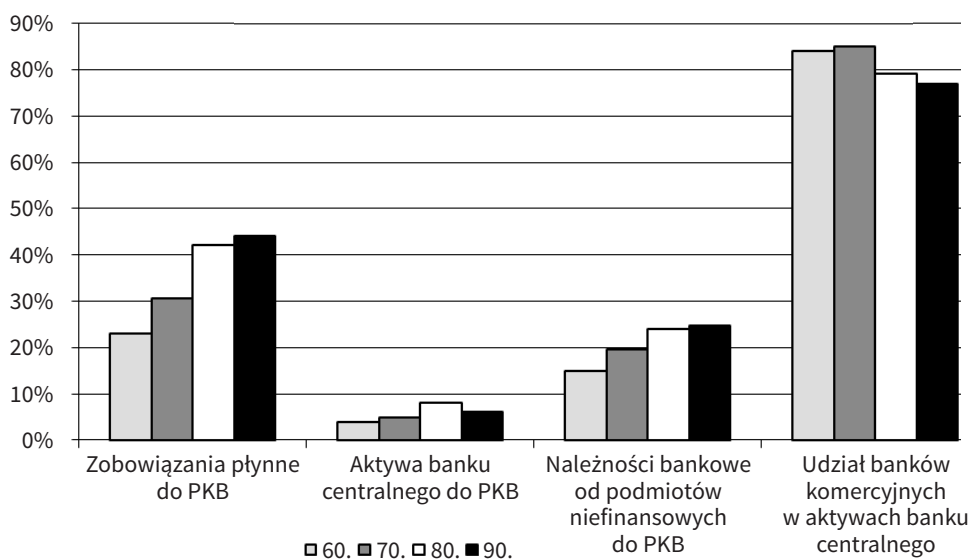
W rozdziale pierwszym zaznaczono, iż w wyniku postępującego procesu zwanego konwergencją systemów finansowych wykształci się nowy typ modelu systemu finansowego. Zakłada się, że przewodnią w nim rolę odgrywać będzie rynek kapitałowy, szczególnie funkcje kontrolne i kapitałowe przez niego pełnione. Nie chodzi o jednoczesne zmniejszanie znaczenia usług świadczonych przez bankowość komercyjną ani o eliminację banków, tylko o takie ukształtowanie proporcji, aby bankowość inwestycyjna i komercyjna były względem siebie komplementarne. Zanim przeprowadzona zostanie bardziej szczegółowa analiza porównawcza wybranych systemów finansowych, poniżej w sposób ogólny zostanie zaprezentowany rozwój pośrednictwa finansowego oraz rynków kapitałowych na przełomie lat 60., 70., 80. i 90. wieku XX.

Celem poniższej analizy jest obserwacja kierunków podążania systemów finansowych poszczególnych krajów, szczególnie w kontekście poszukiwania miejsca bankowości inwestycyjnej w przyszłych światowych strukturach finansowych.

53 S. Flejterski, *Analizy porównawcze...*, s. 47.

Teza do dalszych rozważań brzmi następująco: rozwój usług bankowości inwestycyjnej determinować będzie rozwój rynków kapitałowych, których rola w tworzeniu PKB będzie wzrastać kosztem usług bankowości komercyjnej.

Na początku ogólnie zaprezentowany zostanie rozwój pośrednictwa finansowego oraz rynków kapitałowych na przełomie lat 60., 70., 80. i 90. ubiegłego wieku. Na poniższym wykresie przedstawiony jest rozwój pośrednictwa finansowego i wykorzystano w tym celu kilka wybranych mierników pomocnych w określeniu stopnia i kierunku tego rozwoju.

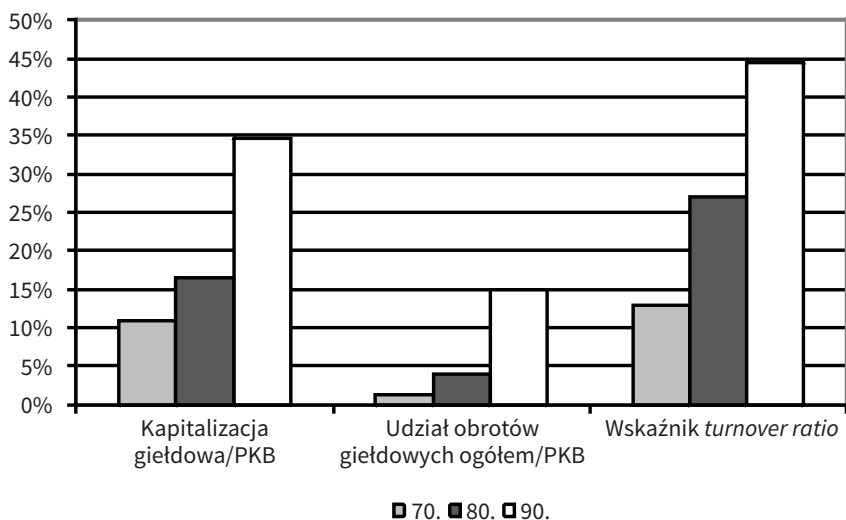


Wykres 3.7. Ewolucja rozwoju pośrednictwa finansowego w świecie w latach 1960–1997

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych WDI

Na wykresie zauważyć można ogólną tendencję zmian na rynku pośrednictwa finansowego, ze szczególnym uwzględnieniem banków depozytowo-kredytowych. Generalnie od lat 80. ubiegłego wieku ulega zmniejszeniu udział banków komercyjnych w aktywach banku centralnego, co może świadczyć o wzroście roli alternatywnych instytucji finansowych w gospodarce. Interesująca wydaje się zatem dalsza analiza, w wyniku której można stwierdzić, że udział należności bankowych z tytułu kredytów udzielonych podmiotom niefinansowym wykazuje trend wzrostowy. Jednak w latach 90. wieku XX ten trend uległ wyhamowaniu. Jednocześnie zobowiązania płynne w stosunku do PKB stanowią o większej głębokości rynku finansowego na świecie. Uzupełnieniem ogólnej

oceny stanu rozwoju światowego pośrednictwa finansowego może być analiza światowego rozwoju giełd papierów wartościowych dokonana przy użyciu klasycznych mierników opisanych powyżej.



Wykres 3.8. Rozwój giełd papierów wartościowych w świecie w latach 70., 80. i 90. wieku XX

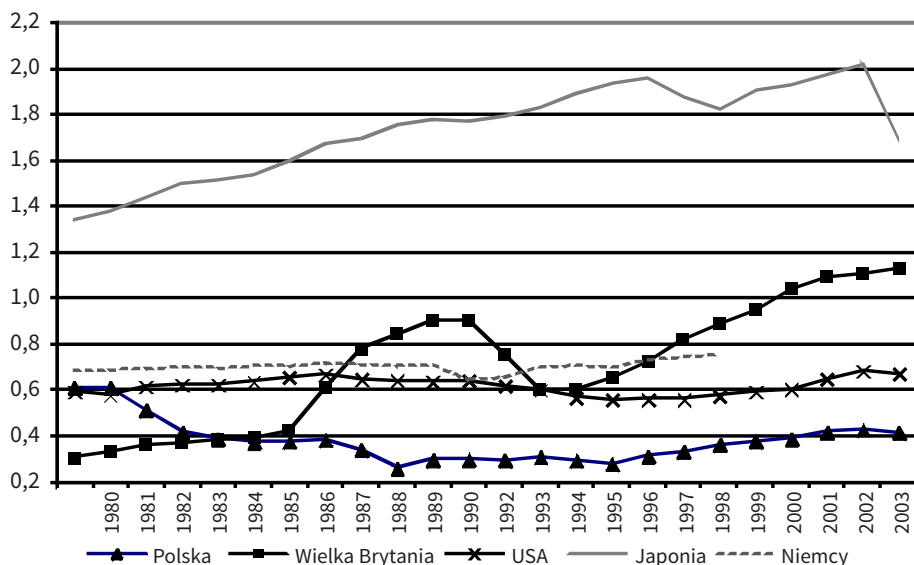
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych WDI

Rola rynków papierów wartościowych (mierzona wielkością tych rynków, ich aktywnością oraz efektywnością) wzrosła w ciągu ostatnich trzech dekad. Giełdy papierów wartościowych są większe, bardziej aktywne i efektywniej funkcjonują w krajach, które odznaczają się relatywnie wyższym poziomem PKB *per capita*.

W poprzednim fragmencie opracowania przedstawiono analizę teoretyczną oraz weryfikację wybranych empirycznych badań poszukujących związków i wzajemnych zależności pomiędzy rozwojem finansowym a rozwojem gospodarczym. Wnioski wysnute z analizy odnoszą się do różnych państw, bez głębszej analizy systemu finansowego Polski. W tym podrozdziale podjęta zostanie próba zastosowania komparatystryki finansowej w obszarze systemów finansowych Stanów Zjednoczonych, Niemiec, Japonii oraz Polski, a tam gdzie według autorki istotne jest pokazanie wyników obserwacji dla Wielkiej Brytanii i one będą uwzględnione. Wykorzystane w tym celu zostaną omówione mierniki z rozdziału drugiego, dzięki którym możliwa jest komparatywna analiza porównawcza wielu krajów, badany zaś okres to lata 1980–2003.

3.3.1. Stan rozwoju pośrednictwa finansowego w wybranych systemach finansowych

W podrozdziale brane są pod uwagę wybrane wskaźniki rozwoju finansowego charakterystyczne dla bankowych i niebankowych pośredników finansowych oraz odnoszące się do rozwoju rynków kapitałowych opisane wyżej. Pierwszym z nich jest ogólna miara pozwalająca określić relatywną wielkość pośrednictwa finansowego⁵⁴ w gospodarce w stosunku do rozmiarów gospodarki.



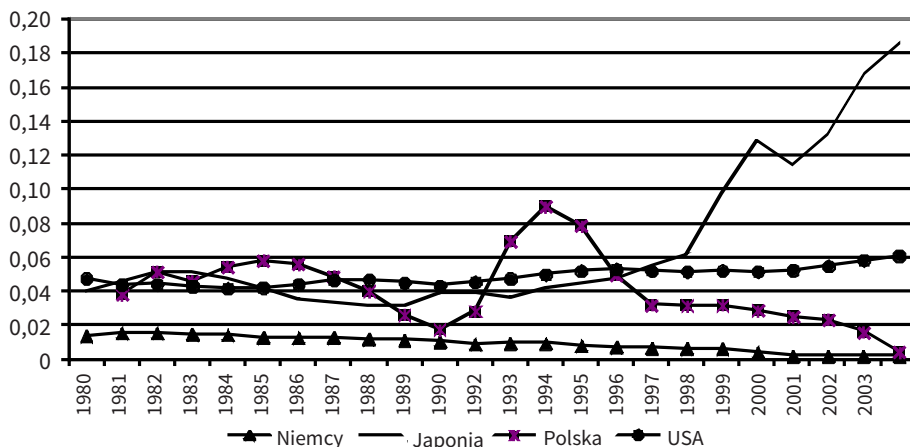
Wykres 3.9. Udział zobowiązań płynnych w PKB w wybranych krajach w latach 1980–2003

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych banków centralnych państw, OECD, NBP

Według R. G. Kinga i R. Levine wskaźnik opisujący relację płynnych zobowiązań do PKB jest najbardziej ogólnym miernikiem rozwoju sektora finansowego. Jak można zauważyć na wykresie, spośród wybranych krajów to w Japonii system pośrednictwa finansowego uzyskuje najwyższe wartości i nazwać go można „głębokim” (*depth*). Poziom głębokości sektora finansowego w Polsce zbliżony jest do węgierskiego i żadne obserwowane dane nie wskazują, by w przyszłości miało być inaczej.

⁵⁴ Pośrednictwo finansowe odnosi się tutaj do banków i innych instytucji finansowych.

Drugim z badanych mierników jest wskaźnik informujący o ogólnych **rozmiarach** (*size*) sektora bankowego w poszczególnych systemach finansowych państw.



Wykres 3.10. Udział aktywów banku centralnego w PKB w wybranych krajach w latach 1980–2003

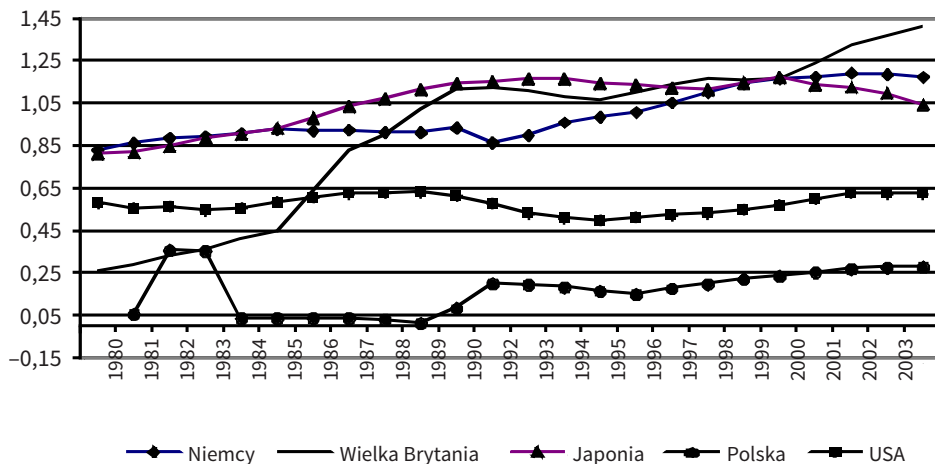
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych banków centralnych państw, OECD, NBP

Na wykresie zauważyć można, że w badanych krajach wielkości sektorów bankowych są zbliżone. Udział aktywów banku centralnego w PKB w Polsce wynosi średnio kilka procent poza jego wzrostowymi fluktuacjami w pierwszych latach transformacji gospodarczej. Od drugiej połowy lat 90. ubiegłego wieku obserwować można jego trwały spadek. W Japonii z kolei od połowy lat 90. odnotowuje się dynamiczny wzrost tego wskaźnika.

Miarą informującą o poziomie **aktywności** (*activity*) banków w sektorze prywatnym⁵⁵ jest stosunek należności banków od sektora niefinansowego do PKB.

Generalnie z obserwacji wykresu można wywnioskować, iż tempo wzrostu wskaźnika mierzącego relatywny udział kredytów bankowych w finansowaniu działalności bieżącej oraz inwestycji podmiotów gospodarujących rośnie. Przedsiębiorstwa prywatne w Polsce dynamicznie rozpoczęły finansowanie swojego rozwoju przez kredyt bankowy z chwilą przejścia z gospodarki centralnie sterowanej do systemu gospodarki rynkowej.

⁵⁵ Wskaźnik wyklucza kredyty udzielone sektorowi państwowemu (rządowi centralnemu, władzom lokalnym oraz firmom będącym własnością Skarbu Państwa).



Wykres 3.11. Stosunek należności banków komercyjnych do PKB w wybranych krajach w latach 1980–2003

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych banków centralnych państw, OECD, NBP

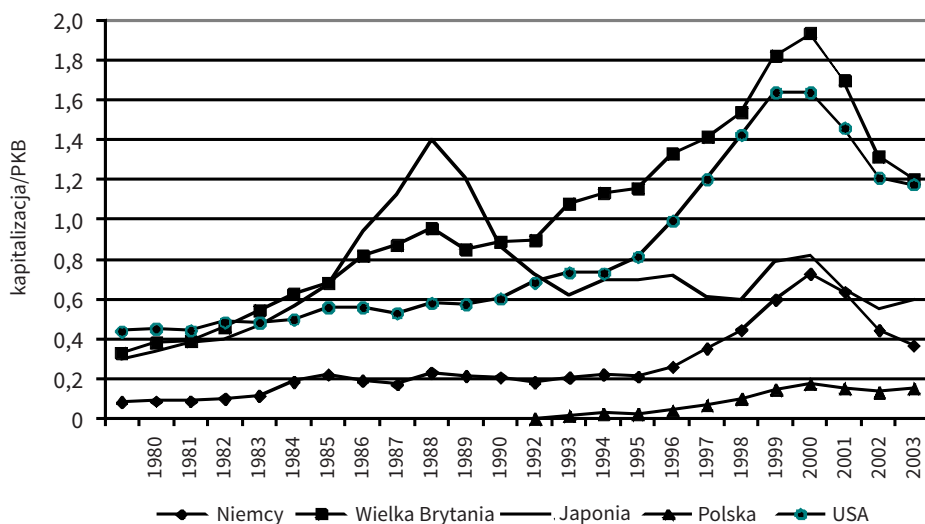
W miarę upływu czasu od roku 2000 zauważyć można stopniowy spadkowy trend w krajach o niemiecko-japońskim systemie finansowym – głównie w Japonii – w odniesieniu do udziału należności kredytowych banków od sektora prywatnego. Kryzys, jaki dotknął kraje Azji Południowo-Wschodniej w roku 1997 szczególnie zaznaczył się w systemie finansowym. W Niemczech spadek jest zauważalny dopiero od roku około 2002 i trend ten się przedłuża.

3.3.2. Evolucja i stan obecny rozwoju rynków kapitałowych w wybranych systemach finansowych

W rozdziale pierwszym opisane zostały funkcje, jakie pełni w gospodarce rynek kapitałowy. Dwie z nich – funkcja kontrolna i funkcja kapitałowa są przedmiotem obecnej analizy. Aby możliwe było określenie efektywności wypełniania tych funkcji w różnych systemach finansowych, niezbędne jest zbadanie stopnia rozwoju rynku kapitałowego w wybranych krajach. W rozdziale drugim opracowania zawarto z kolei opis niektórych podstawowych wskaźników, dzięki którym możliwa jest ocena stopnia rozwoju rynku kapitałowego.

Rozmiar poszczególnych rynków kapitałowych może zostać oceniony i porównany dzięki wskaźnikowi opisującemu kapitalizację rynkową

spółek notowanych na narodowych rynkach, co przedstawiono na wykresie 3.12.



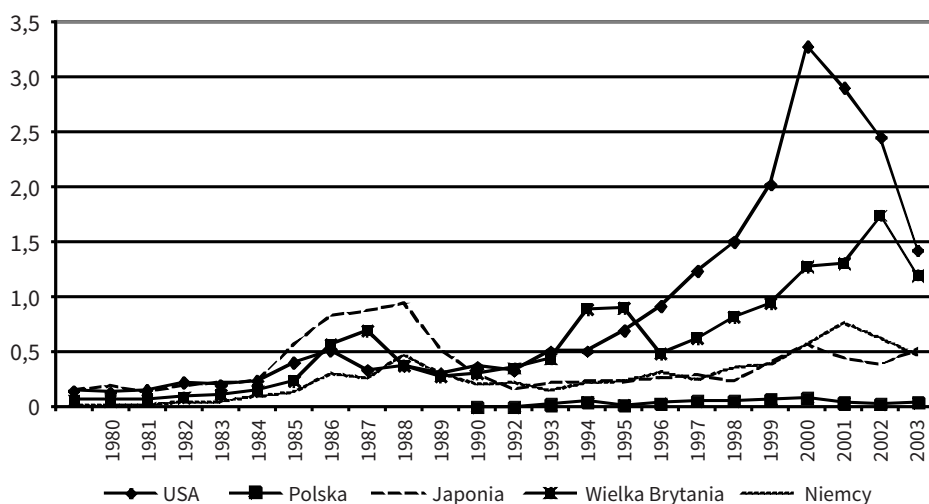
Wykres 3.12. Wskaźnik kapitalizacji giełd finansowych w wybranych krajach w latach 1980–2003

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych banków centralnych państw, OECD, NBP

Na wykresie zauważyć można jedną ogólną cechę charakterystyczną dla wszystkich badanych krajów, mianowicie taką, że od połowy lat 90. ubiegłego wieku następował dynamiczny wzrost kapitalizowanych spółek względem PKB, średnio zaś od roku 2000 notuje się stopniowy spadek tego wskaźnika. Okres ustabilizowania i wejście w tzw. trend boczny nastąpił na początku roku 2003 i w połowie roku 2005 obserwowano powolny wzrost wskaźnika kapitalizacji giełdowej. Warto w tym miejscu poszukać odpowiedzi na pytanie, czy wzrost jest wynikiem zwiększenia się wolumenu i wartości IPO (*Initial Public Offerings*), wzrostu tempa inwestycji w już funkcjonujących spółkach, czy ogólnie polepszającej się światowej koniunktury gospodarczej. Drugą istotną kwestią, którą warto przeanalizować, jest problem, czy plasowanie papierów wartościowych przez spółki giełdowe w celach rozwojowych następuje w efekcie emisji papierów udziałowych, czy dłużnych. Kolejny związany z tym interesujący aspekt dotyczy wyboru plasowania papierów na rynkach publicznych bądź prywatnych, na rynkach krajowych bądź na eurorynkach. Próba odpowiedzi na powyższe pytania została podjęta w dwóch kolejnych rozdziałach, a wynik obserwacji oraz przeprowadzonych badań uzupełni dotychczasowe wnioski na temat rozmiaru rynków kapitałowych i ich wpływu na rozwój gospodarczy.

Z wielu badań⁵⁶ przeprowadzonych przez A. Demirguc-Kunt i R. Levine⁵⁷ wynika, że istnieje dodatnia korelacja pomiędzy wzrostem kapitalizacji rynkowej spółek giełdowych a wzrostem dochodu PKB *per capita*. Wynikać z tego może wniosek, że w krajach o relatywnie wyższym lub/i rosnącym dochodzie na głowę mieszkańca rynki kapitałowe są większe niż w gospodarkach mniej rozwiniętych.

Następna miara odnosząca się do analizy rynków kapitałowych dotyczy ich aktywności. Stosunek całkowitych obrotów giełdowych w PKB (*Total Value Traded as Share of GDP*) mierzy relatywny udział wartości zawartych transakcji giełdowych w gospodarce. R. Levine i S. Zervos⁵⁸ często w swoich badaniach używają tego wskaźnika do określenia stopnia płynności rynkowej, ponieważ jest on relacją obrotów do aktywności gospodarczej. Na wykresie 3.13 przedstawione są obroty giełdowe ogółem względem PKB w przekroju czasowym 1980–2003 dla wybranych krajów.



Wykres 3.13. Wskaźnik udziału obrotów giełdowych ogółem w stosunku do wybranych PKB krajów w latach 1980–2003

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych banków centralnych państw, OECD, NBP

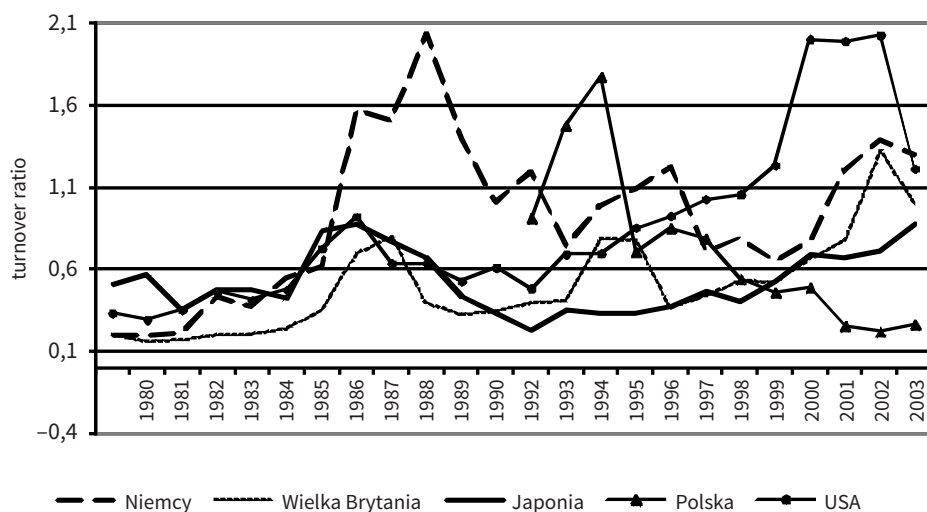
56 W tym miejscu autorka ogranicza się do podania jednego z wielu przytoczonych przykładów, w dalszej części książki opisanych w sposób bardziej wyczerpujący.

57 A. Demirguc-Kunt i R. Levine poddali takiej analizie w latach 90. XX w. 150 krajów. Z analizy wynikało, że korelacja pomiędzy dochodem PKB *per capita* a kapitalizacją rynkową wyniosła prawie 0,3 i jest istotna przy poziomie 0,05.

58 R. Levine, S. Zervos, *Stock Markets, Banks...*, s. 537–558.

Z przedstawionych obserwacji wynika, że największą aktywnością odznaczały się w latach 90. ubiegłego wieku kraje o anglo-amerykańskich tradycjach giełdowych, czyli Wielka Brytania i Stany Zjednoczone. Pozostałe badane kraje z dominującym systemem finansowym probankowym, tj. Niemcy i Japonia, w analogicznym okresie nie wykazywały gwałtownych zmian.

Ostatnim z trzech podstawowych mierników stopnia rozwoju rynków kapitałowych jest tzw. *Turnover Ratio*, który używany jest w literaturze przedmiotu i w praktyce do określania efektywności rynku. Wskaźnik ten nie uwzględnia kosztów transakcyjnych i jest relacją dwóch poprzednich wymienionych miar. W przekonaniu R. Levine i A. Demirguc-Kunt⁵⁹ wskaźnik ten może być używany do określania płynności rynkowej. Efektywność rynków kapitałowych w wybranych krajach jest przedstawiona na wykresie 3.14.



Wykres 3.14. Wskaźnik *turnover ratio* w wybranych krajach w przekroju czasowym 1980–2003

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych banków centralnych państw, OECD, NBP

Na wykresie zaobserwować można duży rozrzut efektywności rynków papierów wartościowych dla badanych krajów. O ile zjawiska te z punktu widzenia rozwoju historycznego są dla wszystkich krajów w miarę wytłumaczalne, o tyle niepokoić może fakt spadającej efektywności polskiego

59 A. Demirguc-Kunt, R. Levine, *Stock Market Development and Financial Intermediary Growth: Stylized facts*, „World Bank Economic Review”, May 1996.

rynku giełdowego, który w niedługim już czasie ma się stać centrum finansowym Europy Środkowowschodniej⁶⁰.

A. Demirguc-Kunt i R. Levine we wspomnianych badaniach poddali analizie efektywność funkcjonowania rynków w próbie liczącej 150 krajów w latach 1990–1995. Wniosek z tych analiz był następujący: kiedy wskaźniki *Stock Market Capitalization as a Share of GDP* oraz *Total Value Traded as Share of GDP* wzrastają, to *turnover ratio* uzyskuje wyższe wartości. Dzieje się tak za sprawą rozwoju gospodarczego, który się dokonuje w poszczególnych państwach pobudzając tym samym proces rozwoju finansowego⁶¹. W efekcie rozwoju ekonomicznego dochody ludności powinny rosnąć, istnieje zatem przesłanka wzrostu oszczędności. Bankowość inwestycyjna jako jeden z filarów systemu finansowego w krajach o rozwiniętych lub dynamicznie rozwijających się strukturach rynku kapitałowego może odegrać kluczową rolę w mobilizacji tychże oszczędności. Zgłaszany w gospodarce popyt na usługi finansowe ze strony podmiotów zgłaszających wolne środki finansowe, z drugiej strony firm, przyczyniać się może do efektywnego rozwoju finansowego, szczególnie w ramach bankowości inwestycyjnej. Jeżeli rośnie rola usług bankowości inwestycyjnej w rozwoju finansowym, to w stosunku do pośredników finansowych większą rolę odgrywają giełdy papierów wartościowych. Funkcje, jakie pełnią giełdy na rynku finansowym zostały opisane w rozdziale pierwszym, tu za istotne należy uznać dokonanie rozszerzonej analizy teoretycznej na ten temat. Na podstawie dotychczasowych rozważań można wysnuć następujący wniosek: w krajach, w których dochody ludności *per capita* wzrastają i są relatywnie wyższe od innych, giełdy są większe, bardziej aktywne oraz bardziej efektywne.

Jak dowodzą najnowsze badania, istotnym czynnikiem, który sprawia, że wiele państw rozwijających się ma nadal niską stopę wzrostu, jest niedorozwój ich systemów finansowych (w literaturze przedmiotu sytuacja znana jako „opóźnienie finansowe”). W związku z tym trzeba przyjąć, że przyczyną niskiego poziomu rozwoju i wzrostu gospodarczego jest niedorozwój systemów finansowych poszczególnych gospodarek. Przejawia się on w nieefektywnym funkcjonowaniu systemów finansowych. Bankowość inwestycyjna wychodzi naprzeciw dynamicznie rozwijającym się gospodarkom oferując paletę produktów i usług finansowych określanych często w literaturze jako „szyte na miarę”, co oznacza dostosowywanie oferty do potrzeb ekonomicznych krajów.

60 Opis badań i analiza dotycząca polskiego rynku kapitałowego zawarte są w rozdziale czwartym.

61 Istnieje dodatnia korelacja pomiędzy wzrostem dochodów *per capita* a wzrostem wskaźników aktywności i efektywności giełd.

Rozwój systemu finansowego w Polsce, podobnie jak w innych krajach rozwiniętych bądź przechodzących transformację, nie został zakończony i ciągle trwa. Trudno jest więc określić optymalny model systemu finansowego dla Polski (jak i innych krajów), jeśli podlega on tendencjom na światowych rynkach. Dla polityki gospodarczej w otwartych współczesnych gospodarkach rynkowych istotne wydaje się w pierwszej kolejności określenie ich miejsca na arenie międzynarodowej, a następnie sprecyzowanie kierunków tej polityki z uwzględnieniem obecnych tendencji na światowych rynkach.

Powyzsza analiza może być satysfakcjonująca na pewnym poziomie dociekań badawczych, jednak nie wyczerpuje w pełni tematu badawczego. Komparatystyka finansowa wydaje się cennym obszarem badań, choć nie jest pozbawiona słabości. Podstawową zaletą stosowania tej metody jest jej uniwersalność i, co najważniejsze, daje ona możliwość porównania jakichś jednorodnych cech zarówno w ujęciu przekrojowym, czasowym, jak i przekrojowo-czasowym. Ma ona też walory poznawcze, jednak dostarcza stosunkowo mało informacji na temat siły, kierunków i zależności badanych zjawisk. Dlatego w kolejnym podrozdziale dokonano przeglądu światowej literatury, w którym duży nacisk położono na analizę związków przyczynowo-skutkowych. Tendencje światowe w zakresie metodologii badawczej także kierują się w stronę analiz zależności przyczynowo-skutkowych, dzięki którym można wyodrębnić czynniki wywołujące pewne zależności, jak i wpływ tychże zależności na systemy finansowe, w tym bankowość inwestycyjną, oraz na gospodarkę.

3.4. Industrializacja gospodarek a finansowanie nowych technologii

W literaturze przedmiotu opisano wiele badań analizujących związki między rozwojem rynków finansowych a rozwojem gospodarczym. Liczni autorzy wyjaśniają te relacje opierając się na analizie wydarzeń z okresu dynamicznej industrializacji poszczególnych gospodarek. Wspomniane badania są ważne dla dalszych rozważań w niniejszej książce o wzajemnych zależnościach pomiędzy bankowością inwestycyjną a wzrostem gospodarczym. Bankowość inwestycyjna w swej filozofii działania opiera się na elastyczności działania, cechuje ją przy tym duża innowacyjność w zakresie tworzenia nowych, „szytych na miarę”, rozwiązań sprzyjających pozyskaniu przez firmy kapitału do realizacji nowych projektów. Wewnętrzna struktura banku inwestycyjnego, która zwykle nie podlega

zhierarchizowanej strukturze organizacyjnej – jak w przypadku innych instytucji finansowych, pozwala na szybkie sfinalizowanie często złożonych i o dużej skali przedsięwzięć wymagających wysokiego stopnia koordynacji kadry banku inwestycyjnego.

Stulecia XIX oraz XX to czas, w którym zrealizowano wiele innowacyjnych pomysłów. W wieku XIX najważniejszym z nich był przemysł kolejowy. Kilkadziesiąt lat później projektami, które na miarę swoich czasów nazwać można innowacyjnymi, były samochód, artykuły trwałego użytku, komputer oraz przemysł biotechnologiczny. Szczególnie interesujący jest ostatni z wymienionych, a to z uwagi na wyjątkowo mało danych o nim samym, jak również brak porównywalnych rodzajów przemysłów, które mogłyby posłużyć za punkt odniesienia. Co więcej, strategie rozwoju tej dziedziny głoszone przez menedżerów były dość skomplikowane i przyszłość projektów była bardzo niejasna. Pomimo iż wszystko to wywołało głęboki podział opinii publicznej w kontekście zasadności za-inwestowania wolnych środków w tego typu przedsięwzięcie, nowa technologia w zakresie biotechnologii została z sukcesem sfinansowana przez rynek kapitałowy.

Innym przemysłem, o którym na rynku pojawiało się niewiele informacji, był przemysł komputerowy. Głównie to firma IBM zdominowała rynek w latach 50., 60., i 70. ubiegłego wieku. W latach 80. rozwój komputera osobistego diametralnie zmienił oblicze tego przemysłu, a także zaczął oddziaływać w coraz większym stopniu na rozwój gospodarczy.

Jeśli chodzi o rynki finansowe, to inwestycje w sektor nowych technologii cechują się „wysokim ryzykiem i wysokim zwrotem”, jako że w branży tej stosunkowo duży udział mają firmy młode i innowacyjne. Sugerować to może, że samofinansowanie jest tu stosowniejsze niż finansowanie obce. W przypadku tego rodzaju firm wierzyciel raczej nie odniósłby korzyści z potencjału wzrostu firmy, jest za to w pełni narażony na ryzyko porażki lub pogorszenia wyników. Rentowność kapitału jest natomiast dodatnio skorelowana z rentownością firmy, bez maksymalnego pułapu. Implikuje to fakt, że od młodych, innowacyjnych firm nie oczekuje się zgodności z hipotezą kolejności źródeł finansowania (*pecking order*), zgodnie z którą finansowanie kredytowe jest preferowane w stosunku do samofinansowania⁶². Firmy tego rodzaju potrzebują raczej kapitału wysokiego ryzyka od dostarczających go inwestorów.

Zatem można postawić tezę, że rynkowy system finansowy potrafi lepiej sprostać potrzebom innowacyjnych firm w zakresie finansowa-

62 Por. *The Financing of Technology-Based Small Firms*, Bank of England, London 2001.

nia niż system oparty na bankach, w którym kładziony jest nacisk na długoterminowe relacje z klientami, a dostępność kapitału wysokiego ryzyka może być uznawana za kwestię kluczową. Aspekt ten jest podejmowany także wśród ekonomistów, którzy próbują wyjaśnić różnice w dynamice wzrostu pomiędzy Stanami Zjednoczonymi a Europą w drugiej połowie lat 90. wieku XX. Stany Zjednoczone mają system finansowy bardziej zorientowany na rynek kapitałowy i dobrze rozwinięty rynek kapitału wysokiego ryzyka, co stanowić może podstawę do wnoszenia dalszych inicjatyw mających na celu pobudzenie integracji rynku finansowego w Unii Europejskiej⁶³. Na obniżanie barier przy realizacji inwestycji bardzo istotny wpływ wydaje się mieć również samo wprowadzenie waluty euro. Działania te bowiem mogą wspomagać łatwiejszy dostęp do międzynarodowych środków finansowych, a dzięki temu poprawiać się powinny warunki gospodarcze sprzyjające wzrostowi gospodarczemu⁶⁴.

Podstawowy aspekt procesu industrializacji stanowi rozwój autonomicznego systemu finansowego. Dzięki ustanowieniu wyspecjalizowanych instytucji oraz mechanizmów następuje transfer kapitału, a także pośrednictwo w przepływie oszczędności i inwestycji. Z jednej strony kluczową kwestią jest stopień, w jakim transformacja kapitału w systemie finansowym zdeterminowana jest przez banki lub rynki kapitałowe. Z drugiej zaś zasadniczy problem dotyczy ingerencji państwa w ustanawianiu warunków, na podstawie których kredyty udzielane są przez banki. W sytuacji, gdy każdy kraj ma swoją strukturę instytucjonalną, te dwie cechy pozwalają dokonać wyróżnienia głównych systemów finansowych między poszczególnymi państwami.

Wszystkie kraje wysoko rozwinięte mają takie wyspecjalizowane systemy finansowe, jednak badania polegające na przekrojowej analizie porównawczej krajów w tym aspekcie wskazują na istotne strukturalne różnice⁶⁵. Analiza porównawcza krajów takich, jak Japonia, Niemcy oraz Stany Zjednoczone, dotycząca połowy lat 90., według pierwszego kryterium wskazuje na znaczący dystans, jaki dzieli dwa pierwsze kraje i Stany Zjednoczone AP. Tabela 3.2 pokazuje te różnice.

63 Obecnie działania takie zawarte są w Financial Services Action Plan FSAP oraz w raporcie Lamfalussy'ego.

64 Por. F. W. Vijselaar, N. O. Kennedy, *Nowe technologie: konieczność reform strukturalnych*, XXII Konferencja Naukowa NBP nt. „Reformy strukturalne a polityka pieniężna”, Falenty 2002.

65 J. Zysman, *Governments, Markets and Growth: Financial Systems and the Politics of Industrial Change*, Cornell University Press, Ithaca 1983.

Tabela 3.2

Struktura systemu finansowego w wybranych krajach w połowie lat 90. XX w. (w %)

Wskaźnik	Japonia	Niemcy	Stany Zjednoczone
Stosunek aktywów bankowych do całkowitych aktywów systemu finansowego, 1996	63,6	74,3	24,6
Udział sekurytyzowanych aktywów w całkowitej sumie aktywów finansowych, 1996	22,9	32,0	54,0
Udział sekurytyzowanych aktywów w stosunku do całkowitych aktywów sektora gospodarstw domowych, 1995	12,4	28,8	35,9
Stosunek sekurytyzowanych pasywów w całkowitych zobowiązaniach podmiotów niefinansowych, 1995	15,4	21,1	61,0

Źródło: dane US Federal Reserve Board, Deutsche Bundesbank, Bank of Japan.

Na podstawie powyższych danych zauważyć można, biorąc pod uwagę wskaźnik udziału aktywów bankowych w relacji do sumy aktywów finansowych danego kraju (odpowiednio 64 i 74%), że w Japonii oraz w Niemczech dominującym systemem jest system bankowy. Ten sam wskaźnik w Stanach Zjednoczonych sięga jednej czwartej wszystkich aktywów finansowych w USA.

W USA ponad połowę aktywów instytucji finansowych, gospodarstw domowych, przedsiębiorstw, aktywów rządowych (ogółem) poddano procesowi sekurytyzacji, w Japonii było to odpowiednio 23%, w Niemczech 32%. W odniesieniu do sekurytyzowanych aktywów gospodarstw domowych wniosek wypływający z danych nie jest już tak jednoznaczny. Otóż tylko w Japonii odsetek ten jest niski (12,4), zbliżone zaś są wyniki Niemiec i USA (odpowiednio 28,8 oraz 35,9%). Analizując kryterium wielkości sekurytyzowanych należności w omawianym okresie zaobserwować można występowanie dużej dysproporcji między Stanami Zjednoczonymi a pozostałymi krajami. W połowie lat 90. ubiegłego wieku w USA wspomniany wskaźnik wynosił bowiem 61%, dla Niemiec 21%, a dla Japonii niewiele ponad 15%.

W związku z powyższą analizą danych, poszukując możliwości wyjaśnienia przyczyn zróżnicowania systemów finansowych, wielu autorów wykorzystuje do badań podejście historyczno-instytucjonalne. S. Vitols w swoim opracowaniu⁶⁶ pomimo pełnego uznania, jak twierdzi, dla podejścia historyczno-instytucjonalnego, przeciwstawia się prawdziwości tezy odnoszącej się do występowania tzw. cykliczności industrializa-

66 S. Vitols, *The Origins of Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Germany, Japan and the United States*, Discussion paper ISSN No 1011-9523, Berlin 2001.

cji w gospodarce (*timing of industrialization – TOI*)⁶⁷ z kilku powodów, z których trzy najważniejsze według niego brzmią następująco:

1. W okresie dynamicznego uprzemysłowienia banki były zakładane przez wielkich przemysłowców w celu gromadzenia środków na rozwój ich własnych firm. R. H. Tilly⁶⁸ nazywa takie działanie „development assistance for the strong”.
2. W poszczególnych krajach istnieją różne rozwiązania prawne w zakresie rynków finansowych. Niemniej jednak poziom rozwoju omawianych trzech krajów pod tym względem aż do końca pierwszego dwudziestolecia XX w. był zbliżony i w każdej z gospodarek główną instytucją finansującą rozwój firm był bank komercyjny. W Niemczech i Japonii świadczenie usług finansowych w zakresie bankowości inwestycyjnej bądź komercyjnej odbywało się „pod jednym dachem”, w USA zaś z początkiem lat 30. wieku XX nastąpiło ich wyraźne rozdzielenie.
3. Różnice w zakresie regulacji prawnych w poszczególnych państwach odnoszą się nie tylko do regulacji finansowych, ale także regulacji na rynku pracy, funduszy emerytalnych, systemu ubezpieczeń zdrowotnych, związanych z redystrybucją dochodu narodowego. Dominującą formą inwestycji nadwyżek środków finansowych gospodarstw domowych w Niemczech i Japonii są lokaty bankowe, w USA zaś szeroka gama instrumentów finansowych.

Powyższa analiza, wykorzystująca wyłącznie „timing on industrialization”, wydaje się zbyt uproszczona, dlatego też jedną z alternatywnych interpretacji może stać się porównanie systemów pod względem podobieństwa ich rozwoju strukturalnego.

Za pierwszą z cech wyróżnionych poniżej, aczkolwiek wspólną dla systemów finansowych w okresie uprzemysłowienia, uznano usuwanie barier aktywności finansowej utożsamiane często z ogólną teorią rozwoju kapitalizmu. Z tym łączył się wzrost aktywności banków zorganizowanych w formie spółek akcyjnych. Z tym też związana jest kolejna wspólna cecha, mianowicie odnotowany w okresie początkowym wzrost liczby banków, w późniejszej zaś fazie koncentracja działalności bankowej objawiająca się zwiększeniem wartości ich aktywów. W warunkach jednoczesnego rozwoju rynków kapitałowych narastał udział na rynku finansowym banków, które coraz bardziej angażowały kapitał na rynku kapitałowym. Działalność banków zarówno na rynku dla nich tradycyjnie zarezerwowanym, jak i w sektorze bankowości inwestycyjnej,

67 Zjawisko to zostało szerzej opisane w pkt. 1.1.5 niniejszej książki.

68 R. H. Tilly, *German Banking, 1850–1914: Development Assistance for the Strong*, „Journal of European Economic History” 1986, No 15, s. 113–152.

zdominowała działalność innych instytucji finansowych funkcjonujących tylko w jednym z obszarów. Kolejnym elementem wspólnym była idea – przyświecająca bankom we wszystkich krajach – nie tylko sprostanania konkurencji na rynku, ale także zdobycia w ramach prowadzonej działalności nowych obszarów. Postępująca industrializacja gospodarek, szczególnie w branżach przemysłowych, takich jak koleje żelazne, kopalnie węgla czy przemysł stalowy, powodowała wzrost zapotrzebowania na kapitał z zewnątrz. Normy ostrożnościowe nakładane na banki nie pozwalały im angażować środków w ryzykowne projekty na długi okres, dlatego też banki coraz częściej poszukiwały możliwości finansowania przemysłów poprzez rynki papierów wartościowych. Dalsza liberalizacja systemów finansowych w owym czasie wpływała destabilizująco na rynki finansowe. Ze względu na wzajemną współzależność instytucji finansowych narażony został na ewentualne bankructwo cały system finansowy. Wzrastało stale potencjalne ryzyko w związku z zaangażowaniem się na rynkach instrumentów pochodnych oraz ryzyko związane z tzw. *maturity mismatch*⁶⁹. Owe tendencje, wpływające destabilizująco, zaczęły bywać przyczyną tzw. paniki finansowej, a także kryzysów, których punktem kulminacyjnym była Wielka Depresja lat 30. ubiegłego wieku.

Rozwój nowych przemysłów i wdrażanie nowych technologii mają bardziej skomplikowany charakter. Zapewnienie finansowania stanowi tylko jeden z jego elementów. Próba dokonania historycznej analizy i ustalenie w hierarchii wyższości jednego z dwóch systemów – systemu bankowego lub rynkowego – jest kwestią bardzo złożoną. Wiele przykładów historycznych dotyczących rodzenia się nowych przemysłów przedstawić można praktycznie czerpiąc z przeszłości dwóch krajów: Wielkiej Brytanii oraz Stanów Zjednoczonych. Jako jeden z takich przykładów może nam posłużyć ekspansja przemysłu kolejowego w Wielkiej Brytanii, którego dynamiczny rozwój przypadł na wiek XIX i sfinansowany został przez inwestorów działających na London Stock Exchange. Choć auto wynaleziono w Niemczech, to rozwój przemysłu samochodowego odbywał się na wielką skalę w Stanach Zjednoczonych. Oczywiście, mimo że większość przykładów – jak już wspomniano – dotyczy Wielkiej Brytanii i Stanów Zjednoczonych, niektóre branże zrodziły się gdzie indziej, np. przemysł chemiczny na dużą skalę rozwinął się w Niemczech.

Jak wiadomo, z wprowadzeniem na rynek całkiem nowej technologii (*start up*) związane jest ogromne ryzyko, które zwykle trudno wyeliminować z uwagi na zbyt małą liczbę danych. Trudno w takiej sytuacji o wybór

69 Zjawisko to polega na dokonywaniu przez banki inwestycji długoterminowych kapitałem krótkoterminowym zgromadzonym na depozytach.

optymalnej strategii zarządzania mimo szerokiego spektrum możliwości. Ten szeroki ich wachlarz z jednej strony i brak konkretnych danych z drugiej powoduje znaczne zróżnicowanie opinii i stosunku zainteresowanych stron do realizacji projektu. Potencjalnymi dawcami kapitału kierują różne priorytety dotyczące oczekiwanych efektów, stąd każdy z nich pozostaje przy swoim zdaniu. W tym miejscu należy nadmienić, że w takiej sytuacji system rynkowy odznacza się większą elastycznością dzięki włączeniu w finansowanie inwestycji wielu inwestorów. Takie rozwiązanie jest relatywnie bardziej kosztowne od finansowania poprzez banki, ale przeważa tu z kolei zaleta, jaką jest możliwość wpłaty lub wypłaty swojego kapitału według własnych preferencji. W związku z tym wiele innowacyjnych projektów zostało sfinansowanych właśnie poprzez rynek kapitałowy.

Natura finansowania pośredniego z kolei opiera się na decyzji menedżera bez względu na priorytety inwestorów, czyli oddających w zarządzanie wolne środki finansowe. Niezaprzeczalnie zasadniczą zaletą takiego finansowania nowych technologii jest możliwość zdobycia informacji w zasadzie tylko przez menedżera, który musi być dobrze poinformowany o szansach i barierach związanych z realizacją projektu.

Według F. Allena⁷⁰ system bankowy gwarantuje niższą stopę zwrotu, ale osiągnięciu tej stopy towarzyszy relatywnie niższe ryzyko. W krajach, w których dominuje system prorynkowy preferowana jest wyższa dochodowość, jednakże za cenę wyższego ryzyka. Różnice odnoszą się także do indywidualnych cech kapitałodawców, a mianowicie do ich preferencji. Dlatego też można postawić ogólną tezę, że w systemie zorientowanym bankowo dominuje finansowanie przemysłów tradycyjnych, w systemie zaś rynkowym notowana jest przewaga finansowania przemysłów nowych technologii.

Takie stanowisko podtrzymują R. Rajan i L. Zingales⁷¹, według których w systemach zorientowanych rynkowo dostęp do informacji o podmiotach gospodarczych jest szerszy i dlatego łatwiej jest ocenić ryzyko związane z danym projektem. W systemie probankowym z kolei dostęp do informacji jest ograniczony, ryzyko wyższe, a potencjalni pożyczkodawcy wymagają wyższej stopy zwrotu, co może spowodować, że opłacalność wynikająca z realizacji nowych przedsięwzięć jest niezadowalająca.

70 F. Allen, *Stock Markets and Resource Allocation*, [w:] C. Mayer, X. Vives, *Capital Markets and Financial Intermediation*, University Press Cambridge, Cambridge 1993.

71 R. Rajan, L. Zingales, *The Transformation of the European Financial System. Banks and Markets: The Changing Character of European Finance*, ECB Central Banking Conference, 24–25 October 2002, s. 17.

Według P. Diamonda⁷², jeżeli występuje ogólnospołeczna akceptacja takiego porządku, to pośrednicy mają szanse na przyciągnięcie dużych oszczędności. Problem pojawia się, gdy nie istnieje zgodność co do takiej formy finansowania oraz rozbieżność co do spodziewanych efektów projektu. Dodatkowo, jeśli inwestorzy są w posiadaniu informacji w takim zakresie jak menedżer i wystąpi jakiegokolwiek podejrzenie o niezgodne z oczekiwaniami inwestorów zagospodarowanie kapitału, wówczas wycofają się oni z finansowania projektu. Innowacyjne projekty w takiej sytuacji nie będą realizowane.

Podsumowując powyższe rozważania dochodzimy do następującego wniosku: różnorodność opinii odnośnie do innowacyjnego projektu oraz zróżnicowane podejście do ryzyka związanego z tym projektem są decydującymi czynnikami determinującymi strukturę finansowania poprzez fundusze zebrane bezpośrednio na rynku i w sposób pośredni na rynku. Rynki finansowe są szczególnie efektywne w finansowaniu technologii, które są całkiem nowe lub w sytuacji, gdy stosunkowo mało jest na rynku informacji dotyczących nowego projektu. W związku z tym potencjalni inwestorzy subiektywnie oceniają planowane wyniki projektu, co więcej ich decyzje odnośnie do zaangażowania się kapitałowo w projekt powinny być zgodne z ich oczekiwaniami odnoszącymi się do uzyskania zakładanej stopy zwrotu.

Analiza przypadków wdrażania nowych przemysłów w poszczególnych krajach pozwala na sformułowanie ogólnej tezy, że ich rozwój w większości nabrał tempa w krajach takich, jak Stany Zjednoczone i Wielka Brytania, w których finansowanie odbywało się głównie poprzez rynki finansowe.

W literaturze przedmiotu wymienia się⁷³ trzy główne czynniki, które wpływają prawdopodobnie na niedostateczną liczbę informacji na rynku odnośnie do nowych inwestycji oraz nowych technologii, z których wynika zróżnicowanie poglądów i opinii na temat innowacyjnych projektów:

- 1) brak porównywalnych przemysłów w stosunku do wprowadzanych po raz pierwszy,
- 2) często długi okres od momentu przyjęcia strategii rozwoju, a czasem do chwili, w której można mówić o sukcesie lub o fiasku danego projektu,
- 3) wielkie znaczenie postępu technologicznego, niezależnie od tego, że związane z nim zmiany we wprowadzanych innowacjach zachodzą bardzo szybko.

72 P. Diamond, *The Role of a Stock Market in a General Equilibrium Model with Technological Uncertainty*, „American Economic Review” 1967, No 57, s. 759–776.

73 F. Allen, D. Gale, *Diversity of Opinion and the Financing of New Technologies*, „Journal of Financial Intermediation” 1999, No 8, ss. 68–89.

Podsumowując można stwierdzić, że wprowadzanie nowej technologii wymaga elastyczności w odniesieniu do wszystkich czynników z tym związanych, włączając w to zasoby pracy, majątek oraz dostęp do kapitału. Jeżeli istnieją limity i ograniczenia w dostosowywaniu do najbardziej dochodowego połączenia czynników produkcji, to będzie to miało negatywny wpływ na poziom inwestycji w nowe technologie, a także zakres ich wdrażania w procesach produkcyjnych w danej gospodarce. Istnieją zatem przesłanki ku temu, aby rynki kapitałowe rozwijały się w poszczególnych krajach, a polityka gospodarcza skierowana była na wspomaganie rozwoju usług bankowości inwestycyjnej.

3.5. Bankowość inwestycyjna a wzrost przedsiębiorstw

Poszczególne państwa różnią się przyjętymi sposobami finansowania przedsiębiorstw. Jednak w każdym z nich powtarza się pewna zależność. V. Popov⁷⁴ dokonując analizy źródeł finansowania firm działających w gospodarkach o różnym stopniu rozwoju (dane zawarte w tabeli 3.3) zauważył, że wybór modelu finansowania w przedsiębiorstwach państw rozwijających się wynika w głównej mierze z przyjętej ścieżki prywatyzacji oraz stopnia koncentracji systemu bankowego⁷⁵. Podobne rezultaty w swoich badaniach uzyskali I. Domowitz, J. Glen oraz A. Madhavan⁷⁶, którzy stwierdzili wysoką dodatnią korelację pomiędzy prywatyzacją a stopniem rozwoju krajowych rynków obligacji.

Z tabeli wynika, że w systemie anglosaskim firmy w większym stopniu opierają swój rozwój na funduszach wewnętrznych. Oznacza to, że przedsiębiorstwa nie są w takim stopniu zależne od banków jak w systemie niemiecko-japońskim. O ile dla gospodarek rozwijających się w okresie 1970–1985 wskaźnik wynosi średnio 61%, to dla gospodarek rozwiniętych o blisko 30% więcej w badanej próbie za okres 1980–1988⁷⁷.

74 V. Popov, *Economies: Anglo-American versus German-Japanese Model*, Department of Economics Queen's University Kingston, Ontario 1998.

75 Niepotwierdzona zatem pozostaje teoria przedstawiona w rozdziale pierwszym, zgodnie z którą przy wyborze przez firmy sposobu finansowania są rozważane zalety i wady poszczególnych modeli systemów finansowych.

76 I. Domowitz, J. Glen, A. Madhavan, *International Evidence on Aggregate Corporate Financing Decisions*, „International Financing Decisions”, January 2000.

77 G. Calvo, M. Kumar, *Financial Markets and Intermediation*, [w:] *Financial Sector Reforms and Exchange Arrangements in Eastern Europe*, Occasional paper No 102, IMF, Washington 1993.

Tabela 3.3

Źródła finansowania niefinansowych podmiotów gospodarujących w krajach rozwiniętych (1970–1985)

Kraj	Fundusze wewnętrzne	Fundusze zewnętrzne			
		ogółem	kredyty bankowe	akcje	krótkoterminowe papiery dłużne
Francja	61,4	38,6	37,3	6,3	1,5
Niemcy	70,9	29,1	12,1	5,6	-1,1
Włochy	51,9	48,1	27,7	8,2	0,3
Japonia	59,9	42,1	50,4	4,6	2,1
średnia	61	39,0	31,9	4,9	0,7
Kanada	76,4	23,6	15,2	2,5	7,9
Wielka Brytania	102,4	-2,4	7,6	-3,3	0,6
USA	85,9	14,1	24,4	1,1	12
średnia	88,2	11,8	15,7	0,1	6,8

Źródło: opracowanie własne na podstawie G. Calvo, M. Kumar, *Financial Markets and Intermediation*, [w:] *Financial Sector Reforms and Exchange Arrangements in Eastern Europe*, Occasional paper No 102, IMF, Washington 1993.

Badanie R. Rajana i L. Zingalesa⁷⁸ dostarcza dodatkowego argumentu, który stanowi ważny element decyzji firm w zakresie sposobu finansowania inwestycji. Okazuje się, że różnice w wyborze finansowania firm w krajach zorientowanych bankowo i zorientowanych giełdowo sprowadzają się w dużym stopniu do wyboru rynku prywatnego (kredyty bankowe) lub rynku publicznego (akcje i obligacje). Inne badanie⁷⁹ przeprowadzone w latach 1980–1997 także potwierdza spostrzeżenia wyżej wymienionych autorów (tabela 3.4).

Z tabeli wynika, że na świecie w badanym okresie największe znaczenie w finansowaniu firm miały obligacje emitowane na rynkach prywatnych i publicznych. Z poziomu ponad 1,4 mld USD w latach 1980–1985 emisja papierów dłużnych wzrosła do ponad 8,3 mld USD w latach 1992–1997, co oznacza wzrost średnio o 490%. Udział krajów zaliczanych do grupy „Azjatyckich Tygrysów” stanowił około 3% wartości emisji ogółem za lata 1980–1997 i prawie dwukrotną wartość

78 R. Rajan, L. Zingales, *What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence from International Data*, „The Journal of Finance”, December 1995, No 5, vol. L, ss. 1421–1460.

79 I. Domowitz, J. Glen, A. Madhavan, *International Evidence on Aggregate Corporate...*, s. 25.

emisji dokonanych w tym samym okresie przez dziewiętnaście państw zaliczonych do grupy rozwijających się. Biorąc pod uwagę relatywny udział papierów dłużnych w PKB widzimy, że notowana jest tendencja do jego wzrostu. W latach 1980–1985 całkowity udział obligacji w PKB wynosił średnio 1,2% (emisje krajowe), natomiast w latach 1992–1997 osiągnął poziom 1,8% PKB.

Tabela 3.4

Finansowanie zewnętrzne firm pozyskane z emisji kapitału udziałowego i dłużnego na rynkach krajowych oraz międzynarodowych w latach 1980–1997 (w mld USD – % PKB)

Kraj	Akcje w mld USD (% PKB)		Obligacje w mld USD (% PKB)	
	plasowane na rynku krajowym (<i>domestic equity</i>)	plasowane na zagranicznych rynkach (<i>international equity</i>)	emitowane na rynku krajowym (<i>domestic bonds</i>)	emisja na rynkach zagranicznych (<i>international bonds</i>)
Gospodarki rozwijające się*	226,43 (0,76)	48,75 (0,08)	198,73 (0,51)	92,59 (0,11)
Azjatyckie Tygrysy**	125,96 (1,25)	11,28 (0,14)	392,20 (2,44)	37,26 (0,39)
G4***	1 844,93 (1,0)	165,32 (0,13)	13 520,33 (6,52)	1 606,27 (0,98)
Inne kraje OECD****	206,54 (1,26)	22,33 (0,17)	241,49 (2,73)	110,93 (0,59)
Ogółem	2 403,86 (0,91)	247,67 (0,11)	14 352,76 (1,81)	1 847,05 (0,32)

Uwaga: * Argentyna, Brazylia, Chile, Chiny, Kolumbia, Grecja, Indie, Indonezja, Jordania, Malezja, Mauritius, Meksyk, Pakistan, Peru, Filipiny, Portugalia, Sri Lanka, Turcja, Wenezuela;
 ** Korea Płd., Singapur, Tajwan; *** Niemcy, Japonia, Wielka Brytania, USA;
 **** Belgia, Kanada, Finlandia, Nowa Zelandia.

Źródło: opracowanie własne na podstawie I. Domowitz, J. Glen, A. Madhavan, *International Evidence on Aggregate Corporate Financing Decisions*, International Financing Decisions, January 2000, s. 25.

W zakresie analizy relacji emisji długu w stosunku do kredytów bankowych, w latach 1980–1995 relacja na każdym z badanych rynków wzrosła blisko dwukrotnie – z poziomu 3,7% w latach 1980–1985 do 6,3% w latach 1992–1995. Najbardziej wskaźnik ten wzrósł w krajach „Tygrysów Azjatyckich” – około 15% w latach 1991–1995 w stosunku do 9,2% w latach 1980–1985. W krajach najlepiej rozwiniętych gospodarczo (G4) rynek prywatnego długu w stosunku do kredytów bankowych wzrósł do poziomu jedynie 9,7% w latach 1991–1995.

Gwałtowny wzrost w badanych krajach wystąpił także w przypadku globalnych emisji akcji. Z poziomu około 4,6 mld USD w latach 1980–1985 nastąpił wzrost do blisko 181 mld USD w latach 1992–1997. Największą wartość, bo około 61% wartości całej puli, stanowiły emisje firm pochodzących z Niemiec, Japonii, Wielkiej Brytanii oraz USA.

Podsumowując tę analizę można stwierdzić, że powyższe badanie na zregulowanym poziomie analizy wykazało, że zarówno w krajach uprzemysłowionych, jak i w „emerging markets” w latach 90. ubiegłego stulecia wystąpił dynamiczny wzrost emisji akcji oraz długu korporacyjnego firm. Analizując emisje akcji jako procent PKB można sformułować ogólną konkluzję, że w latach 90. wieku XX wiele rozwijających się krajów osiągnęło relatywnie wyższy poziom tego wskaźnika niż najbardziej rozwinięte gospodarki świata. Nieco inaczej sprawa wygląda, gdy podejmujemy się wnioskowania dotyczącego rynku papierów dłużnych w stosunku do PKB. Rynek ten nadal zajmuje dominującą pozycję w strukturze finansowej przedsiębiorstw, bez względu na poziom rozwoju poszczególnych gospodarek.

Według badań⁸⁰ przeprowadzonych w USA, Kanadzie, Niemczech, we Włoszech, w Wielkiej Brytanii, Japonii czy we Francji przedsiębiorstwa we wstępnej fazie poszukiwania kapitałów na rozwój własnej działalności uzyskują je poprzez instytucje pośrednictwa finansowego, a nie bezpośrednio na rynkach papierów wartościowych. O ile dominacja pośredników finansowych nad rynkami papierów wartościowych jest wyraźna we wszystkich państwach, to znaczenie rynku obligacji w stosunku do rynku akcji jest bardziej zróżnicowane. W USA rynek obligacji jako źródło finansowania przedsiębiorstw jest o wiele większy, przeciętnie dziesięciokrotnie w stosunku do finansowania za pomocą akcji⁸¹. We Francji i we Włoszech z kolei wykorzystanie rynku akcji jest większe niż rynku obligacji.

A. Demirguc-Kunt oraz V. Maksimović⁸², opierając się na badaniu korelacji związku pomiędzy wzrostem firm a rozwojem finansowym, nie wykazują zbyt dużych różnic w zapotrzebowaniu firm na kapitał zewnętrzny w ramach tego samego sektora gospodarki należącego do różnych krajów. Różnice mogą wzrastać z powodu np. zastosowania przez

80 Zob. więcej w: C. Mayer, *Financial Systems, Corporate Finance and Economic Development*, [w:] G. H. Hubbard (ed.), *Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment*, University of Chicago Press, Chicago 1990.

81 Jednorazowa emisja akcji przynosi stały przyrost kapitału, gdyż akcje nie podlegają wykupowi i spółka nie płaci odsetek. W przypadku emisji obligacji, firma podnosi kapitał tylko przejściowo, do terminu ich wykupu w ustalonym terminie.

82 A. Demirguc-Kunt, V. Maksimovic, *Funding Growth in Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Evidence From Firm Level Data*, „Journal of Financial Economic” 2002, No 65, ss. 337–363.

firmy w poszczególnych krajach różnych technologii (ponieważ stopy zwrotu różnią się w zależności od kraju), innych rozwiązań technologicznych dostępnych na rynku czy też popytu na dobra i usługi. Aby zbadać te różnice autorzy obliczyli stopę, według której następuje wzrost każdej z firm, angażując do jej osiągnięcia:

- 1) fundusze wewnętrzne,
albo
- 2) kapitały wewnętrzne oraz krótkoterminowe pożyczki.

Badanie dotyczyło największych publicznych firm z 26 krajów. Autorzy oszacowali potencjalne stopy wzrostu firm wykorzystując do tego model planowania finansowego, opartego na współczynniku procentowego udziału w sprzedaży (*percentage of sales*). Takie podejście odnosi się do relacji stopy wzrostu sprzedaży w stosunku do kapitału potrzebnego na realizację inwestycji, oparte na trzech założeniach:

- 1) wskaźnik aktywów do sprzedaży jest *constant*,
- 2) jednostkowy zysk przypadający na dany produkt jest stały,
- 3) stopa amortyzacji równa się księgowej stopie amortyzacji.

Planując wzrost firmy w okresie t , którego poziom ma osiągnąć g_t , zapotrzebowanie na kapitał zewnętrzny przy powyższych założeniach określić można za pomocą następującej funkcji:

$$ZEWN_t = g_t \times Aktywa_t - (1-g_t) \times ZYSK_t \times b_t$$

gdzie:

$ZEWN_t$ oznacza zapotrzebowanie na zewnętrzne finansowanie firm,
 b_t stanowi część zysków firm, które są reinwestowane w czasie t .

Wykorzystując tylko wewnętrzne źródła $WEWN$ (*internally financed growth*) do sfinansowania maksymalnego poziomu wzrostu firm oraz zakładając, że wszystkie zyski są reinwestowane, $b_t = 1$ i przyrównując równanie do zera otrzymujemy:

$$WEWN_t = ROA_t / (1 - ROA_t),$$

gdzie:

ROA_t jest stopą zwrotu z aktywów.

Powyższe równanie dowodzi, że wewnętrznie generowany poziom wzrostu firm $WEWN$ nie jest zależny od innych źródeł zewnętrznych.

W celu finansowania rozwoju firma poza źródłami wewnętrznymi korzysta z kapitału krótkoterminowego $KRÓTK$ (*short-term financed growth*), do którego w założeniu ma dostęp w każdym momencie

prowadzonej działalności. Jest to istotne choćby z powodu utrzymywania na odpowiednim poziomie bieżącej płynności. Zatem równanie na zgłaszane potrzeby firmy na kapitał krótkoterminowy przybiera następującą postać:

$$KRÓTK_t = DŁTERM_t / (1 - DŁTERM_t),$$

gdzie:

$DŁTERM_t$ jest relacją zysku netto do długoterminowego kapitału.

Do obliczenia rozwoju finansowego A. Demirguc-Kunt oraz V. Maksimovic zastosowali następujące miary: wskaźnik kapitalizacji giełdy CAPIT/PKB, wskaźnik TURNOVER oraz wskaźnik mierzący AKTYWA BANKOWE/PKB, który ujmuje nie tylko kredyty bankowe udzielone sektorowi prywatnemu, ale wszystkie aktywa banków depozytowych.

Wyniki badania pokazują, że rozwój systemu bankowego i płynność giełd są pozytywnie związane ze wzrostem firm. W krajach z wysokim poziomem wskaźnika TURNOVER oraz wysokim poziomem wskaźnika AKTYWA BANKOWE/PKB, wiele firm, aby osiągnąć odpowiednio wysoki poziom wzrostu, wymaga dostępu do źródeł pozyskania zewnętrznego długoterminowego finansowania. Wyniki tych badań przedstawione zostały w tabeli 3.5⁸³.

Tabela 3.5

Nadmierny wzrost firm⁸³ oraz finansowanie zewnętrzne firm dla okresu 1980–1985

Kapitalizacja giełdy/PKB	Turnover	Aktywa Bankowe/PKB	R^2	Liczba krajów
-0,106 (0,058)	0,311** (0,072)	0,162** (0,050)	0,48	26

Uwaga: **wskazuje na istotne statystycznie znaczenie zmiennej na poziomie 0,01.

Źródło: A. Demirguc-Kunt, V. Maksimovic, *Law, Finance and Firm Growth*, „Journal of Finance” 1998, vol. 53, No 6, tabela 5.

Z tabeli można wywnioskować, że liczba firm, które rosną w stopniu przewyższającym stopę, przy której firmy mogą uzyskiwać poziom wzrostu wykorzystując jedynie zatrzymane zyski oraz krótkoterminowe pożyczki, jest pozytywnie związana z płynnością rynku giełdowego i roz-

83 Nadmierny wzrost firm nie oznacza nadmiernego wzrostu w dosłownym znaczeniu tego słowa, a jedynie odnosi się do firm, których wzrost przebiega w tempie szybszym niż przewidywany *ex ante*.

miarem sektora bankowego, co przeczy tezie, że finansowanie zewnętrzne firm, które rosną szybciej od pozostałych, może być objaśniane m.in. zmienną – kapitalizacja giełdy.

I. Love⁸⁴ oraz inni badacze, tacy jak T. Beck, A. Demirguc-Kunt oraz V. Maksimovic, również korzystają z danych o firmach próbując odpowiedzieć na pytanie, czy rozwój finansowy ułatwia przedsiębiorstwom realizację ich rozwojowych planów strategicznych. Dodatkowo zadali pytanie, czy rozwój finansowy ułatwia pokonywanie bariery dostępu do kapitału, jeżeli takie ograniczenia występują i dotyczą dostępu do finansowania zewnętrznego. I. Love zauważa, że wrażliwość na podejmowane przez firmy inwestycje finansowane wewnętrznymi zasobami finansowymi jest większa w krajach, w których są mniej rozwinięte systemy finansowe. Opracowanie dostarcza również informacji, że rozwój finansowy jest szczególnie efektywny, gdy stwarza możliwości rozwoju małym firmom, znosząc w maksymalny sposób bariery ograniczające.

Najnowsze badania w tym obszarze zainteresowań zaprezentowane zostały przez wspomnianych T. Becka, A. Demirguc-Kunta oraz V. Maksimovica⁸⁵, którzy pole badawcze poszerzyli do wzrostu małych firm. Pokazali, że rozwój finansowy osłabia wpływ wielu barier hamujących rozwój firm lub usuwa wiele z nich, a najwięcej korzyści z niego mogą odnieść właśnie małe firmy.

3.6. Wpływ rozwoju bankowości inwestycyjnej na wzrost gospodarczy – rozważania teoretyczne

Jak wspomniano w rozdziałach pierwszym i drugim niniejszego opracowania, literatura przedmiotu rozdziela w wyraźny sposób system finansowy na zorientowany bankowo, inaczej zwany kontynentalnym, oraz na system anglo-amerykański, zorientowany na rynek papierów wartościowych. W systemie kontynentalnym pośrednicy finansowi, głównie banki depozytowo-kredytowe, ustanawiają ścisłą długookresową współpracę

84 I. Love, *Financial Development and Financing Constraint: International Evidence from the Structural Investment Model*, „Review of Financial Studies” 2003, No 16, ss. 765–791.

85 T. Beck, A. Demirguc-Kunt, V. Maksimovic, *Financial and Legal Constraints to Firm Growth: Does Size Matter?*, „Journal of Finance” 2005.

z podmiotami gospodarującymi, przede wszystkim poprzez udzielanie kredytów. W systemie anglo-amerykańskim firmy sprzedają papiery wartościowe bezpośrednio inwestorom, którzy tworzą portfele, dywersyfikując jednocześnie ryzyko, jakim dane papiery wartościowe są obciążone. O ile powyższe rozróżnienie jest przydatne w analizie przekrojowej systemów finansowych poszczególnych krajów, o tyle zaobserwować można fakt, iż w gospodarkach o rozwiniętym rynku kapitałowym firmy sprzedają wyemitowane papiery wartościowe poprzez banki inwestycyjne, z którymi nawiązały trwalszą współpracę (*relationship*). Przykładowo dwadzieścia pięć lat temu w Stanach Zjednoczonych prawo zezwalało firmom na utrzymywanie współpracy z jednym bankiem inwestycyjnym, co od niedawna zostało zniesione. Wiele podmiotów gospodarujących nadal podtrzymuje tę współpracę, czego dowodzi W. Baker⁸⁶ badając związki pomiędzy bankami inwestycyjnymi a korporacjami, których wartość rynkowa przekraczała 50 milionów dolarów w latach 1981–1985. Zauważył on, że 1091 korporacji, które zawarły dwie lub więcej umów w tym okresie, współpracowało średnio z trzema bankami (średnio firmy zawierały osiem umów). Spośród wszystkich korporacji średnio ponad 50% utrzymywało współpracę z trzema największymi bankami, natomiast około 59% ze wszystkich korporacji korzystało z usług banku inwestycyjnego, tzw. top-banku.

Badania empiryczne dowodzą, że rozwój rynku papierów wartościowych nie tylko jest skorelowany ze wzrostem gospodarczym, ale także go wywołuje (jest jego przyczyną). Jeżeli przyjąć do dalszych rozważań teoretycznych powyższe założenie, to warto spróbować wskazać niektóre mechanizmy, jakie determinują ten związek o charakterze przyczynowo-skutkowym.

Zamierzając podjąć rozważania na powyżej zarysowany temat, w pierwszej kolejności przedstawiono wybrane podstawowe kwestie, które stanowią fundamentalną część opracowania. W pierwszym rozdziale szczegółowo zostały omówione funkcje, jakie pełnić powinna giełda we współczesnej gospodarce rynkowej. Otóż jedną z funkcji giełdy papierów wartościowych jest mobilizacja kapitału, zatem jeśli giełda spełnia tę funkcję, oznacza to, że gromadzi kapitał z nadwyżek oszczędzających podmiotów prywatnych, w celu ich zamiany na przedsięwzięcia inwestycyjne. Realizacja przedsięwzięć inwestycyjnych intensyfikuje rozwój gospodarczy, dzięki czemu powinien następować wzrost dochodów gospodarstw domowych, ich oszczędności oraz zysków przedsiębiorstw. Zwykle opisanym powyżej zjawiskom winno towarzyszyć zwiększenie

86 W. Baker, *Market Networks and Corporate Behavior*, „American Journal of Sociology” 2000, No 96, ss. 589–625.

kapitalizacji giełd, które z jednej strony zachęcają inwestorów do zakupu papierów wartościowych, z drugiej zaś stanowią alternatywne źródło dla spółki do pozyskiwania kapitału oraz organizowania nowych emisji. Podmioty gospodarujące korzystają z możliwości, jakie daje im rynek kapitałowy, często zmniejszając udział kredytów bankowych w strukturze finansowej firm. Dzięki takiej sekwencji działań następuje rozwój rynku kapitałowego. Powiększane rozmiary rynku giełdowego stanowią zachętę dla spółek rozpatrujących korzyści i wady z tytułu wejścia na parkiet⁸⁷. Większa kapitalizacja giełdowa oznacza dla spółek zwiększone możliwości pozyskania kapitału. Kolejne plasowania papierów wartościowych przez spółki oznaczać powinny wzrost zainteresowania oraz dopływ nowych inwestorów. Duża liczba inwestorów potencjalnie powinna zwiększać obroty giełdowe, a wraz z nimi (jest to bardzo istotne szczególnie dla młodych i tzw. płytkich rynków kapitałowych) wzrost płynności. Inwestorzy bowiem oczekują, że będą mogli się wycofać w każdej chwili z inwestycji. Kolejną nader istotną kwestią jest to, aby ceny walorów oscyływały zawsze wokół ceny, która jest wypadkową popytu i podaży na rynku, a nie wynikiem np. spekulacyjnych działań. Zbyt duże przewartościowanie lub niedowartościowanie kursów akcji może zniechęcać (szczególnie inwestorów indywidualnych) do inwestowania na giełdzie. Zatem wysoka płynność na rynku giełdowym powoduje, że wycena papierów wartościowych nie odbiega zbyt mocno od wartości teoretycznych.

W sytuacji, gdy spółki gromadzą kapitał na swój rozwój poprzez rynek publiczny, wówczas – jak nazywa to zjawisko W. Dębski⁸⁸ – zostaje uruchomione pewne „koło zamachowe” rozwoju gospodarczego. Oznakami rozwoju gospodarczego, który odbywa się w efekcie realizacji inwestycji, są m.in. wzrost liczby miejsc pracy, dochodów z pracy, które wywołują popyt na dodatkowe dobra i usługi. Uruchomiony zostaje zatem mnożnik kapitałowy, w wyniku czego zaczynają wzrastać oszczędności gospodarstw domowych, które będą mogły zostać zamienione w inwestycje. Wzrasta więc podaż środków finansowych do zagospodarowania, w związku z czym powstaje potrzeba kreacji nowych instrumentów finansowych. Rosnący popyt na alternatywne formy inwestycji jest zaspokajany poprzez usługi bankowości inwestycyjnej. Zatem ta właśnie funkcja jest najlepiej wypełniana przez tę bankowość⁸⁹.

Poniżej przedstawiamy wstępne rozważania na temat miejsca i struktury bankowości inwestycyjnej na rynkach finansowych oraz implikacje

87 Ten aspekt został szczegółowo opisany w rozdziale pierwszym opracowania.

88 W. Dębski to prof. dr hab. na Uniwersytecie Łódzkim.

89 Opisany powyżej mechanizm jest przedmiotem badań własnych autorki i szeroko opisany został w rozdziale czwartym książki.

z tego wynikające dla dalszego jej rozwoju. Tłem kolejnych rozważań jest próba analizy związków pomiędzy bankami inwestycyjnymi a podmiotami gospodarującymi na rozwiniętych rynkach papierów wartościowych, głównie Stanów Zjednoczonych, oraz w konsekwencji wpływ, jaki może wywierać rozwój „przemysłu bankowości inwestycyjnej” (*investment banking industry*) na wzrost firm i wzrost gospodarczy.

Na podstawie wcześniejszych rozważań zauważono, że zawiązane relacje (*relationship*) pomiędzy instytucjami finansowymi, w szczególności bankami, oraz firmami wpływają na efektywniejszy przepływ informacji na rynku, a także – w przypadku banków – lepszy monitoring firm. Istnieje zatem podstawa do postawienia wyjściowej tezy, że na rynkach papierów wartościowych, na których występują relacje: bank inwestycyjny – firma, następuje efektywniejsza alokacja kapitału aniżeli w sytuacji, gdy banki inwestycyjne miałyby funkcjonować bez wyżej wspomnianych związków. Dlatego ważne wydaje się zbadanie warunków, jakie powinny być spełnione, aby takie stosunki pomiędzy firmami i bankami inwestycyjnymi istniały.

Podstawę weryfikacji postawionej tezy oraz dalszych rozważań może stanowić następujące stwierdzenie: rozwój „przemysłu bankowości inwestycyjnej” jest zdeterminowany przez dwie następujące cechy charakterystyczne:

1. Bank inwestycyjny⁹⁰ ponosi znaczący udział wstępnych kosztów ustanowienia związków pomiędzy nim a firmami⁹¹. Z uwagi na to, że relacje bank–firma są relacjami długoterminowymi, banki muszą ponosić koszty wstępnego zdobycia informacji. Powodem może być sytuacja, w której zdobycie i wymiana informacji następuje w efekcie bezpośrednich kontaktów z zarządzającymi spółką. Mimo to raz zdobyte informacje o firmie mogą w przyszłości zostać wykorzystane w kolejnych umowach.
2. Firmy i banki współpracują ze sobą w sposób ciągły, niemniej jednak firmy dokonują płatności po wykonaniu umowy⁹².

Większość banków inwestycyjnych nie jest w stanie zapobiec zjawisku „jeźdźca na gapę”, „free riding”, w zakresie informacji zdobytych w wyniku powstałych związków bank–firma. Zatem przemysł bankowości inwestycyjnej nie jest doskonale konkurencyjny, gdyż pozostałe banki inwestycyjne zajmują często właśnie pozycję „jeźdźca na gapę”⁹³.

90 W dalszej części tego podrozdziału autorka posługiwać się będzie zamiennie nazwami: bank inwestycyjny i bank, w odróżnieniu od banku komercyjnego.

91 O. J. Williamson nazwał to zjawisko „relationship-specific investment”.

92 W literaturze przedmiotu pojawia się określenie takiej sytuacji jako „loose linkage”, „pomiędzy kosztami a wynagrodzeniem”.

93 Zob. także: B. Anand, A. Galetovic, *Information, Non-excludability and Financial Market Structure*, „Journal of Business” 2000, No 73, ss. 357–402.

Potwierdzeniem tego faktu jest to, że wymiana informacji pomiędzy firmami a bankami następuje w wyniku bezpośrednich relacji kierownictwa najwyższego szczebla. Jednakże zdarzają się przypadki, w rezultacie których pozyskana specjalistyczna wiedza zostaje przeniesiona do innego banku i później wykorzystana wraz z przejściem osoby, w której władaniu owa wiedza się znajdowała. Za przykład posłużyć może instytucja Deutsche Bank, która osiągnęła globalną pozycję banku inwestycyjnego prawie w ciągu jednego roku (Deutsche Morgan Grenfel) od momentu, w którym pozyskano kadre o najwyższych kwalifikacjach z innych największych banków.

Na podstawie powyższej charakterystyki można wywnioskować, że rozwój stosunków pomiędzy bankami i firmami może następować w równowadze, jeśli przemysł bankowości inwestycyjnej będzie dążył do osiągnięcia pozycji oligopolistycznej banków inwestycyjnych, które będą dobrowolnie powstrzymywać się od zajmowania pozycji *free riding*⁹⁴. Wielu autorów jest zdania, że to banki mogą zmniejszyć potencjalne zniechęcenie (brak zaufania) inwestorów do efektywnych rynków poprzez budowanie długoletnich, trwałych związków z firmami. R. G. Rajan oraz L. Zingales podkreślają, że potężne banki⁹⁵ z silnymi więzami z przedsiębiorstwami mogą okazać się bardziej efektywne w wywieraniu na niesolidne firmy presji do spłaty ich zadłużenia niż rozdrobnione rynki.

Taka forma współpracy nakładać może jednak pewne ograniczenia i restrykcje na strukturę przemysłu. M. Hellwig⁹⁶ oraz R. G. Rajan (1992) dostrzegli negatywne strony ścisłych stosunków utrzymywanych przez banki oraz przedsiębiorstwa. Twierdzą, że wielkie banki, wykorzystując przewagę np. dominującej instytucji finansującej rozwój firm, mogą ich niekiedy – korzystając z wewnętrznych informacji o firmach – użyć do uzyskania wyższej ceny za dostarczany kapitał. Dla firm, które poszukują kapitału do podjęcia innowacyjnych, ryzykownych przedsięwzięć, zażyłe związki z bankami stanowić mogą barierę w zdobyciu środków finansowych⁹⁷.

94 J. Stiglitz w kontekście nabywania informacji o przedsiębiorstwach podnosi problem „jeźdźca na gapę” („free rider problem”), szczególnie według autora istotny na rozdrobnionych rynkach, jako że na dobrze rozwiniętych rynkach finansowych informacje na temat firm są dość szybko znane potencjalnym inwestorom, co może odwieść ich od oddania swoich wolnych środków poszukującym innowacyjnym firmom. Por. J. Stiglitz, *Credit Markets and the Control of Capital*, „Journal of Money, Credit and Banking” 1985, No 17, s. 133–152.

95 Autorzy mieli na myśli banki przede wszystkim uniwersalne.

96 M. Hellwig, *Banking, Financial Intermediation and Corporate Finance*, [w:] A. Giovannini, C. Mayer (eds.), *European Financial Integration*, Cambridge University Press, New York 1991, ss. 35–63.

97 Por. także: F. Allen, D. Gale, *Diversity of Opinion and the Financing...*, ss. 68–89.

W Japonii firmy, które są w ścisłych związkach z bankiem (*main bank*), mają łatwiejsze dojście do kapitału i mniejsze problemy z zasileniem gotówką w razie chwilowego niedoboru aniżeli firmy bez „*main bank*”. W takiej sytuacji zauważa się tendencje przedsiębiorstw z podstawową instytucją finansową (*main bank firms*) do:

- zatrudniania w firmach takich menedżerów, którzy nie podejmąby się realizacji zbyt ryzykownych projektów, aby firma rozwijała się w tempie nie wolniejszym niż przedsiębiorstwa pozbawione „*main bank*”;
- wykorzystywania kapitału do bardziej kapitałochłonnych przedsięwzięć w porównaniu z firmami bez „*main bank*”;
- uzyskiwania mniejszej marży, która jest odpowiednia dla finansującego firmę banku i uzależniona od stosunku banku do firmy.

W Niemczech zatrudnieni w bankach menedżerowie sprawują ogromną władzę decyzyjną i nadzorczą. Badania przeprowadzone przez E. Wengera i C. Kaserera⁹⁸ w wybranych niemieckich przedsiębiorstwach dowodzą, że banki odgrywają dużą rolę w podziale akcji pomiędzy mniejszych akcjonariuszy. Przykładowo, w 1992 r. menedżerowie banków posiadali średnio 61% praw do głosowania w 24 korporacjach, w 11% korporacji ten udział był natomiast większy niż 75%. Autorzy skłaniają się ku następującemu wnioskowi: bankowy „*management*” ma ogromny wpływ na największe korporacje niemieckie. Stwierdzają dodatkowo (przytaczając wiele przykładów), że zarządzający spółkami przedstawiają w odmiennym nieco świetle (często nieprawdziwe) informacje księgowe do publicznej wiadomości i systematycznie wykorzystują swoje uprzywilejowane pozycje menedżerskie.

Systematycznie poddawane są analizie konsekwencje zmian zachodzących w prowadzonej przez banki inwestycyjne polityce w zakresie utrzymywania długookresowych stosunków z firmami. Pozwala to w pewnym stopniu wyjaśnić filozofię funkcjonowania tychże banków.

Analizie poddane zostały poniżej opisane zjawiska, które potencjalnie wpływają na relacje pomiędzy firmami a bankami inwestycyjnymi⁹⁹:

1. Banki inwestycyjne podejmując jakąkolwiek decyzję inwestycyjną dokonują porównania wartości bieżącej kontynuowanej współ-

98 E. Wenger, C. Kaserer, *The German System of Corporate Governance – A Model Which Should Not Be Imitated*, [w:] S. Black, M. Moersch (eds.), *Competition and Convergence in Financial Markets – The German and Anglo-American Models*, North-Holland Elsevier Science, Amsterdam 1998, ss. 41–48.

99 Interesująca analiza teoretyczna badająca związki banków inwestycyjnych z firmami jest przedmiotem artykułu: N. A. Bharat, A. Galetovic, *Investment Banking and Security Market Development: Does Finance Follow Industry?*, International Monetary Fund, Working Paper WP/01/90, July 2001.

pracy z krótkoterminowymi dochodami potencjalnie do uzyskania, ale obniżając np. nowym klientom cenę za świadczone usługi, często poniżej ceny oferowanej stałym klientom. Powodem zaangażowania banku w takie transakcje może być chęć zdobycia większego udziału na rynku finansowym. W przeciwieństwie do standardowych, powtarzalnych umów z obecnymi klientami, banki inwestycyjne powinny ze sobą współpracować, aby ten „przemysł” mógł się rozwijać, powinny też dążyć do utrzymywania podobnego udziału w rynku. Dominacja bowiem jednego lub kilku wielkich banków na rynku staje się przyczyną obniżania stawek przez mniejsze banki oraz uciekania się do stosowania *free riding*. Małe banki inwestycyjne mogą stosować nieuczciwe praktyki i oferować usługi podmiotom gospodarującym, aby w ten sposób zarabiać oraz zwiększać swój udział w rynku.

2. Zawieranie związków z bankami inwestycyjnymi dotyczyć może tych firm, które generują dużą liczbę umów z bankami, dla pokrywania kosztów (*set up costs*) dzięki efektowi ekonomii skali, charakterystycznemu dla każdego takiego związku (*relationship*), np. na poziomie lokalnym. W związku z powyższym banki inwestycyjne nie będą chciały ustanowić relacji z firmami, które generują stosunkowo małą liczbę transakcji. Stąd małe firmy mają zwykle niewielkie szanse na współpracę z dużymi bankami inwestycyjnymi (*bulge bracket*), a ich wybór ogranicza się do podmiotów zwanych na rynku amerykańskim „less prestigious”. Oferta mniejszych banków różni się od oferty większych i ukierunkowana jest bardziej w stronę obsługi transakcji na zasadach „arms length basis” niż na zajmowanie się ustanawianiem ścisłych związków z firmami (*relationship*). Należy podkreślić, że taki stan rzeczy nie musi oznaczać konkurencji na rynku finansowym pomiędzy wspomnianymi grupami podmiotów, a raczej ewoluować powinien w kierunku komplementarności świadczonych usług.
3. Kolejny warunek nawiązania stosunków wskazuje na potrzebę osiągnięcia stosunkowo wysokich zysków, aby pokryć koszty wejścia na rynek lub w branżę przemysłu przez dany bank inwestycyjny. Jeżeli rynek, na który zamierza wejść bank, jest stosunkowo niewielki, wówczas wysokie koszty wejścia nań mogą powodować, że rynek ten nie będzie się rozwijał. Zatem rola polityki gospodarczej i odpowiednie regulacje mogą wpływać na rozwój danej gospodarki czy danej gałęzi przemysłu¹⁰⁰. Oprócz tego istotnym

100 Można tu wspomnieć o niektórych kierunkach polityki gospodarczej w zakresie np. redukcji kosztów wejścia inwestycyjnych banków zagranicznych na rynek

czynnikiem, który może wpływać na ograniczenia rozwoju usług bankowości inwestycyjnej, są specyficzne cechy charakterystyczne dla gospodarek krajów rozwijających się. W państwach tych dominująca struktura gospodarki nadal opiera się na kilku największych firmach, z którymi z jednej strony łatwiej jest utrzymywać bankom inwestycyjnym stosunki, z drugiej jednak tych kilka/kilkanaście wielkich firm obniża efektywność rynku papierów wartościowych oraz ogranicza w konsekwencji jego rozwój.

Podsumowując powyższe rozważania można stwierdzić, że duże firmy działające w relatywnie małych lub rozwijających się gospodarkach powinny nawiązywać bliższą współpracę z bankami inwestycyjnymi oraz ubiegać się, aby ich papiery wartościowe notowane były na rozwiniętych rynkach. Warto tu jednak zwrócić uwagę na fakt, że znoszenie ograniczeń dla wejścia na rynek krajowy kapitału zagranicznego różni się istotnie od możliwości notowania krajowych firm na giełdach zagranicznych. Długotrwałe związki pomiędzy bankami inwestycyjnymi a firmami mogą powstać tylko wtedy, gdy notowanie na zagranicznych rynkach nie napotyka ograniczeń.

W tym miejscu należałoby postawić pytanie, dlaczego trzeba dążyć do utrzymywania długookresowych związków firm i banków inwestycyjnych. Argumenty spotykane w literaturze przedmiotu sprowadzają się do stwierdzenia, że takie relacje ułatwiają monitoring firm oraz eliminują w dużym stopniu efekty asymetrii informacji. A. Boot¹⁰¹ zauważa, że banki inwestycyjne (podobnie zresztą jak komercyjne) ponoszą stosunkowo wysokie koszty celem otrzymania na temat danego podmiotu czy branży specyficznych informacji. Korzyści dla banku inwestycyjnego wywodzą się z tego, że podejmując decyzje inwestycyjne, banki opierają się z założenia na lepszych informacjach niż te podawane do publicznej wiadomości.

A. Boot i R. Smith¹⁰² stwierdzają na podstawie obserwacji, że dzięki ocenie ratingowej dokonanej przez underwriterów (*underwriters*) określona zostaje jakość rozprowadzanych papierów wartościowych firm. Dzięki temu może następować wzrost przepływu kapitału netto do firm emitujących papiery, jednocześnie gwarantując firmom, że odpowiednio wysoka ocena zapewni podmiotom gospodarującym planowane wpływy

danego kraju, wpływania poprzez regulacje prawne na znoszenie ograniczeń w odniesieniu do obrotu aktywami czy też znoszenia barier, które ograniczałyby banki uniwersalne w świadczeniu usług, np. *underwritingu*.

101 A. Boot, *Relationship Banking: What do we Know?*, „Journal of Financial Intermediation” 2000, No 9, ss. 7–25.

102 A. Boot, R. Smith, *Capital Raising, Underwriting and the Certification Hypothesis*, „Journal of Financial Economics” 1986, No 15, ss. 261–281.

z plasowania papierów na rynku finansowym. Można zatem przypuszczać, że rynki papierów wartościowych z rozwiniętym „przemysłem bankowości inwestycyjnej” funkcjonować powinny efektywniej. P. Bolton i D. Scharfstein¹⁰³ upatrują przewagi banków inwestycyjnych nad komercyjnymi w tym, że antycypując jakiegokolwiek problemy firm z realizacją zaplanowanych inwestycji, banki inwestycyjne mogą sprzedać papiery wartościowe tychże firm, których są posiadaczami, inwestorom na rynku finansowym. W odróżnieniu od nich – banki komercyjne w sytuacji jakichkolwiek kłopotów ze spłatą zadłużenia przez firmy, generalnie nie mogą pozbyć się trudnych należności z bilansu¹⁰⁴.

Podsumowując powyższą analizę można stwierdzić, że środki finansowe są efektywniej alokowane na rynkach papierów wartościowych, gdy związane zostały tam w perspektywie długookresowej stosunki pomiędzy bankami inwestycyjnymi a podmiotami gospodarującymi. To potwierdza tezę, że takie związki są cechą charakterystyczną rozwiniętych rynków papierów wartościowych. Dodatkowo nawiązywanie więzi pomiędzy podmiotami dotyczy zwykle dużych firm, gdyż rozmiary transakcji charakterystyczne dla mniejszych podmiotów nie przysparzają wymiernych korzyści, często nie pokrywając nawet kosztów obsługi. Z jednej strony istnieje w wielu krajach potrzeba znoszenia barier, np. o charakterze prawnym, utrudniających zawieranie wzajemnych stosunków, natomiast z drugiej strony skala rozwoju, jaką może osiągnąć „przemysł bankowości inwestycyjnej”, jest ograniczona fundamentalnym czynnikiem charakterystycznym dla wielu małych i rozwijających się gospodarek, mianowicie wielkością (kapitału) na rynku („endowment”). Biorąc pod uwagę powyższe argumenty można pokusić się o następującą konkluzję: w gospodarkach małych lub rozwijających się niezbędne jest opracowanie polityki gospodarczej wspierającej rozwój przemysłu bankowości inwestycyjnej. W takich krajach „finance can't follow industry”. Rozwój bankowości inwestycyjnej nie nastąpi w tych gospodarkach tak długo, dopóki wielkość firm będzie relatywnie mała, wynikiem czego może wystąpić zjawisko asymetrii informacji. Na podstawie badań wiadomo, że rynki papierów wartościowych są zwykle w takich gospodarkach mniej efektywne¹⁰⁵. Firmy duże nie powinny jednakże ograniczać pola swojej ekspansji w poszukiwaniu kapitału do krajowych zasobów,

103 P. Bolton, D. Scharstein, *Optimal Debt Structure and the Number of Creditors*, „Journal of Political Economy” 1996, No 104, ss. 1–25.

104 Autorka nie podaje możliwych rozwiązań stosowanych przez banki i abstrahuje od rozpatrywania przypadków szczególnych, jak np. sprzedaż na rynku wtórnym wierzytelności.

105 Model teoretyczny opisany jest w opracowaniu: N. A. Bharat, A. Galetovic, *Investment Banking and Security Market...*, s. 7–15.

lecz pozyskiwać go także na rynkach zagranicznych. Autorzy¹⁰⁶ wysuwają hipotezę, jakoby postępująca liberalizacja rynków finansowych i otwieranie krajowych rynków na przyływ zagranicznego kapitału mogły okazać się w konsekwencji mniej efektywne, jeśli na rynku dominuje kilka wielkich korporacji, które mogą korzystać z takich rozwiązań.

Ogólna konkluzja płynąca z powyższych rozważań jest następująca: w gospodarkach, w których „krajowy przemysł bankowości inwestycyjnej” nie może wspierać wzrostu firm oraz wzrostu gospodarczego, polityka gospodarcza państwa powinna wspierać rozwój firm poprzez umożliwienie im korzystania z „zagranicznej bankowości inwestycyjnej”.

3.7. Wzajemne zależności pomiędzy bankowością inwestycyjną i wzrostem gospodarczym – przegląd międzynarodowych badań empirycznych

Literatura przedmiotu dostarcza wielu analiz empirycznych na temat pozytywnych relacji pomiędzy finansami a wzrostem ekonomicznym. Różnią się one między sobą dobraną próbą badawczą krajów, okresem, którego dotyczą, metodami estymacji oraz specyfikacją zmiennych. Analizy dokonywane przez różnych badaczy dostarczają także różnych wyników. Każde zatem badanie powinno być osobno rozpatrywane i dlatego nazbyt uproszczone w niektórych przypadkach może być uogólnianie wniosków na całą populację.

Poniżej zostaną omówione wybrane badania empiryczne przeprowadzone w ostatnim okresie, jednakże zanim to nastąpi wspomnimy krótko o ewolucji badań nad związkiem finansów ze wzrostem gospodarczym.

Autorem, który położył podwaliny pod przyszłe badania na ten temat był wspomniany kilkakrotnie R. W. Goldsmith. Poddał on analizie 35 krajów z okresu 1860–1963. Interesujące rezultaty w zakresie zastosowanej metodologii badań nad relacjami zachodzącymi pomiędzy rynkami kapitałowymi, bankami a wzrostem gospodarczym uzyskali również P. L. Rousseau oraz P. Wachtel wykorzystując te same dane co R. W. Goldsmith. Wprowadzili oni jednak inne estymatory. Z kolei T. Beck i R. Levine¹⁰⁷ wy-

¹⁰⁶ *Ibidem*, s. 18.

¹⁰⁷ T. Beck, R. Levine, *Stock Markets, Banks and Growth: Panel Evidence*, „Journal of Banking and Finance” 2004, ss. 423–442.

korzystali dane za okres 1975–1998, aby zidentyfikować czynniki wpływające na długookresowy wzrost gospodarczy, używając do tego celu estymatora, który pozwolił im uniknąć potencjalnych błędów pomiędzy estymatorami uzyskanymi w wyniku zastosowania różnych metod estymacji. W tabeli 3.6 przedstawiono wyniki estymacji dla 40 krajów za okres 1975–1998, uzyskane przez T. Becka i R. Levine (m.in. metodą GMM-Panel¹⁰⁸).

Tabela 3.6

Wyniki estymacji dla zmiennej endogenicznej – realny wzrost PKB *per capita*
– za okres 1975–1998 dla próby 40 krajów

Metoda estymacji	Bank Credit	Turnover	Liczba krajów
MNK	1,47** (0,001)	0,79** (0,025)	40
GMM-Panel	1,76** (0,001)	0,96** (0,001)	4

Uwaga: ** istotność na poziomie 0,05.

Źródło: T. Beck, R. Levine, *Stock Markets, Banks and Growth: Panel Evidence*, „Journal of Banking and Finance” 2004, s. 42.

Zaprezentowane w tabeli wyniki estymacji stanowić mogą podstawę do wyciągnięcia wniosku, że obydwie zmienne egzogeniczne zarówno rozwój rynku kapitałowego (Turnover), jak i rozwój systemu bankowego (Bank Credit) mogą pomóc w predykcji wzrostu gospodarczego. Jak pokazano, parametry otrzymane w efekcie estymacji różnymi metodami, dostarczają bardzo podobnych rezultatów i wywierają istotny wpływ na gospodarczy wzrost.

Odmienny nieco pogląd na przedstawiony powyżej związek ma Z. Xu¹⁰⁹, który poddał badaniu 41 krajów (okres 1960–1993), stosując podejście VAR (*Value at Risk*). W rezultacie dokonanej analizy odrzucił on hipotezę, jakoby rozwój finansowy w oczywisty sposób podążał za wzrostem gospodarczym. Badania empiryczne wskazały raczej, według autora, że rozwój finansowy jest ważny dla rozwoju gospodarczego.

Ostatnie kilkanaście lat zaowocowało wzrostem zainteresowania badaniem związku pomiędzy systemem finansowym a wzrostem

108 Ogólna metoda momentów (*General Method of Moments*).

109 Z. Xu, *Financial Development, Investment and Growth*, „Economic Inquiry” 2000, No 38, ss. 331–344.

gospodarczym. R. Levine i R. G. King w 1993 r.¹¹⁰ dokonali w tej dziedzinie pionierskiego, przełomowego badania na próbie 77 krajów. Do dziś jest ono inspiracją dla wielu autorów zainteresowanych tą tematyką. Wymienieni powyżej ekonomiści jako pierwsi uzyskali statystycznie istotne zmienne (z zestawu wielu możliwych) dla zbudowanych dwunastu kombinacji zmiennych z roku 1960 (cztery zmienne finansowe z trzema zmiennymi opisującymi wzrost gospodarczy). Te zmienne finansowe z roku 1960 były skorelowane ze zmiennymi finansowymi z lat 1960–1989, dzięki czemu dowiedziony został związek przyczynowo-skutkowy pomiędzy rozwojem finansowym a wzrostem gospodarczym. Jako pierwsi użyli oni głębokości rynku zdefiniowanej jako *liquid liabilities/GDP – DEPTH*, która jest prostą miarą głębokości rynku finansowego. Skonstruowali także zmienną *BANK*, która informuje o względnym udziale banku centralnego oraz banków komercyjnych w alokacji kredytów. Ten ostatni wskaźnik ma jednakże pewne słabości, gdyż pośrednicy finansowi nie są jedynymi dostawcami kapitału zgłaszającym zapotrzebowanie podmiotom, a banki mogą pożyczać także rządowi i publicznym podmiotom. R. Levine i R. G. King używają w swoich badaniach także wskaźnika *PRIVATE*, mierzącego udział kredytów udzielonych podmiotom prywatnym w PKB. Wskaźnik ten informuje o zaangażowaniu systemu finansowego, a ściślej banków komercyjnych, w kredytowanie działalności rozwojowej firm, przy wykorzystaniu kontroli nad nimi w zastosowaniu środków finansowych oraz dostarczaniu innych usług pomocniczych związanych z prowadzoną przez firmy działalnością. Powyższe miary nie są jeszcze tymi, które bezpośrednio mogą określić rozmiar i zakres funkcji wypełnianych przez system finansowy. Używając ich jednak do pomiaru rozwoju finansowego, autorzy dostrzegli, że rezultaty analizy przekrojowej sporządzonej dla wielu z badanych krajów są bardzo zbliżone. A zatem R. Levine i R. G. King w swoich badaniach zbudowali funkcję regresji następującej postaci:

$$G(j) = \alpha + \beta F(i) + \gamma X + \varepsilon,$$

gdzie:

$G(j)$ oznacza jedną z miar wzrostu gospodarczego (realny wzrost PKB *per capita*, średnia stopa wzrostu majątku [akumulacja kapitału] – PKB *per capita* lub wydajność¹¹¹ mierzona wzrostem PKB),

110 R. G. King, R. Levine, *Finance, Entrepreneurship, and Growth...*, ss. 513–542.

111 Według definicji Solowa (Solow residual), jest to wartość rezydualna równa realnemu wzrostowi PKB minus (0,3 * stopa wzrostu kapitału na osobę).

$F(i)$ oznacza jeden ze wskaźników rozwoju finansowego (Depth, Bank, Private) średnio w okresie 1960–1989,

X oznacza macierz pozostałych zmiennych, wywierających wpływ na wzrost gospodarczy (edukacja, dochód na osobę, stabilność polityczna, polityka monetarna *etc.*)

α, β, γ oznaczają szacowane parametry, a ε składnik losowy.

Badania wykazały, że istnieje silny pozytywny związek pomiędzy każdym ze wskaźników finansowych $F(i)$ oraz zdefiniowanymi stopami wzrostu $G(j)$. Pomijając składnik losowy, ocena parametru przy DEPTH wyniosła 2,4, co wskazuje, że kraj, którego DEPTH wzrósł z poziomu średniej (*mean*) dla krajów o najniższych wzrostach PKB (0,2) do poziomu krajów ze średnią wyższą (0,6), PKB *per capita* rósłby średnio na rok o 1%.

R. G. King i R. Levine¹¹² w kolejnych badaniach wysunęli hipotezę, że wartość wskaźnika DEPTH z roku 1960 może dostarczyć wiedzy na temat oddziaływania rozwoju systemu finansowego na wzrost gospodarczy w następnych trzydziestu latach. W rezultacie estymacji badanych równań otrzymali wynik, który potwierdził prawdziwość założonej hipotezy. Przykładowo z oszacowanych parametrów wynikało, że jeśli w Boliwii wzrósł wskaźnik DEPTH z 10% do poziomu średniej dla krajów rozwiniętych (23% w 1960 r.), to oznaczałoby, że gospodarka w Boliwii rozwijałaby się szybciej średnio o 0,4% rocznie, co by z kolei znaczyło, że w roku 1990 wzrost PKB powinien być z tego tytułu wyższy o około 13%. Te badania nie dały jednakże odpowiedzi na pytanie, co powoduje zmiany w rozwoju finansowym, ukazały je jedynie. Pokazały, że rozwój finansowy stanowi potencjalny czynnik długookresowego wzrostu gospodarczego.

Z kolei P. L. Rousseau i P. Wachtel¹¹³ zbadali związek przyczynowo-skutkowy pomiędzy aktywami banku centralnego i banków depozytowo-kredytowych a realnym wzrostem gospodarczym pięciu uprzemysłowionych krajów¹¹⁴ w okresie 1870–1929. Podstawowym wnioskiem płynącym z ich badań było stwierdzenie, że rozwój finansowy stymuluje wzrost gospodarczy, czyli zmiany wartości zmiennych niezależnych oddziałują na realne zmiany w gospodarce, natomiast nie zachodzi relacja odwrotna.

112 R. G. King, R. Levine, *Financial Intermediation and Economic Development*, [w:] *Financial Intermediation in the Construction of Europe*, C. Mayer, X. Vives (eds.), Centre for Economic Policy Research, London 1993, ss. 156–189.

113 P. L. Rousseau, P. Wachtel, *Financial Intermediation and Economic Performance: Historical Evidence from Five Industrialized Countries*, „Journal of Money, Credit and Banking” 1998, vol. 30, ss. 657–678.

114 Są to Stany Zjednoczone, Kanada, Wielka Brytania, Szwecja oraz Norwegia.

W trzy lata po uzyskaniu tych wyników P. L. Rousseau i P. Wachtel¹¹⁵ ponownie zajęli się badaniem owego związku¹¹⁶ i doszli do konkluzji, że istnieje silny wpływ rozwoju finansowego na aktywność ekonomiczną, jednakże ulega ona stopniowemu zanikowi w sytuacji, gdy w gospodarce występuje wysoka inflacja.

R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes oraz A. Schleifer¹¹⁷ w swoich badaniach dotyczących współzależności pomiędzy rozwojem finansowym a wzrostem gospodarczym wykorzystali alternatywną miarę rozwoju finansowego, mianowicie udział państwowych banków w pośrednictwie finansowym. Zauważyli oni, że państwowe banki są mniej efektywne w zdobywaniu informacji o firmach. Banki te nie są zainteresowane stosowaniem zasad ładu korporacyjnego, mobilizowaniem oszczędności oraz zarządzaniem ryzykiem w takim stopniu, w jakim czynią to banki prywatne. Autorzy wysunęli następujące wnioski:

- niższy stopień rozwoju banków jest związany z wyższym udziałem własności państwowej w instytucjach finansowych,
- niższy wzrost gospodarczy kraju jest związany z wysokim udziałem państwowej własności w bankach.

Powyższe badania wykorzystywały wprowadzone wcześniej miary rozwoju finansowego, jednakże odnosiły się one tylko do jednej grupy podmiotów, mianowicie banków, co oznaczało niezbyt adekwatną miarę stopnia rozwoju systemu finansowego. Zatem zaistniała potrzeba włączenia do tej miary drugiego, obok banków, segmentu rynku finansowego – rynku papierów wartościowych.

W rozdziale pierwszym oraz drugim niniejszego opracowania omówiono rolę banków oraz rynku papierów wartościowych. W wyniku rozważań teoretycznych tam zawartych i badań w rozpatrywanym obszarze wysunięto tezę mówiącą, że struktury systemu finansowego zorientowanego bankowo i systemu zorientowanego na rynki kapitałowe, a także ich funkcjonowanie, są względem siebie komplementarne, natomiast miejsce bankowości inwestycyjnej w poszczególnych modelach determinują m.in. rozwiązania prawne tudzież otoczenie instytucjonalne. W tym miejscu poddamy właśnie analizie wpływ rozwoju obu subsystemów na wzrost gospodarczy.

Badania empiryczne nad związkiem rozwój finansowy – rozwój ekonomiczny napotykać liczne i poważne przeszkody natury metodologicz-

115 P. L. Rousseau, P. Wachtel, *Inflation, Financial Development and Growth*, [w:] R. Negishi, R. Ramachandran, K. Mino (eds.), *Economic Theory, Dynamics and Markets: Essays in Honor of Ryuzo Sato*, Kluwer Academic, Boston 2001.

116 Próba liczyła 84 kraje w okresie 1960–1995.

117 R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Schleifer, *Government Ownership of Commercial Banks*, „Journal of Finance” 2002, No 57, s. 265–301.

nej. N. G. Mankiw¹¹⁸ oraz J. Temple¹¹⁹ wymieniają w swoich publikacjach przykładowe elementy ograniczające takie badania. Są to np. niska jakość danych statystycznych oraz mała liczba stopni swobody. Generalnie jednak zastrzeżenia metodologiczne dotyczą dwóch kwestii:

- 1) właściwego doboru zmiennych,
- 2) określenia kierunku przyczynowości badanego zjawiska, np. wpływu rozwoju finansowego na wzrost gospodarczy lub odwrotnie.

Wskaźniki finansowe są tylko ilościowym odzwierciedleniem (miarą) określonego czynnika (zmiennej) determinującego wzrost gospodarczy. Ponadto różnice w systemach prawnych czy w systemach politycznych również mogą wpływać na rozwój finansowy i gospodarczy. J. F. Outreville¹²⁰ poza powyższymi wyróżnia jeszcze zmiany technologiczne, akumulację kapitału ludzkiego bądź różne rozwiązania w zakresie prowadzonej przez poszczególne państwa polityki fiskalnej, które mogą oddziaływać na rozwój systemu finansowego i gospodarczego. Bardzo istotną kwestią metodologiczną jest dobór odpowiednich zmiennych zarówno niezależnych, jak i zależnych. Przykładowo T. Beck i R. Levine¹²¹ analizą objęli szeroki zestaw krajów, dla których uwzględniane dane dotyczyły, oprócz realnych wzrostów PKB, także inflacji, polityki rządów czy otwartości danej gospodarki. Niektóre wyniki badań podkreślają istotną rolę, jaką odgrywa inflacja czy jej zmienność w kształtowaniu PKB. Stwierdzono także, że kredyty udzielone prywatnym podmiotom są bardzo istotne w kontekście prowadzonej analizy, jednakże A. Bassanini¹²² twierdzi, że ocena parametru przy tak zdefiniowanej zmiennej uzyskuje niewłaściwy znak, jeżeli zmienność inflacji nie jest uwzględniona w równaniu. R. Garretsen¹²³ z kolei argumentuje, że istniejąca zależność pomiędzy płynnością rynków kapitałowych a wzrostem gospodarczym, zbadana przez R. Levine i S. Zervos¹²⁴, ulega osłabieniu, gdy zbudowane równanie jest zdominowane przez czynniki o charakterze prawnym i społecznym.

118 N. G. Mankiw, *The Growth of Nations*, „Brookings Paper on Economic Activity” 1995, No 1, ss. 275–326.

119 J. Temple, *The New Growth Evidence*, „Journal of Economic Literature”, March 1999, vol. 37, ss. 112–156.

120 J. F. Outreville, *Financial Development, Human Capital and Political Stability*, UNCTAD discussion paper No 142, October 1999.

121 T. Beck, R. Levine, *New Firm Formation and Industry Growth: Does Having a Market or Bank-Based System Matter?*, World Bank Working Paper No 2383, May 2000.

122 A. Bassanini, *Economic Growth: The Role of Policies and Institutions. Panel Data Evidence from OECD Countries*, OECD Economic Department Working Paper, No 283.

123 R. Garretsen, *Development of Stock Markets, Societal Norms and Legal Institutions*, mimeo, University of Groningen, Groningen 2000.

124 R. Levine, S. Zervos, *Stock Markets, Banks...*, ss. 537–558.

R. Levine i S. Zervos (1998) poddały analizie relacje pomiędzy sześcioma egzogenicznymi zmiennymi finansowymi i trzema zmiennymi mierzącymi realny wzrost PKB oraz stopę oszczędności. W przekrojowym badaniu 42 krajów w okresie 1976–1993 nie zaobserwowały istotnego związku pomiędzy wskaźnikami rozwoju rynku giełdowego i sektora bankowego¹²⁵ a oszczędnościami prywatnymi. Podobne wnioski wyciągnęli z przeprowadzonych badań R. Levine, N. Loayza i T. Beck¹²⁶ oraz T. Beck, R. Levine i N. Loayza¹²⁷. Zauważyli oni istotny wpływ wskaźników pośrednictwa finansowego oraz wzrostu wydajności na PKB, jednakże niejednoznaczny rezultat otrzymali w odniesieniu do wpływu fizycznego wzrostu kapitału, a także wzrostu oszczędności.

W badaniach R. Levine i S. Zervos (1998) zwrócili jeszcze uwagę na oddziaływanie wskaźnika *turnover ratio*, będącego relacją wielkości obrotów giełdowych do kapitalizacji giełdy, a więc do wielkości rynku kapitałowego. Bardzo aktywne rynki, takie jak w Stanach Zjednoczonych czy Japonii osiągały w badanym okresie 1976–1993 wartość *turnover ratio* na poziomie blisko 0,5, podczas gdy na mniej płynnych rynkach (Bangladesz, Chile czy Egipt) jego wielkość oscylowała wokół 0,06 lub mniej.

Z badań tych dwóch ekonomistów wynika, że miary rozwoju finansowego *turnover ratio* oraz wskaźnik mierzący udział udzielonych kredytów podmiotom niefinansowym w stosunku do PKB (PRIVATE) – są dość mocno dodatnio skorelowane ze wzrostem gospodarczym, akumulacją kapitału, wzrostem wydajności, a także z wielkościami takimi, jak stabilność polityczna, wydatki rządowe, poziom wykształcenia czy inflacja. Według mnie nie należy zbyt przeceniać roli wyżej przytoczonych wskaźników finansowych, co zdarza się czasem w dotychczasowej literaturze przedmiotu. Pomocne mogą się one okazać w statycznej ocenie rynku finansowego, do analizy systemu finansowego danego kraju lub do komparatywnego porównania stopnia rozwoju z innymi rynkami finansowymi.

Rozmiar rynku kapitałowego mierzony kapitalizacją giełdową do PKB nie wykazuje w omawianym badaniu silnej korelacji ze wzrostem gospodarczym, akumulacją kapitału czy poprawą wydajności.

Warto wskazać słabe strony tego badania:

- pomimo że badanie pokazało, iż wskaźnik *turnover ratio* oraz rozwój bankowy są ilościowymi miarami odzwierciedlającymi okre-

125 Konstrukcja miar opierała się na badaniach A. Demirguc-Kunt, R. Levine, *Stock Market Development...*, ss. 291–322, analiza zaś na pionierskim badaniu R. Atje, B. Jovanovic, *Stock Markets and Development*, „European Economic Review” 1993, No 37, ss. 632–640,

126 R. Levine, N. Loayza, T. Beck, *Financial Intermediation and Growth...*, ss. 31–77.

127 T. Beck, R. Levine, N. Loayza, *Finance and the Sources of Growth*, World Bank Working Paper No 2059.

ślone czynniki determinujące wzrost ekonomiczny, to formalnie nie pokazują one związków przyczynowo-skutkowych,

- powyższe miary odnoszą się do transakcji zawieranych na narodowych rynkach finansowych, jednak niekoniecznie ma to wpływ na zapewnienie płynności, chyba że istnieją przeszkody do notowań na innych rynkach. Fizyczna lokalizacja rynku odgrywa mniejszą rolę, gdy dana gospodarka jest bardziej zintegrowana finansowo.

L. Guiso, P. Sapienza oraz L. Zingales¹²⁸ badając gospodarkę włoską zauważyli, że nawet różnice w lokalnych warunkach finansowych na jednym rynku krajowym wpływają w różny sposób na wzrost ekonomiczny w poszczególnych regionach. Zatem lokalny rozwój finansowy jest ważną determinantą sukcesu gospodarczego na obszarze całego kraju. Efektem ich badań są następujące wnioski:

- 1) rozwój finansowy zwiększa prawdopodobieństwo wzrostu zakładanych firm przez indywidualne podmioty,
- 2) rozwój finansowy powoduje wzrost konkurencji wśród sektorów gospodarczych,
- 3) rozwój finansowy sprzyja wzrostowi firm.

Powyższe ustalenia nie odnoszą się jednakże do części wielkich firm, które łatwiej mogą pozyskać kapitał poza rynkiem lokalnym. Dla wielkich korporacji nie stanowi w zasadzie istotnej bariery pozyskiwanie środków finansowych na zagranicznych rynkach. Małe firmy ze względu na skalę działania zwykle czerpią środki na rozwój na krajowych rynkach. Koszt pozyskania kapitału w stosunku do skali działania przedsiębiorstwa jest podstawowym czynnikiem ograniczającym dostęp do zagranicznych kapitałów. Pomimo że w każdym przedsiębiorstwie struktura finansowania budowana jest na podstawie kosztów i możliwości dostępu do źródeł finansowych, to dostęp taki zwykle mają tylko duże korporacje. Dlatego krajowe systemy finansowe mają fundamentalny wpływ na rozwój przedsiębiorstw zarówno małych, jak i wielkich. W związku z tym nasuwa się pewna konstatacja – jest mało prawdopodobne, aby występująca międzynarodowa integracja finansowa wyeliminowała znaczenie narodowych systemów finansowych w najbliższej przyszłości. Potwierdzeniem tego faktu mogą być analizy R. Levine i S. Schmukler¹²⁹, z których wynika, że międzynarodowy „cross-listing” firm z rynków rozwijających się na rynki

128 L. Guiso, P. Sapienza, L. Zingales, *Does Local Financial Development Matter?*, NBER, Working Paper No 8922, 2002.

129 R. Levine, S. Schmukler, *Migration, Spillovers and Trade Diversion: The Impact of Internationalization on Stock Market Liquidity*, NBER, Working Paper No 9614, 2003 oraz iidem, *Internationalization and the Evolution of Corporate Valuations*, University of Minnesota (Carlson School of Management), mimeo, 2004.

rozwinęte może wpłynąć niekorzystnie na wzrost gospodarczy wschodzących rynków. Zgodnie z tym R. Levine wykazał, że zbyt restrykcyjne przepisy w zakresie możliwości wejścia zagranicznych banków na rynki szkodzą efektywności krajowego sektora finansowego.

Należy dodać, że w badaniu R. Levine i S. Zervos (1998) zostały wyłączone z analizy inne komponenty sektora finansowego, np. rynek obligacji czy innych usług finansowych. Z kolei T. Beck, A. Demirguc-Kunt oraz R. Levine¹³⁰ pokazali, że w wielu krajach kapitalizacja prywatnego rynku obligacji stanowi średnio ponad połowę kapitalizacji narodowych rynków akcji i publicznej emisji obligacji. Co więcej, badanie przekrojowe krajów w okresie 1980–1995 wykazało, że nowe emisje prywatnych obligacji są większe niż publiczne oferty na giełdach w wielu gospodarkach. Dowiedli też, iż aktywa funduszy emerytalnych, a także aktywa firm ubezpieczeniowych w kilku krajach są konkurencyjne wobec banków.

G. Fink, P. Haiss i S. Hristoforova¹³¹ badali wpływ rozwoju rynkowych obligacji na realną produkcję w trzynastu najbardziej rozwiniętych gospodarkach świata w latach 1950–2000. Najważniejszym spostrzeżeniem wynikającym z analizy ustaleń autorów jest to, które zakłada, że rozwój rynku obligacji komercyjnych wpływa na realny wzrost aktywności ekonomicznej.

Podsumowując wyniki powyższych wybranych, najważniejszych zapewne w tej dziedzinie, międzynarodowych badań empirycznych można stwierdzić, że rozwój finansowy determinuje wzrost ekonomiczny, co potwierdza tezę, iż antycypacja rozwoju rynku finansowego pozwala określić poziom przyszłego rozwoju gospodarczego.

Kolejnym aspektem, który w badaniach wzajemnych związków pomiędzy rozwojem finansowym a wzrostem gospodarczym był rozpatrywany, jest system prawa obowiązującego w danym państwie. System prawa, w opinii wielu autorów, stanowi kryterium, według którego wyróżnia się klasyczne typy systemów finansowych w gospodarkach. Obowiązujący w danej gospodarce system prawa pozwala wyjaśnić w pewien sposób różnice w rozwoju finansowym poszczególnych państw. R. Levine, N. Loayza oraz T. Beck¹³² prowadząc badania dotyczące 71 krajów rozważali funkcję regresji następującej postaci:

130 T. Beck, A. Demirguc-Kunt, R. Levine, *The Financial Structure Database*, [w:] *Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets and Development*, (eds.) A. Demirguc-Kunt, R. Levine, Cambridge, MIT Press, Cambridge MA. 2001, ss. 17–80.

131 G. Fink, P. Haiss, S. Hristoforova, *Bond Markets and Economic Growth*, Research Institute for European Affairs, Working Paper 49, April 2003.

132 R. Levine, N. Loayza, T. Beck, *Financial Intermediation and Growth...*, ss. 31–77.

$$G(j) = \alpha + \beta F(i) + \gamma X + \varepsilon,$$

gdzie $G(j)$ jest zmienną objaśnianą reprezentującą poziom PKB *per capita* w okresie 1960–1995. Zmienne Z reprezentujące system prawny w danym kraju występują jako czynniki determinujące rozwój gospodarczy i zostały włączone do zmiennej $F(i)$, jako miernika rozwoju finansowego i stanu prawnego. Teoretycznym wyjaśnieniem takiej specyfikacji funkcji jest m.in. to, że obowiązujący system prawa może oddziaływać na wzrost PKB *per capita* tylko poprzez rozwój finansowy i dodatkowe elementy zawarte w zmiennej X . Badania te potwierdziły istotny wpływ rozwoju finansowego na wzrost gospodarczy.

Dodatkowo autorzy tych badań skonstruowali nową miarę – wskaźnik całkowitego rozwoju finansowego (*overall financial development*) do oceny ogólnego poziomu rozwoju systemu finansowego w danym kraju. Inną nową miarą rozwoju finansowego był wskaźnik *Private Credit*, który oznaczał wartość kredytów udzielonych sektorowi prywatnemu, pomijając kredyty przeznaczone dla rządu, agend rządowych czy spółek publicznych. Różnił się on od miary *Bank Credit* używanej do badań przez R. Levine i S. Zervos (1998) tym, że obejmował także wartości kredytów udzielonych przez instytucje finansowe inne niż banki depozytowo-kredytowe. Wielkość tego wskaźnika dla krajów takich, jak Zair, Sierra Leone, Ghana, Haiti czy Syria wynosi mniej niż 10% PKB, podczas gdy przekracza 85% wartości PKB dla Szwajcarii, Japonii, Stanów Zjednoczonych czy Szwecji.

Poniżej (tabela 3.7) pokazano wyniki statystycznych obliczeń podstawowych miar rozwoju pośrednictwa finansowego.

Tabela 3.7

Rozwój pośrednictwa finansowego – wyniki statystyczne za lata 1960–1995

Wskaźnik	Zobowiązania płynne/PKB (<i>liquid liabilities</i>)	Udział aktywów banków komercyjnych w aktywach BC (<i>comercial-central bank</i>)	Kredyty bankowe dla podmiotów niefinansowych/PKB <i>Private Credit</i>
Średnia	43,44	78,16	38,29
Mediana	37,48	83,89	27,01
Maksimum	143,43	98,99	141,30
Minimum	9,73	23,72	4,08
Odchylenie standardowe	25,61	18,26	28,71
Liczba obserwacji	71	71	71

Źródło: R. Levine, N. Loayza, T. Beck, *Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes*, „Journal of Monetary Economics” 2000, vol. 46, tabela 1.

Dane z tabeli 3.7 wskazują na dużą zmienność wskaźników, a rozstęp ($X_{MAX} - X_{MIN}$) wynosi odpowiednio dla Liquid Liabilities aż 133,7, dla Commercial-Central Bank 75,27 oraz dla Private Credit 137,22, co potwierdza wcześniejsze wyniki dowodzące dużej zmienności dla pojedynczych krajów.

Zarówno przytoczone badania, jak i inne, zbliżone metodologicznie, ilustrują wpływ pewnych wielkości na rozwój gospodarczy poszczególnych krajów, jednakże nie pokazują, w jaki sposób zwiększa się rozwój pośrednictwa finansowego w zależności od rozwoju gospodarczego. Autorzy badania interpretując wyniki dowodzą jednak, że rozwój finansowy jest stałym czynnikiem wzrostu gospodarczego.

W najnowszych badaniach opartych na analizie firm funkcjonujących w Chinach, F. Allen, J. Qian i M. Qian¹³³ zauważyli, że należy kompleksowo rozpatrywać związki pomiędzy systemem prawnym, rozwojem finansowym i wzrostem gospodarczym. Poprzez analogię do powyżej przytoczonych licznych badań, należałoby zbadać pewne zależności, jak np. system prawny, który jest słaby w zakresie ochrony praw akcjonariuszy mniejszościowych, utrudniać może wzrost firm notowanych publicznie, także tych, które są państwowe. Wniosek ten nie pokrywa się jednak z obserwacjami autorów, według których wzrost zarówno firm prywatnych, jak i państwowych następował gwałtownie w sytuacji braku silnych formalnych zasad chroniących prawa właścicieli. Takie spostrzeżenia sugerować mogą, że muszą jeszcze istnieć inne, efektywne mechanizmy zarządzania oraz finansowania, które wywołują ów wzrost. Na podstawie badań przeprowadzonych przez R. Cull i L. Xu¹³⁴, w firmach o prywatnej strukturze własności stwierdzono, że występuje proporcjonalnie większe reinwestowanie środków wewnętrznych firm (*earnings*) niż w firmach, w których przeważa sektor publiczny.

Inne zdania na temat związku pomiędzy rozwojem finansowym a rozwojem gospodarczym są P. Aghion, P. Howitt oraz D. Mayer-Foulkes¹³⁵, którzy jako pierwsi podjęli się próby budowy modelu przedstawiającego zmiany technologiczne, dzięki któremu dowiedli, że w krajach, w których poziom rozwoju finansowego jest wyższy od poziomu krytycznego, poziom tego rozwoju zbiega się z ich stopami wzrostu gospodarczego. W takich krajach rozwój finansowy pozytywnie wpływa na

133 F. Allen, J. Qian, M. Qian, *Law, Finance and Economic Growth in China*, „Journal of Financial Economics” 2005.

134 R. Cull, L. Xu, *Institutions, Ownership and Finance: The Determinants of Profit Reinvestment Among Chinese Firms*, World Bank mimeo, 2004.

135 P. Aghion, P. Howitt, D. Mayer-Foulkes, *The Effect of Financial Development on Convergence: Theory and Evidence*, „Quarterly Journal of Economics” 2005.

stopień konwergencji danej gospodarki z gospodarkami innych państw. A zatem można stwierdzić, że rozwój finansowy wywiera pozytywny, ale zmniejszający się, wpływ na średni poziom realnego dochodu *per capita*. Według autorów z poziomu rozwoju finansowego danego kraju wysnuć można odpowiedzi na następujące pytania:

- 1) czy występuje konwergencja, czy też nie,
- 2) jaki jest stopień konwergencji (jeśli występuje).

Ostatecznym efektem analizy przedstawionych badań jest wniosek, iż rozwój finansowy nie wywiera bezpośredniego wpływu na stały poziom wzrostu gospodarczego.

Metody badawcze używane w badaniach na poziomie zagregowanym są w zasadzie takie same. Sprowadzają się one do szacowania parametrów funkcji regresji w analizie przekrojowej krajów, w których funkcję zmiennych objaśniających pełni zestaw wielu wskaźników finansowych odnoszących się do poszczególnych krajów, wraz z innymi czynnikami determinującymi rozwój gospodarczy, które z kolei są funkcjami regresji innych bodźców je warunkujących. Istotny i pozytywny znak otrzymanego estymatora stojącego przy takim wskaźniku jest interpretowany jako pozytywny wpływ zmiennych finansowych na rozwój gospodarczy w danym kraju. Przyjęte wskaźniki często ukazują rozmiar lub aktywność finansową systemu finansowego w danym kraju. Najczęściej stosowanymi wskaźnikami w tych badaniach są wielkość kredytów bankowych udzielonych podmiotom prywatnym, kapitalizacja giełd oraz wskaźnik efektywności rynków papierów wartościowych – *turnover ratio*. Z kolei za zmienne endogeniczne przyjmuje się zwykle realny poziom wzrostu gospodarczego, akumulację kapitału i wzrost wydajności.

W literaturze przedmiotu występują dwa poziomy badań dotyczących analizy związków i wzajemnych zależności pomiędzy rozwojem finansowym a rozwojem gospodarczym. Są to:

1. Badania na poziomie danych zagregowanych (makro).
2. Badania na poziomie mikro, w których wykorzystane są dane z podmiotów gospodarujących lub sektorów gospodarki. Można przywołać w tym miejscu jeden z najbardziej istotnych wniosków z tego zakresu, mianowicie taki, że w bardziej rozwiniętych finansowo gospodarkach firmy bądź branże gospodarki w większym stopniu finansują się środkami z zewnątrz.

W badaniach na poziomie makro A. Demirguc-Kunt oraz V. Maksimovic¹³⁶ wykazują, że aktywność rynków papierów wartościowych oraz wielkość systemu bankowego (mierzonego stosunkiem depozytów bankowych do PKB) są pozytywnie skorelowane ze wzrostem firm. Rozmiar

136 A. Demirguc-Kunt, V. Maksimovic, *Law, Finance and Firm Growth...*, ss. 2107–2137.

rynków kapitałowych mierzony kapitalizacją giełd/PKB jest mniej istotny w badanych relacjach niż aktywność rynków giełdowych (*turnover*). Według autorów tych badań w krajach, w których systemy prawne są bardziej efektywne, podmioty gospodarujące posiadają większą zdolność do mobilizacji kapitału zewnętrznego.

Z kolei R. G. Rajan i L. Zingales¹³⁷ wskazują, że w przemysłach, w których rozwój zależy głównie od finansowania z zewnątrz, wzrost następuje szybciej w gospodarkach o relatywnie lepiej rozwiniętych rynkach finansowych. Istotne zmienne użyte w ich badaniu, to współczynnik mierzący udział kredytów bankowych udzielonych sektorowi prywatnemu w relacji do PKB – wskaźnik mierzący wielkość systemu bankowego oraz wskaźnik mierzący wielkość rynków giełdowych, czyli stosunek kapitalizacji giełd do PKB. Innowacyjny w ich badaniach jest pomiar zależności finansowej przemysłów.

Inne badania z zakresu rozważanej przez nas problematyki opierają się na analizie inaczej zdefiniowanych zmiennych zależnych. Na przykład J. Wurgler¹³⁸ dokonał pomiaru efektywności alokacji kapitału w 65 krajach i 28 przemysłach w latach 1963–1995. Uzyskał on pozytywnie określony związek pomiędzy rozwojem finansowym a efektywnością alokacji kapitału. Posłużył się pojęciem „elastyczności inwestycyjnej”, dzięki której można ustalić pewien poziom (także przedział), do którego wzrastać może poziom inwestycji w rozwijających się przemysłach, oraz obszar spadku, do którego potencjalnie obniża się poziom inwestycji w schyłkowych przemysłach. Konkluzja autora sprowadza się do ogólnego stwierdzenia, że w krajach o bardziej rozwiniętych systemach finansowych elastyczność jest stosunkowo wysoka. W gospodarkach, których systemy finansowe traktowane są jako nierozwinięte finansowo, elastyczność jest relatywnie niska.

C. Denizer¹³⁹ analizuje wpływ zmiennych finansowych na makroekonomiczną niestabilność rynkową. W wyniku estymacji odpowiedniego równania doszedł on do wniosku, iż kraje o rozwiniętych systemach finansowych są mniej narażone na poważne zaburzenia wynikające z cykli koniunkturalnych. Tam gdzie system bankowy jest rozwinięty, można spodziewać się niższej konsumpcji i efektywniejszych inwestycji, natomiast udział kredytów w prywatnym sektorze jest odwrotnie proporcjonalny w stosunku do konsumpcji.

137 R. G. Rajan, L. Zingales, *Financial Dependence and Growth...*, ss. 559–586.

138 J. Wurgler, *Financial Markets and the Allocation of Capital*, „Journal of Financial Economics” 2000, vol. 58, ss. 187–214.

139 C. Denizer, *Finance and Macroeconomic Volatility*, Federal Reserve Board, International Finance Discussion Papers No 670, June 2000.

O ile istnieje pozytywny wpływ rozwoju finansowego na wzrost gospodarczy w krajach o niższym poziomie PKB *per capita* i ten pogląd jest w literaturze przedmiotu powszechnie akceptowany, o tyle badania tego związku w gospodarkach rozwiniętych nie przyniosły jednoznacznego rozstrzygnięcia. J. Andres¹⁴⁰ badając kraje najbardziej rozwinięte gospodarczo uzyskał wyniki przedstawione w tabeli 3.8.

W tabeli zaprezentowano wyniki badań dla 22 krajów¹⁴¹, obrazujące stopień istotności wpływu zmiennych finansowych na wzrost gospodarczy. Wyniki te otrzymano szacując odpowiednią funkcję regresji za okres od 1976 do 2000 r.

Tabela 3.8
Znaczenie zmiennych finansowych w próbie 22 krajów w okresie 1976–2000
na poziomie ufności 5% oraz 1%

Wskaźnik	Kredyty bankowe udzielone sektorowi prywatnemu/PKB (1)	Kapitalizacja giełd/PKB (2)	Ogółem (1) + (2)
(A) Wzrost PKB	Negatywny, nst.	Pozytywny**	Pozytywny, nst.
(B) Wzrost TFP otrzymany z funkcji produkcji Cobb-Douglasa	Pozytywny, nst.	Pozytywny, nst.	Pozytywny**
(C) Realny wzrost inwestycji	Pozytywny, nst.	Pozytywny*	Pozytywny*
(D) Inwestycje/PKB	Pozytywny**	Negatywny, nst.	Pozytywny, nst.
(E) ROA	Negatywny, nst.	Pozytywny*	Negatywny, nst.

Uwaga: *istotny statystycznie na poziomie (*t-value*) 5%; ** istotny statystycznie na poziomie 1%; nst. – nieistotny statystycznie; (1)–(2) – zmienne egzogeniczne; (A)–(E) – zmienne endogeniczne; TFP – *Total Factor Productivity*; ROA – *Rate on Assets*.

Źródło: J. Andres, *The Role of the Financial System in the Growth-Inflation Link: The OECD experience*, Banco de Espana Documento de Trabajo No 9920.

W krajach rozwiniętych notowany jest wpływ kapitalizacji giełdy na wzrost PKB, ale autor uzyskał negatywny znak przy zmiennej opisującej wpływ kredytów bankowych udzielonych sektorowi prywatnemu na zwiększenie PKB. Z kolei łącznie ujęte zmienne kapitalizacji giełdowej

140 J. Andres, *The Role of the Financial System in the Growth-Inflation Link: The OECD experience*, Banco de Espana Documento de Trabajo No 9920.

141 Wśród badanych krajów są państwa należące do UE oraz Stany Zjednoczone, Japonia, Kanada, Szwajcaria, Norwegia, Australia i Nowa Zelandia.

i kredytów bankowych ogółem także wywierają wpływ na wzrost PKB. Z tabeli można wywnioskować, że o ile kapitalizacja giełdowa wpływa pozytywnie na wzrost PKB, to negatywnie oddziałuje na przyrost inwestycji (przy zadanym poziomie istotności 1 i 5%). Znaczenie zmiennej reprezentującej kredyty bankowe dla określenia ich wpływu na wzrost PKB jest negatywne, jest ono natomiast pozytywne, gdy analizuje się wpływ tej zmiennej na inwestycje w gospodarce.

R. Levine, N. Loayza i T. Beck (2000), jak również T. Beck, R. Levine, N. Loayza (2000) w swoich badaniach, o których pisaliśmy wcześniej, wykorzystywali modele liniowe. Ostatnio omawiane badania odnoszą się do wpływu rozwoju finansowego na akumulację kapitału, wzrost wydajności czy realny wzrost PKB *per capita*. Autorzy uważają, że wielkość tych zmiennych może istotnie zależeć także od innych czynników, których analizie poświęcają inne badania. F. Rioja i N. Valev¹⁴², wykorzystując tę samą metodologię badań oraz dane odkryli, że rozwój finansowy stymuluje wzrost gospodarczy w krajach bogatych w pierwszej kolejności poprzez zwiększenie wydajności, podczas gdy w krajach rozwijających się rozwój finansowy najpierw podnosi poziom akumulacji kapitału. Z dalszych analiz¹⁴³ tych autorów wynika, że wpływ ten ma charakter nieliniowy. Gospodarki z bardzo niskim poziomem rozwoju finansowego doświadczają nader niskiego poziomu akceleracji akumulacji kapitału, w krajach zaś bogatych siła oddziaływania jest zdecydowanie większa.

Próbę wyjaśnienia przyczyny nieliniowości związku pomiędzy rozwojem finansowym a wzrostem gospodarczym podjęli w swoich badaniach P. L. Rousseau i P. Wachtel¹⁴⁴. Zaobserwowali oni, że dodatni wpływ rozwoju finansowego na wzrost gospodarczy ulega zmniejszaniu w miarę zwiększenia stopy inflacji. Także N. Loayza i R. Ranciere poddali empirycznej analizie związek pomiędzy rozwojem finansowym i wzrostem gospodarczym. W swoim badaniu efekt wpływu rozwoju finansowego na wzrost gospodarczy podzielili na efekt krótkoterminowy i długoterminowy. Zauważyli, że krótkookresowe gwałtowne wzrosty akcji kredytowej banków mogą być sygnałem zwiastującym nadchodzący kryzys finansowy i stagnację gospodarczą. Wykorzystując zmienną Private Credit jako jedną z miar rozwoju pośrednictwa finansowego doszli do wniosku, że zachodzi dodatnia długookresowa relacja pomiędzy rozwojem finansowym a wzrostem, natomiast w okresie krótkim generalnie relacja ta jest negatywna.

142 F. Rioja, N. Valev, *Finance and the Sources of Growth at Various Stages of Economic Development*, „Economic Inquiry” 2004, No 42, ss. 27–40.

143 F. Rioja, N. Valev, *Does One Size Fit All?: A Reexamination of the Finance and Growth Relationship*, „Journal of Development Economics” 2004.

144 P. L. Rousseau, P. Wachtel, *Inflation Thresholds and the Finance-Growth Nexus...*

3.8. Rola kapitału finansowego w rozwoju przemysłów

Poniżej dokonana została próba analizy relacji przyczynowo-skutkowych rozwoju bankowości inwestycyjnej i rozwoju gospodarczego. Przedmiotem analizy jest w pierwszej kolejności rozwój przemysłu, a także rozwój podmiotów gospodarujących i wzrost gospodarczy. Wzrost firm rozpatrywany jest z punktu widzenia źródeł, z których firmy te mogą pozyskiwać kapitał¹⁴⁵.

Punktem wyjścia dalszych rozważań jest teza mówiąca, że pomiędzy bardziej rozwiniętym pośrednictwem finansowym a rynkiem papierów wartościowych występuje konkurencja w obszarze oferowanego instrumentarium finansowego, znaczenie zaś ma koszt kapitału. Wewnątrz firm pojawia się dylemat dotyczący wyboru sposobu finansowania inwestycji produkcyjnych, tzn. czy finansować je kapitałem wewnętrznym, czy pozyskanym z zewnątrz. W obliczu rosnącej konkurencji na rynku finansowym generalnie koszt kapitału powinien ulegać obniżaniu, stąd firmy winny raczej dążyć do finansowania projektów kapitałem zewnętrznym. Zatem rozpatrując te kwestie na gruncie teoretycznym, można postawić tezę, że gałęzie przemysłu, które w dużym stopniu używają w celu swojego rozwoju kapitału z zewnątrz powinny rozwijać się szybciej i uzyskiwać relatywnie więcej korzyści finansowych z tytułu rozwoju finansowego niż branże, które w mniejszym stopniu korzystają z finansowania z zewnątrz.

R. G. Rajan i L. Zingales¹⁴⁶ poddali analizie gałęzie przemysłu, których rozwój zdeterminowany jest przez postęp technologiczny, a jego wdrożenie z kolei jest bardziej uzależnione od finansowania zewnętrznego. Autorzy skupili uwagę na analizie mechanizmu wpływu zewnętrznego finansowania na wzrost gospodarczy. Wykorzystali w tym celu zbudowaną przez siebie funkcję regresji, którą przedstawiono poniżej:

$$PKB_{i,k} = \sum_j \alpha_j Kraj_j + \sum_i \beta_i Przemysł_i + \gamma Udział_{i,k} + \delta(Zewn_k \times RF_i) + \varepsilon_{i,k}$$

gdzie:

$PKB_{i,k}$ oznacza średnioroczną stopę wzrostu gospodarczego lub wzrost liczby zakładanych firm w przemyśle k , w kraju i , w okresie 1980–1990,

$Kraj$ i $Przemysł$ są zmiennymi sztucznymi,

145 Podmioty gospodarujące mogą pozyskiwać kapitał na rozwój wykorzystując wewnętrzne źródła finansowe, jak np. zyski zatrzymane lub/i korzystać ze źródeł zewnętrznych, z których najbardziej popularne są kredyty bankowe oraz emisja długu.

146 R. G. Rajan, L. Zingales, *Financial Dependence...*, ss. 559–586.

$Udział_{i,k}$ oznacza udział danej branży przemysłu k w produkcji przemysłowej kraju i w roku 1980,

$Zewn_k$ jest wielkością nakładów kapitałowych nie sfinansowanych wewnętrznym kapitałem odnoszącym się do amerykańskich firm za okres 1980–1990,

RF_i reprezentuje wskaźnik poziomu rozwoju finansowego dla kraju i .

R. G. Rajan i L. Zingales przy parametrze δ zastosowali wyrażenie $Zewn_k \times RF_i$ przyjmując *a priori* wzajemne oddziaływanie tych dwóch czynników. Wartość parametru δ – jeżeli jest on istotny i dodatni – informuje, że wzrost rozwoju finansowego RF wywołuje większy wpływ na wzrost gospodarczy ($PKB_{i,k}$), jeśli dany przemysł jest silnie powiązany ze zmienną zewnętrznego finansowania $Zewn_k$. Wart podkreślenia jest fakt, że autorzy nie potraktowali zmiennej RF jako samodzielnej zmiennej niezależnej, a jedynie skoncentrowali się na stopniu wewnętrznego rozwoju krajów oraz w obszarze przemysłów. Celem zastosowania zmiennej $Udział_{i,k}$ było prawdopodobnie pragnienie określenia efektów wpływu dużego udziału przemysłu w gospodarce oraz próba odpowiedzi na pytanie, czy relatywnie duży udział przemysłu w tworzeniu dochodu narodowego może powodować wolniejszy wzrost PKB. Za miarę rozwoju finansowego badacze przyjęli sumę kapitalizacji giełd i kredytów udzielonych podmiotom prywatnym w stosunku do PKB oraz standardy rachunkowości¹⁴⁷. W zakresie tego ostatniego czynnika, autorzy dokonują „pośredniego pomiaru” obowiązujących standardów rachunkowości. W badaniu uzyskali oni wynik zależności wzrostu gospodarczego od finansowania zewnętrznego i stopnia całkowitej kapitalizacji – $Zewn_k \times Kapitalizacja_i$ – informujący, że związek ten jest dodatni i statystycznie istotny na poziomie 0,01. Oznacza to, że zmiany we wzroście finansowym w sposób niewspółmierny stymulują wzrost przemysłów, których charakterystyczną cechą jest to, że są mocno uzależnione od funduszy zewnętrznych.

W rezultacie przeprowadzonych badań sformułowano wniosek mówiący, że rozwój finansowy ma znaczący wpływ na wzrost przemysłów poprzez oddziaływanie na możliwości pozyskania zewnętrznych kapitałów do rozwoju na rynku finansowym. Wpływ rozwoju finansowego charakteryzuje się ekspansją nie tylko istniejących firm, ale także poprzez zakładanie nowych podmiotów.

147 Autorzy badania nie kwestionują wad, jakim są obarczone te miary i poddają je nawet krytyce, niemniej jednak przyjąwszy z założenia ich słabe strony, stosują je w swoim badaniu. Zob. także w: R. G. Rajan, L. Zingales, *Financial Dependence...*, s. 560–586.

T. Beck, A. Demirguc-Kunt, R. Levine i V. Maksimovic¹⁴⁸, wykorzystując założenia powyższych badań, rozszerzyli analizę R. G. Rajana i L. Zingalesa (1998) o dodatkowy element struktury systemu finansowego (*market-based financial system* i *bank-based financial system*). Wprowadzenie kolejnej zmiennej do równania regresji nadało mu następującą postać:

$$PKB_{i,k} = \sum_j \alpha_j Kraj_j + \sum_i \beta_i Przemysl_i + \gamma Udzial_{i,k} + \delta_1 (Zewn_k \times RF_i) + \delta_2 (Zewn_k \times SF_i) + \varepsilon_{i,k}$$

gdzie:

oznaczenia jak w poprzednim równaniu, natomiast zmienna ($Zewn_k \times RF_i$) określała poziom rozwoju finansowego, podczas gdy zmienna ($Zewn_k \times SF_i$) wskazywała na system finansowy dominujący w danym kraju.

Punktem wyjścia autorów badania było przyjęcie następujących hipotez badawczych:

1. W krajach o systemie finansowym zorientowanym na rynek papierów wartościowych oraz tam, gdzie występuje wyższy poziom rozwoju finansowego, przemysły uzależnione od finansowania zewnętrznego rozwijają się szybciej, a parametry δ_1 i δ_2 powinny spełniać założenia: $\delta_1 > 0$ i $\delta_2 > 0$.
2. W gospodarkach zorientowanych bankowo oraz tam, gdzie występuje wyższy poziom rozwoju finansowego, przemysły uzależnione od finansowania zewnętrznego rozwijają się szybciej, a parametry δ_1 i δ_2 powinny spełniać założenia $\delta_1 > 0$ i $\delta_2 < 0$.
3. Z punktu widzenia świadczonych usług finansowych można przewidzieć, że przemysły zależne od finansowania zewnętrznego rozwijają się szybciej w gospodarkach o wyższym poziomie całkowitego rozwoju finansowego (*overall financial development*), podczas gdy struktura finansowa nie powinna odgrywać istotnego znaczenia, czyli zachodzić winny następujące zależności: $\delta_1 > 0$ i $\delta_2 = 0$.
4. Uwzględniając system prawny oraz rozwój finansowy w danym kraju można przypuszczać, że przemysły korzystające z finansowania zewnętrznego będą się rozwijały szybciej w gospodarkach, w których w sposób możliwie najbardziej efektywny chronione są prawa zewnętrznych inwestorów. Tutaj odrzucając RF_i ze wskaźnikami reprezentującymi prawa i ich egzekucję, założyć należy warunki określone w pkt. 3, czyli $\delta_1 > 0$ i $\delta_2 = 0$.

148 T. Beck, A. Demirguc-Kunt, R. Levine, V. Maksimovic, *Financial Structure and Economic Development: Firm, Industry and Country Evidence*, [w:] *Financial Structure and Economic Growth: A Cross Country Comparison...*, ss. 189–242.

W efekcie analizy autorzy sformułowali następujące wnioski:

- przemysły, których wzrost **bardziej** zależy od finansowania zewnętrznego rozwijają się szybciej w państwach, w których notuje się wyższy poziom rozwoju finansowego, a system prawny chroni prawa zewnętrznych inwestorów,
- przemysły, których rozwój uzależniony jest **mocno** od finansowania zewnętrznego nie odnotowują szybszego wzrostu, a powstawanie nowych nie odbywa się tak dynamicznie, jak zakładano zarówno w systemie *market-*, jak i *bank-based financial system*.

Podsumowując można stwierdzić, że to ogólny poziom rozwoju finansowego, a nie specyficzne cechy struktur systemów finansowych, umożliwia – szczególnie nowym podmiotom gospodarującym – pokonywanie barier w zdobywaniu funduszy zewnętrznych.

T. Beck, opierając się na omawianym już opracowaniu R. G. Rajana i L. Zingalesa, rozszerza problem badawczy o analizę zależności zachodzących pomiędzy rozwojem finansowym a handlem zagranicznym¹⁴⁹. Buduje on teoretyczny model, w którym dowodzi, że wyższe poziomy rozwoju finansowego poszczególnych krajów powodują, że te kraje uzyskują przewagę komparatywną w sektorach, gdzie występuje większy poziom ekonomii skali, a także przeprowadza empiryczne obliczenia potwierdzające powyższą tezę. W kolejnym badaniu spostrzega on, że kraje z bardziej rozwiniętymi systemami finansowymi mają tendencję do zajmowania pozycji netto eksportera w branżach przemysłowych, które są silnie zależne od finansowania zewnętrznego¹⁵⁰. Rezultaty obu powyższych badań są zbieżne z dotychczas spotykanym w literaturze przedmiotu poglądem, że rozwój finansowy wpływa na strukturę bilansu handlowego w poszczególnych krajach.

3.9. Wybór modelu bankowości inwestycyjnej a otoczenie prawne

J. Boyd i B. Smith¹⁵¹ podkreślają pozytywny wpływ obowiązującego w danym kraju systemu prawa na rozwój gospodarczy tych państw, w których dominują systemy finansowe zorientowane prorzywkowo. Z ko-

149 T. Beck, *Financial Dependence and International Trade*, „Review of International Economics” 2003, No 11, ss. 296–316.

150 T. Beck, *Financial Development and International Trade: Is There a Link?*, „Journal of International Economics” 2002, No 57, ss. 107–131.

151 J. Boyd, B. Smith, *The Evolution of Debt and Equity Markets in Economic Development*, „Economic Theory” 1998, No 12, ss. 519–560.

lei R. Rajan wraz z L. Zingalesem¹⁵² w swoich analizach dowodzą, że system oparty głównie na bankach wspiera wzrost gospodarczy w krajach o słabo rozwiniętym systemie prawnym, natomiast w krajach, w których system prawny jest dobrze rozwinięty, dominującym mobilizatorem i transformatorem kapitału są instytucje rynku kapitałowego.

R. Levine¹⁵³ oraz R. Merton i Z. Bodie¹⁵⁴ przenoszą na dalszy plan debatę między zwolennikami i przeciwnikami klasycznego podziału modeli systemów finansowych na zorientowane bankowo i zorientowane na rynki kapitałowe. Wychodzą z założenia, że istota rzeczy sprowadza się do relacji, jakie zachodzą między uczestnikami rynków finansowych, mianowicie do reguł czy zasad, jakie obowiązują i stosowane są na poszczególnych rynkach. Uważają oni, że niedoskonałości rynku niwelowane są przez zawierane porozumienia i umowy (*financial arrangements*) między podmiotami na gruncie obowiązującego prawa. Wzajemne ich zależności wywierają bowiem duży wpływ na zakres świadczonych usług finansowych, rozwój tych usług natomiast przyczynia się w mniejszym lub większym stopniu do rozwoju gospodarczego krajów.

Podstawowa kwestia nie dotyczy wyboru między bankami czy instytucjami rynku kapitałowego. Autorzy zajmują takie stanowisko, gdyż pozwala ono na stworzenie w otoczeniu gospodarczym takich warunków, które będą sprzyjać świadczeniu wysokiej jakości usług finansowych dla potencjalnych dawców kapitału. Jest to więc zgodne z ideą systemu probankowego i prorynkowego. W konsekwencji rozpatrywanie kwestii, który z systemów jest lepszy, okazuje się nieuzasadnione, tylko bowiem współistnienie obu może być bardziej efektywne.

R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer i R. Vishny¹⁵⁵, analizując w swych opracowaniach kryteria wyboru któregoś z systemów, podobnie jak wyżej wymienieni autorzy, pojmują system finansowy jako zbiór umów (*contracts*). Umowy te definiują jako zawarte na warunkach mniej lub bardziej korzystnych dla obu stron, jednakże są one zawiązane na mocy obowiązującego prawa. W tym przypadku chodzi o prawa inwestorów oraz mechanizmy, które dają możliwość ich efektywnego wyegzekwowania.

152 R. Rajan, L. Zingales, *Which Capitalism? Lessons from the East Asian Crisis*, „Journal of Applied Corporate Finance” 1998, No 11, ss. 40–48.

153 R. Levine, *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*, „Journal of Economic Literature” 1997, No 35, ss. 688–726.

154 R. C. Merton, Z. Bodie, *A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment, The Global Financial System: A Functional Perspective*, Harvard Business School Press, Boston 1995, s. 3–32.

155 Por. R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny, *Law and finance...*, ss. 1445–1465, oraz iidem, *Investor Protection and Corporate Governance*, „Journal of Financial Economics” 2000, No 58, ss. 3–27.

Patrząc z tej perspektywy, autorzy badań wysuwają tezę mówiącą, że jakość świadczonych usług finansowych jest zdeterminowana przez regulacje prawne. Dobrze funkcjonujące otoczenie prawne, ułatwiając i czuwając nad zawieranymi transakcjami na rynku finansowym, wspiera rozwój gospodarczy kraju. Stabilność i jakość systemu prawnego, stanowiące o jego sile, okazują się bardziej użyteczne w stymulowaniu rozwoju gospodarczego niż badanie zależności rozwoju gospodarczego od przyjętego kryterium podziału modeli systemów finansowych. Według autorów odmienności w systemach prawnych poszczególnych krajów wyjaśniają zatem różnice w poziomie rozwoju funkcjonujących systemów finansowych.

Badania R. Levine¹⁵⁶ zdają się potwierdzać spostrzeżenia wyżej wymienionych autorów. Za takim stanowiskiem dodatkowo przemawia fakt braku empirycznego uzasadnienia tego, który z dwóch dominujących systemów ma większy wpływ na rozwój gospodarczy danego kraju. Istotne jest, że R. Levine oparła swoje badania na analizie sytuacji w 48 krajach, co oznacza próbę reprezentatywną dla badanego zjawiska. Wysunięta przez nią hipoteza znalazła potwierdzenie w wynikach empirycznych. Głosi ona, że ewolucje systemów prawnych poszczególnych państw implikują zmiany w rozwoju ich systemów finansowych (*financial development*), natomiast te mają wpływ na rozwój gospodarczy krajów. Interesująca jest uwaga autorki uwypuklająca pewien element badanego *financial development*. Definiuje ona ten składnik jako silne powiązanie wzrostu gospodarczego z przysługującymi inwestorom prawami wynikającymi z zawartych umów oraz skutecznością ich egzekwowania.

Systemy prawne w wielu państwach rozwijających się funkcjonują słabo, ograniczając rozwój finansowy i rozwój gospodarczy. Na przykład problem negatywnej selekcji uwidacznia się, gdy pożyczkodawcy nie są w stanie odróżnić dobrych kredytów od złych, jeżeli informacje na temat projektów nie są osiągalne. Zdolność pożyczkobiorców do redukcji ryzyka nadużycia jest w dużym stopniu ograniczona, w wyniku czego spada skłonność do udzielania pożyczek. Efektem takich działań jest niższa niż teoretycznie możliwa liczba podejmowanych inwestycji produkcyjnych, co z kolei wpływa na niższą stopę wzrostu gospodarczego. Wiele państw rozwijających się ma nierozwinięty wystarczająco aparat regulacyjny, który wpływa ograniczająco na przekazywanie informacji na rynek. Regulacje rządowe mogą wpłynąć na zwiększenie zasobu informacji dostępnych na rynkach finansowych, w wyniku czego może poprawić się efektywność ich funkcjonowania.

156 R. Levine, *Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?*, National Bureau of Economic Research, Working Paper, No 9138, September 2002.

Finansowanie deficytów budżetowych dotyczy zarówno krajów rozwijających się, jak i rozwiniętych. Według prognoz Międzynarodowego Funduszu Walutowego na lata 2005 i 2006 deficyty budżetowe państw rozwiniętych będą finansowane kapitałem, który odpłynie z krajów rozwijających się. Problem ten, zdaniem R. G. Rajana, okazać się może dużo poważniejszy. Według niego kraje bogate powinny więcej oszczędzać i dążyć do uzyskania bieżących nadwyżek budżetowych, kraje zaś rozwijające się podejmować się efektywnych inwestycji i z tego względu dopuszczać do bieżących deficytów budżetowych. Poniżej, w tabeli 3.9, przedstawiono zrealizowane przyrosty PKB w wybranych krajach oraz projekcje na lata 2005–2006.

Tabela 3.9
Wzrost deficytu budżetowego dla wybranych krajów

Wyszczególnienie	2003	2004	2005*	2006*
Grupa krajów**	-1,6	-1,7	-1,9	-1,8
USA	-4,8	-5,7	-5,8	-5,7
Strefa Euro	0,3	0,6	0,4	0,4
Japonia	3,2	3,7	3,3	3,5
Wielka Brytania	-1,7	-2,2	-2,3	-2,4
Kanada	2,0	2,6	2,6	2,5
Nowo uprzemysłowione kraje Azji	7,4	7,1	6,8	6,2
Korea	2,0	3,9	3,6	2,9
Tajwan	10,2	6,2	6,6	5,9
Hong Kong	10,3	9,6	9,4	9,3
Singapur	29,2	26,1	23,4	22,9

Uwaga: * prognozy, ** Kanada, Francja, Niemcy, Włochy, Japonia, USA, Wielka Brytania.

Źródło: dane IMF, World Economic Outlook, April 2005.

Jak wynika z danych zawartych w tabeli brak równowagi globalnego rozwoju wynikał z niewłaściwej realokacji kapitału z krajów rozwijających się do krajów rozwiniętych. Taki kierunek przepływu środków finansowych (szczególnie finansowanie deficytu budżetowego Stanów Zjednoczonych) może okazać się w dłuższym okresie szkodliwy dla rynków finansowych, ponieważ nie podąża tam, gdzie jest niezbędny, choćby ze względu na aspekt demograficzny. Dlatego też polityka gospodarcza¹⁵⁷

157 W książce pod pojęciem polityki gospodarczej rozumie się całokształt sposobów i środków oddziaływania państwa na tempo, strukturę i kierunki rozwoju gospodarki według kryterium celów na podstawie uwarunkowań wewnętrznych, jak i międzynarodowych oraz wiedzy na temat możliwych do zastosowania dla osią-

rządów wielu państw powinna aktywnie uczestniczyć w usuwaniu barier i wypracowywaniu lepszych rozwiązań, np. regulacyjnych, w celu lepszej realokacji kapitału.

Podsumowanie

Badania nad statystyczną relacją pomiędzy rozwojem finansowym a wzrostem gospodarczym wskazują na istnienie związku przyczynowo-skutkowego przebiegającego w kierunku **rozwój finansowy** \Rightarrow **rozwój gospodarczy**. Interesujące jest zatem przeprowadzenie w dalszej części opracowania badania wykazującego, czy istnieje zależność odwrotna polegająca na tym, że wzrost gospodarczy kreuje popyt na usługi finansowe, stymulując w ten sposób rozwój sektora finansowego.

Badania A. Demirguc-Kunt i R. Levine¹⁵⁸ pokazują, że banki są większe, bardziej aktywne i bardziej efektywne w krajach bogatych. R. G. King oraz R. Levine (1993) stwierdzają z kolei istotny wpływ zmiennych finansowych na rozwój gospodarczy, co pozwala wnioskować, że istnieją przyczynowo-skutkowe zależności pomiędzy rozwojem finansowym a rozwojem gospodarczym. Jednakże istnieją zmienne takie, jak np. postęp technologiczny, który w funkcji regresji wzrostu gospodarczego jest ujmowany z opóźnieniem i bez konieczności wskazywania zależności (która *a priori* jest przyjęta jako oczywista) przyczynowo-skutkowych¹⁵⁹.

Autorzy B. Hobijn i B. Jovanovic¹⁶⁰ opisują dynamiczny wzrost cen na rynku giełdowym w Stanach Zjednoczonych w latach 70. ubiegłego wieku, jako przewodni czynnik zmian technologicznych zainicjowanych przez rewolucję IT, której skutki odczuwalne były dopiero w późnych latach 90. wieku XX. K. B. Luintel i M. Khan¹⁶¹ prezentują badania współzależne, skierowane na analizę przyczynowo-skutkową pomiędzy rozwojem finansowym a rozwojem gospodarczym na próbie dziesięciu

gnięcia tych celów określonych środków i mechanizmów ekonomicznych. Por. K. Czerkas, *Bankowość inwestycyjna w systemie finansowym...*, s. 59–60.

158 A. Demirguc-Kunt, R. Levine, *Bank-Based and Market-Based Financial Systems...*

159 Jest to przedmiotem publikacji R. G. Rajana i L. Zingalesa, *Financial Dependence...*

160 B. Hobijn, B. Jovanovic, *The Information Technology Revolution and the Stock Market: Evidence*, Mimeo, New York University, New York, April 2000.

161 K. B. Luintel, M. Khan, *A Quantitative Reassessment of the Finance-Growth Nexus: Evidence from a Multivariate VAR*, „Journal of Development Economics” 1999, vol. 60, ss. 381–405.

rozwiniętych krajów. J. Z. Shan¹⁶² potwierdza takie wzajemne dwukierunkowe zależności, poddając dziewięć krajów OECD analizie empirycznej, z której jednakże wynika, że zależność jednokierunkowa przyczynowo-skutkowa rozwój finansowy \Rightarrow rozwój gospodarczy nie jest istotna statystycznie na poziomie danych zagregowanych.

Rządy w krajach rozwijających się często decydowały się na wykorzystanie systemów finansowych do bezpośredniego kredytowania działalności własnej lub preferowanych sektorów gospodarki, ustalając dla określonych rodzajów kredytów odsetki na sztucznie zaniżonym pułapie, tworząc tzw. instytucje rozwoju finansowego, powołane do udzielania specyficznych pożyczek, lub nakazując już istniejącym instytucjom finansowanie wskazanych przedsięwzięć¹⁶³. Motywacje rządów, które nie muszą osiągać zysków, w zakresie poszukiwania rozwiązań problemu negatywnej selekcji i ryzyka nadużycia, a także udzielania pożyczek na najbardziej produktywne inwestycje, różnią się od motywacji podmiotów prywatnych. Dzięki rządowym programom kredytowym kapitały przekazywane są często do sektorów wymagających inwestycji, jednakże nie zawsze do tych, które wspomagają szybki rozwój gospodarczy. Prawdopodobnym skutkiem takich działań może okazać się spadek efektywności inwestycji oraz niższy niż zakładano wzrost gospodarczy.

162 J. Z. Shan, *Financial Development and Economic Growth: an Egg and Chicken Problem?*, „Review of International Economics” 2001, vol. 9, No 3, ss. 443–454.

163 F. S. Mishkin, *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.

Rozdział 4

Kapitał finansowy w Polsce w procesie integracji z Unią Europejską

4.1. Ewolucja systemu finansowego w Polsce

Jednym z fundamentalnych celów zmian strukturalnych gospodarki polskiej lat 90. ubiegłego wieku było przystąpienie Polski do struktur Unii Europejskiej. Z perspektywy jednego roku funkcjonowania gospodarki polskiej w strukturach unijnej gospodarki można stwierdzić, że wyniki gospodarcze kraju będą w dużej mierze pochodną siły i konkurencyjności całego sektora finansowego – zarówno sektora bankowego, jak i rynku kapitałowego.

W niniejszym opracowaniu wielokrotnie odwoływano się do założeń strategii lizbońskiej. Jednym z najistotniejszych środków osiągnięcia celów nakreślonych w tej strategii ma być rozwój rynków kapitałowych. Istnieje wiele głosów¹ przeciwnych czy sceptycznie² odnoszących się do zapisów strategii. Rynek kapitałowy jest jednym, obok banków, z podstawowych segmentów rynku finansowego. Nie powinno się zatem kwestionować poglądu (taką opinię reprezentuje autorka), że dzięki rozwojowi

1 Zdaniem J. Szomburga, prezesa IBnGR „lepiej, że w ogóle strategia jest, niż gdyby jej nie było. Umacnia ona bowiem, a nie osłabia, integrację europejską. I to w czasie, gdy podlega ona zakłóceniom wynikającym z nasilenia nastrojów nacjonalistycznych, czyli wówczas, gdy każdy czynnik wzmacniający Unię jest szczególnie cenny. [...] Deprecjonowanie strategii jest ponadto błędem taktycznym. [...] W długofalowej perspektywie powinno nam zależeć na reformie [...] systemów instytucjonalnych. A w tym strategia lizbońska może być tylko pomocą, a nie przeszkodą”.

2 Podobne poglądy wyznawał Guy Verhofstadt, premier Belgii, twierdząc, że z uwagi na to, iż problemy w każdym z krajów są odmienne, a stosowana obecnie otwarta metoda koordynacji jest pozbawiona czynnika przymusu zdecydowanie lepiej jest rozwiązywać je na poziomie narodowym niż w ramach całej Wspólnoty. Proponował wprowadzenie „pięcioboju dla Europy”, który według niego otwierał jedyną możliwość uczynienia z gospodarki europejskiej najbogatszej gospodarki światowej do roku 2010, przy zachowaniu jej modelu socjalnego.

rynków kapitałowych, charakteryzujących się efektywniejszą mobilizacją i alokacją kapitału, wzrostem wolumenu instrumentów finansowych czy też wzrostem obrotów i płynności na giełdach, nastąpi bardziej dynamiczny rozwój unijnej gospodarki. Rynek finansowy, z jego efektywnie funkcjonującymi instytucjami, regulacjami oraz dużym potencjałem dla wprowadzanych innowacji, stanowi „siłę napędową”, której moc działania zależy będzie od wdrażania i implementacji rozwiązań służących jej ciągłemu „napędzaniu”.

W tym rozdziale dokonano oceny stopnia rozwoju bankowości komercyjnej oraz rynku kapitałowego w Polsce poprzez pryzmat funkcji, jakie powinien spełniać rynek kapitałowy w gospodarce rynkowej. Dokonano także próby oceny korzyści oraz wskazania argumentów przemawiających przeciw rozwojowi rynku kapitałowego. Można *a priori* przyjąć, że rynek kapitałowy w Polsce wypełnia swoje podstawowe funkcje, które stanowią o istocie jego funkcjonowania w gospodarce rynkowej, dzięki czemu wspiera rozwój gospodarczy kraju. Drugie stwierdzenie, będące przedmiotem dalszych rozważań i badań, zakłada zatem, że dalszy rozwój rynku kapitałowego w Polsce, a także odpowiednie wypełnianie przez niego funkcji, zdeterminowane jest przede wszystkim intensywniejszym rozwojem usług bankowości inwestycyjnej w kraju.

Przedmiotem dalszej analizy jest rozwój giełdy. Badanie prowadzone będzie poprzez prezentację wybranych danych statystycznych, dla której tło stanowi zarys rozwoju gospodarczego w Polsce oraz procesy integracyjne zachodzące w ramach europejskich rynków kapitałowych, a w szczególności w zakresie najnowszych zmian legislacyjnych dotyczących rynków kapitałowych.

4.1.1. Polska bankowość do roku 1989

Polska bankowość korzeniami sięga średniowiecza, kiedy powstały w Krakowie pierwsze domy bankowe. W Warszawie domy takie nabrały znaczenia w wieku XVIII. Przyjmowały depozyty przede wszystkim od większych właścicieli ziemskich i udzielały im pożyczek hipotecznych. Domy bankowe udzielały pożyczek także królom polskim i miastom oraz pośredniczyły w zaciąganiu pożyczek w bankach petersburskich i wiedeńskich³. Pomimo utraty przez Polskę suwerenności w wyniku rozbiorów, gospodarka rozwijała się i to skłaniało do zakładania banków. W roku 1828 powstał Bank Polski, pełniący funkcje banku emisyjnego.

3 Z. Krzyżkiewicz, *Tradycje i ewolucja polskiej bankowości*, [w:] *Współczesny bank*, red. W. L. Jaworski, Poltext, Warszawa 2001.

W roku 1870 założono Bank Handlowy w Warszawie, najstarszy bank polski, przez wiele lat największy bank prywatny, który odegrał zasadniczą rolę w przekształceniach gospodarczych na ziemiach polskich⁴.

Po zakończeniu I wojny światowej jako pierwsze banki powstały w roku 1919 Poczta Kasa Oszczędności i Polski Państwowy Bank Rolny. Dekretem Naczelnika Państwa Józefa Piłsudskiego powołano nową instytucję oszczędnościową – PKO. W tym czasie gromadzenie oszczędności przez ludność decydowało o rozwoju gospodarczym państwa⁵. PKO lokowała zgromadzone oszczędności ludności w państwowych papierach wartościowych. W okresie dwudziestolecia międzywojennego powstało wiele nowych spółdzielni kredytowych oraz kas bezprocentowych pożyczek. W latach 1949–1953 zmieniono strukturę bankowości pod kątem przystosowania jej, jak wówczas mówiono, do nowych form ustroju społeczno-politycznego i związanego z nim planowania gospodarczego. Reforma bankowa doprowadziła do ostatecznej likwidacji przedwojennych banków i zastąpienia ich kilkoma wielkimi bankami państwowymi⁶.

W roku 1982 nakreślono główne kierunki przyszłej reformy gospodarczej, położono przy tym ogromny nacisk na rolę banków, które w zamyśle miały podporządkować zasady działania wszystkim wymogom ekonomicznym. Uznano, że system bankowy należy elastycznie dostosowywać do przekształcających się struktur życia gospodarczego. Reforma gospodarcza zakładała zastąpienie centralnego zarządzania metodami parametrycznymi, przy wykorzystaniu takich instrumentów, jak ceny, kursy i procent. Ważnym instrumentem oddziaływania banków, zastępującym ograniczaną w ramach reformy kontrolę bankową, miała być stopa procentowa. Ogólne założenia systemu gospodarczego oraz słabe działanie mechanizmów rynkowych nie sprzyjały skutecznemu wykorzystaniu tego instrumentu. Prawo bankowe z roku 1982 stworzyło formalne podstawy do organizowania nowych banków o różnej formie własności i różnych specjalnościach. Powstały takie banki, jak Bank Rozwoju Eksportu SA w Warszawie oraz Łódzki Bank Rozwoju SA. Zdecydowana większość uspołecznionych przedsiębiorstw posiadała nadal rachunki bankowe w NBP i tam korzystała z kredytu⁷.

Zmiany w organizacji systemu bankowego wynikające z wprowadzenia w Polsce gospodarki rynkowej w roku 1989 musiały zostać połączone z radykalną i przełomową reformą sposobu prowadzenia polityki pieniężno-kredytowej przez ogniwa systemu bankowego.

4 *Ibidem*, s. 25–28.

5 *Ibidem*, s. 29.

6 *Ibidem*, s. 33–42.

7 *Ibidem*, s. 47.

Ukształtowana w poprzednich latach struktura bankowości w Polsce zaczęła przystosowywać się do zasad i mechanizmów funkcjonowania gospodarki rynkowej⁸.

4.1.2. Struktura aktywów finansowych w Polsce

Klasycznym modelem systemu bankowego w gospodarce rynkowej jest tzw. dwuszczeblowy system bankowy: bank centralny, pełniący funkcje banku państwa, banku emisyjnego i banku banków oraz banki komercyjne, świadczące usługi finansowe, których zakres określony jest przez specyfikę ich działalności i znajduje wyraz w ustaleniach statutowych⁹.

Struktura instytucjonalna polskiego systemu finansowego charakteryzuje się silną przewagą sektora bankowego nad pozostałymi jego częściami. Zaznaczone jest to w tabeli 4.1.

Tabela 4.1

Aktywa instytucji finansowych w Polsce (w mld zł)

Wyszczególnienie	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Banki komercyjne i spółdzielcze	197,1	247,7	318,7	363,4	428,4	469,7	466,5	489,3
Spółdzielcze Kasy Oszczędnościowo-Kredytowe	0,2	0,4	0,6	0,9	1,2	1,8	2,5	3,4
Zakłady ubezpieczeń	8,1	13,2	20,7	28,9	37,9	48	57,5	65,7
Fundusze inwestycyjne	1,4	1,9	1,8	3,1	9,5	12,1	22,8	33,1
Otwarte fundusze emerytalne	0,0	0,0	0,0	2,3	9,9	19,4	31,6	44,8
Domy maklerskie	1,8	3,0	3,2	3,6	3,9	2,9	2,8	3,7

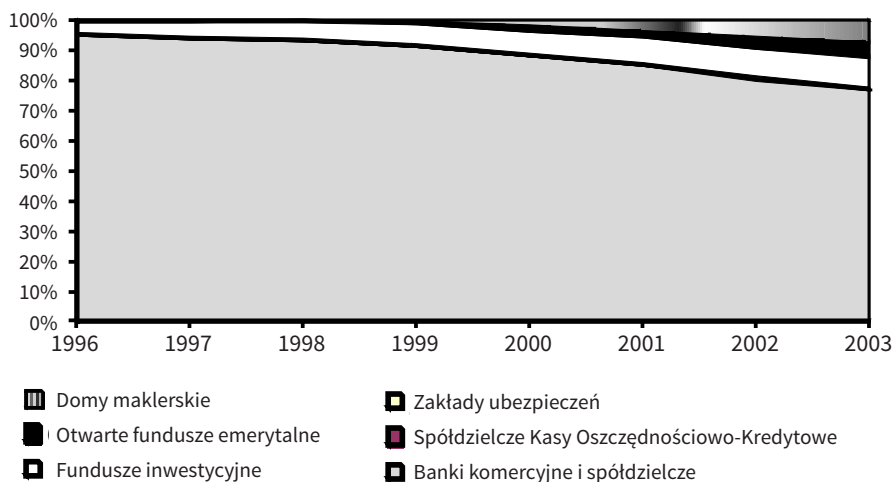
Źródło: dane NBP, KNF.

Na podstawie danych zawartych w tabeli można wywnioskować, że od połowy lat 90. wieku XX w Polsce notowany jest wyraźny wzrost aktywów niebankowych instytucji finansowych. W latach 1996–2003 wszystkie te instytucje zwiększyły znacznie swoje aktywa. Bardzo dynamiczny wzrost aktywów zanotowały fundusze inwestycyjne, emerytalne oraz zakłady ubezpieczeń. Prowadzące działalność w okresie 1996–2003 domy maklerskie, z którymi wiązano nadzieje na rozwój usług bankowości

⁸ W. L. Jaworski, *System bankowy w Polsce*, [w:] *Współczesny bank...*

⁹ B. Pietrzak, *System bankowy*, [w:] *System finansowy w Polsce*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003.

inwestycyjnej, nie spełniły jak dotychczas pokładanych w nich nadziei. Bankowość inwestycyjna w polskim systemie bankowym rozwijała się głównie poprzez departamenty bankowości inwestycyjnej lub korporacyjnej w bankach komercyjnych. Poniższy wykres (4.1) prezentuje zmiany w strukturze aktywów sektora finansowego w Polsce.



Wykres 4.1. Struktura aktywów systemu finansowego w Polsce

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP i KNF

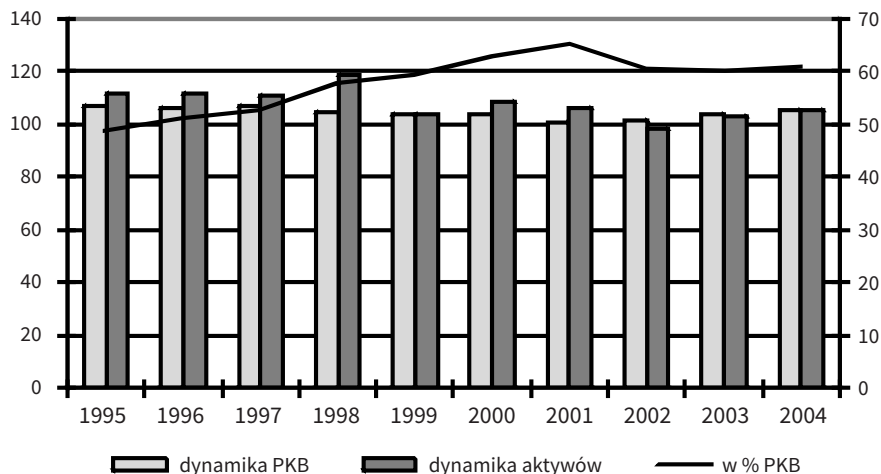
Na wykresie 4.1 zauważyć można, że systematycznie zmniejsza się udział aktywów sektora bankowego w aktywach polskiego systemu finansowego ogółem i w roku 2003 wynosił on nieco ponad 76%, podczas gdy w roku 1996 sięgał 94%.

Alternatywną formą gromadzenia oszczędności w stosunku do depozytów bankowych są fundusze inwestycyjne. W początkowym okresie transformacji polskiej gospodarki czynnikiem ograniczającym rozwój sektora funduszy inwestycyjnych był brak odpowiednich regulacji prawnych. Dopiero ustawa o funduszach inwestycyjnych z roku 1997 przyniosła istotne zmiany w funkcjonowaniu tego segmentu rynku finansowego¹⁰. Nastąpił wzrost liczby funduszy, a także ich aktywów.

Reforma systemu ubezpieczeń przeprowadzona w roku 1999 również przyczyniła się do zmian w strukturze oszczędzania ludności.

¹⁰ *Rozwój systemu finansowego w Polsce w latach 2002–2003*, NBP, Warszawa, grudzień 2004.

Warto w tym miejscu zwrócić uwagę na zmiany zachodzące w dochodzie narodowym oraz w aktywach sektora bankowego (wykres 4.2).



Wykres 4.2. PKB i aktywa sektora bankowego (dynamika realna, rok poprzedni = 100)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP i GUS

Z wykresu wynika, że do roku 2001 występował dynamiczny wzrost aktywów sektora bankowego w stosunku do PKB (około 65%). Od roku 2002 rocznie udział aktywów sektora bankowego wynosi średnio około 60%. Analizując proces zmniejszającego się udziału sektora bankowego w PKB można stwierdzić, że jego znaczenie w finansowaniu przedsiębiorstw i rozwoju gospodarczym spada. Nabierają z kolei większej wagi usługi bankowości inwestycyjnej. Rośnie udział alternatywnych form finansowania przedsięwzięć inwestycyjnych, których rola wzrasta w gospodarce (nie tylko polskiej).

Analizując rozwój systemu finansowego w Polsce warto przyjrzeć się danym ilustrującym liczbę instytucji finansowych (tabela 4.2).

Na podstawie danych ujętych w tabeli 4.2 zauważyć można pewną ogólną zależność, mianowicie we wszystkich kategoriach instytucji finansowych rocznie spada ich ogólna liczba z wyjątkiem firm ubezpieczeniowych, których liczba systematycznie wzrasta.

Wprawdzie liczba towarzystw funduszy inwestycyjnych spada, ale liczba funduszy inwestycyjnych oraz gromadzone przez nie aktywa dynamicznie wzrastają. Podobnie rzecz się ma z aktywami funduszy emerytalnych oraz ich konsolidacją wynikającą z dążenia do osiągnięcia ekonomii skali.

Tabela 4.2
Liczba instytucji finansowych w Polsce

Wyszczególnienie	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Banki komercyjne i spółdzielcze	1 475	1 378	1 272	858	754	713	667	660
Spółdzielcze Kasy Oszczędnościowo-Kredytowe	168	198	220	228	146	144	120	109
Zakłady ubezpieczeń	41	50	54	58	66	72	74	78
Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych	5	10	14	15	21	17	19	16
Powszechne Towarzystwa Funduszy Emerytalnych	0	0	0	21	21	17	16	16
Domy maklerskie	50	47	46	48	49	42	38	36

Źródło: dane NBP, KNF.

Jeżeli porównamy udział depozytów bankowych w oszczędnościach ogółem, to zmniejsza się on (o czym pisano), a rośnie udział oszczędności gromadzonych w funduszach inwestycyjnych i emerytalnych w oszczędnościach ogółem (można to zauważyć korzystając z danych z ostatnich 4–5 lat).

W rozwiniętych gospodarkach rynkowych banki pełnią różnego rodzaju funkcje na rynku kapitałowym. W kraju takim jak Polska, o dominującym sektorze bankowym, rozwój bankowości inwestycyjnej następuje głównie poprzez banki depozytowo-kredytowe. Jedną z przyczyn realizacji zadań systemu finansowego w gospodarce rynkowej przez banki uniwersalne były:

- infrastruktura instytucjonalna,
- infrastruktura prawna,
- kultura i tradycje oraz edukacja,
- kadry przystosowane do realizacji zadań systemu finansowego jeszcze z okresu gospodarki nakazowo-rozdzielczej.

W polskiej gospodarce przechodzącej transformację ustrojową banki uniwersalne wyraźnie zaznaczyły swój udział w rozwoju gospodarczym, jako¹¹:

- emitenci papierów wartościowych,
- instytucje plasujące emisje na rynku,
- inwestujący w papiery wartościowe,
- maklerzy papierów wartościowych,
- kredytodawcy na rynku finansowym oraz instytucje na rynku fuzji i przejęć.

11 M. Dusza, *Rynki finansowe: banki komercyjne a polski rynek kapitałowy*, „Materiały i Studia” [NBP, Warszawa], maj 1994, z. 43, s. 20.

Banki na początku lat 90. wieku XX dokonywały i w dalszym ciągu będą dokonywać w najbliższych latach emisji akcji ze względu na prywatyzację banków państwowych drogą kapitałową¹² czy chęć wzmocnienia swojej pozycji poprzez wzrost kapitałów własnych banków. W tabeli 4.3 przedstawiono wartości wyemitowanych własnych papierów wartościowych oraz ich zmiany.

Tabela 4.3

Aktywa sektora bankowego, papiery wartościowe oraz własne emisje papierów wartościowych (w mln zł)

Rok	Aktywa sektora bankowego (banki komercyjne i banki spółdzielcze)	Papiery wartościowe	Własne emisje papierów wartościowych
1996	197 215,2	61 943,6	1 156,2
1997	247 668,9	65 793,0	2 608,8
1998	318 726,8	85 791,0	1 665,2
1999	363 427,4	86 514,8	1 284,0
2000	428 486,3	94 959,7	2 081,5
2001	469 701,5	95 799,7	2 762,3
2002	466 520,2	105 290,4	3 793,0
2003	488 961,6	113 524,7	5 237,1
2004	538 037,5	115 361,0	6 518,6

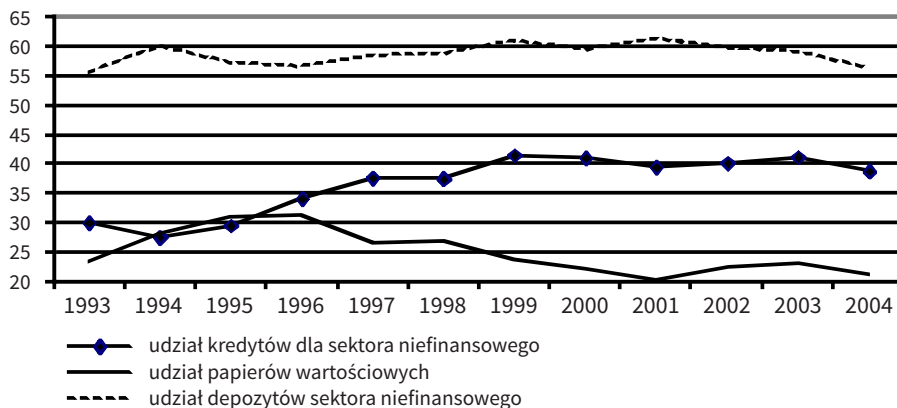
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP.

W obszarze underwritingu departamenty banków komercyjnych w Polsce stanowią nadal główny kanał dystrybucji papierów wartościowych¹³, chociaż ich rola w stosunku do całego sektora finansowego ulega stopniowemu osłabieniu.

W Polsce banki występują także jako inwestorzy w papiery wartościowe. Zauważyć można wzrost emisji własnych papierów wartościowych i udział papierów wartościowych w aktywach bankowych, jednak nie jest to wzrost proporcjonalny w stosunku do wzrostu aktywów. Poniżej, na wykresie 4.3, zaprezentowane są udziały procentowe kredytów i papierów wartościowych oraz depozytów w sumie bilansowej sektora bankowego w okresie 1993–2004.

12 Przykładowo Wielkopolski Bank Kredytowy, Bank Śląski czy Bank PKO BP.

13 Wydarzenia początku lat 90. wieku XX na rynku kapitałowym i związane z tym perturbacje na rynku finansowym opisane są szeroko w: M. Dusza, *Rynki finansowe...*, s. 21–32.

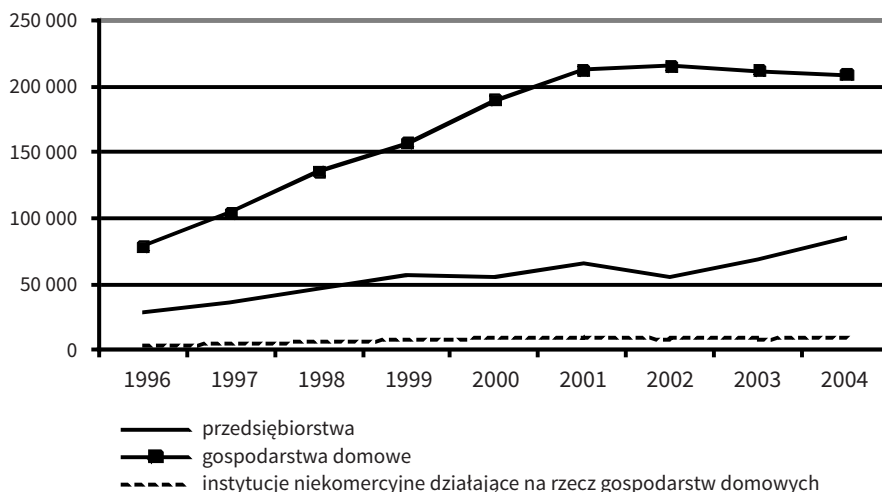


Wykres 4.3. Udział kredytów, papierów wartościowych oraz depozytów w sumie bilansowej sektora bankowego (w %)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP

dynamika PKB

W gospodarce takiej jak polska, przechodzącej okres transformacji ustrojowej, banki odgrywają nadal kluczową rolę w pośrednictwie finansowym. Wynika to m.in. ze zbyt krótkiego funkcjonowania rynków finansowych oraz stopniowego powstawania i rozwoju nowych instytucji i uczestników rynku, a także z faktu, że banki dominują w gromadzeniu środków pożyczkowych tudzież w finansowaniu przedsiębiorstw.

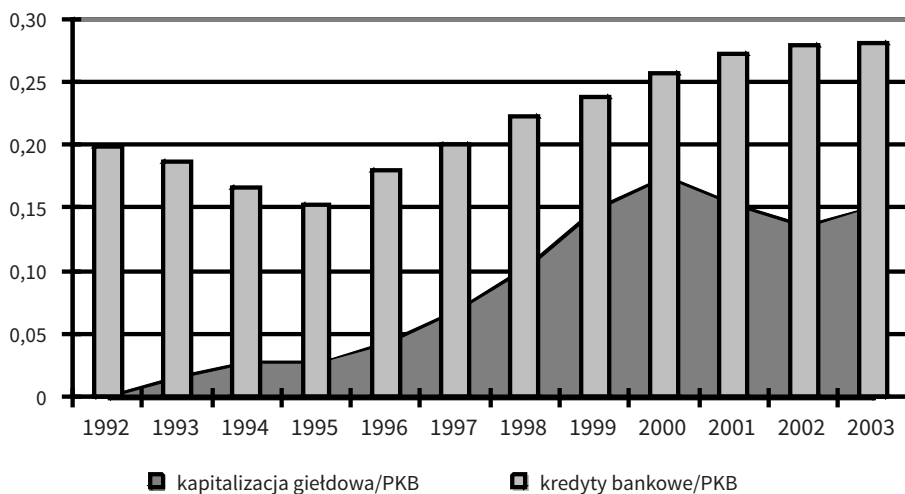


Wykres 4.4. Depozyty sektora niefinansowego (w mln zł)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP

Na wykresie 4.4 widoczna jest ogólna tendencja do wzrostu udziału oszczędności w gospodarce w postaci depozytów w latach 1991–2003. Jednakże od roku 2002 widać ogólną tendencję zmian zachowania się depozytów ogółem w gospodarce. Należy podkreślić przy tym, że w Polsce udział depozytów w PKB obniża się.

Tempo zmian akcji kredytowej banków komercyjnych w stosunku do PKB dla podmiotów niefinansowych uległo jedynie wyhamowaniu, co widoczne jest na wykresie 4.5. Warto zwrócić uwagę, że prawdopodobnie nie dotyczyło to w dużej mierze spółek notowanych na giełdzie, gdyż wartość kapitalizacji w stosunku do PKB zmniejszyła się. Oznaczać to może, że w wyniku osłabienia aktywności gospodarczej w Polsce banki komercyjne zaostrzyły swoją politykę kredytową w stosunku do wszystkich podmiotów gospodarujących, także notowanych na giełdzie papierów wartościowych.



Wykres 4.5. Kredyty bankowe/PKB oraz kapitalizacja giełdowa/PKB w Polsce w latach 1992–2003

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW oraz NBP

Pomimo stosunkowo niskiego udziału kredytów w PKB nadal są one podstawowym źródłem środków zewnętrznych dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych. Na koniec 2003 r. kredyty udzielone przez banki w Polsce stanowiły około 28% ich wartości ogółem i osiągnęły największy udział w PKB od początku transformacji gospodarki. Można na podstawie tego wykresu wysunąć tezę badawczą, która jest poddana w dalszej części opracowania weryfikacji, że system bankowy jest mniej wrażliwy

na gwałtowne zmiany koniunktury w odróżnieniu od giełdy, na której kapitalizacja silnie reaguje na cykliczne osłabienia dynamiki gospodarczej (przykładowo średnia kapitalizacja w stosunku do PKB wynosząca w roku 2000 około 17,6% na skutek dekoniunktury na światowym i krajowym rynku spadła do poziomu około 15,4% w 2001 i około 13,7% w 2002 r., by w roku 2003 w wyniku poprawy w gospodarce krajowej i zagranicznej powrócić do poziomu zbliżonego do tego sprzed dwóch lat (około 15,3%).

W pierwszym półroczu 2005 r. krajowe banki w ramach konsorcjów kredytowych pożyczły krajowym przedsiębiorstwom ponad 3 mld zł¹⁴. Banki uczestniczyły w 15 dużych konsorcjach, w których kwota kredytu przekraczała 100 mln zł. W tabeli poniżej (tab. 4.4) przedstawiono największe kredyty udzielone w pierwszych sześciu miesiącach 2005 r.

Tabela 4.4

Największe kredyty udzielone w ramach konsorcjum w pierwszej połowie 2005 r.

Lp.	Kredytobiorca	Kwota kredytu w mln (w przeliczeniu na PLN)	Waluta
1	TP SA	3 750,0	EUR/PLN
2	Kaufland Polska	652,8	EUR
3	PKP	543,4	EUR
4	PERN Przyjaźń	448,8	EUR
5	Lidl Polska	432,5	EUR
6	Rolimpex	410,0	PLN
7	Celsa Huta Ostrowiec	216,0	PLN
8	CMC Zawiercie	210,0	PLN
9	Hortex Holding	209,0	PLN
10	Aquanet	182,0	PLN

Źródło: W. Grzegorzczak, *Klienci rządzą rynkiem*, „Rzeczpospolita”, nr 174, z 27 lipca 2005 r.

W tabeli przywołano dziesięciu największych kredytobiorców z pierwszego półroczu 2005 r., z których największym jest Telekomunikacja Polska, która zaciągnęła kredyty w euro na 800 mln i w złotych na 390 mln. Największe zaangażowanie z tytułu udziału w kredytach konsorcjalnych

14 Różnica pomiędzy tą kwotą a łączną wartością kredytów to finansowanie z banków zagranicznych. Por. W. Grzegorzczak, *Klienci rządzą rynkiem*, „Rzeczpospolita”, nr 174, z 27 lipca 2005 r.

miały Bank BPH i Pekao SA, te dwa banki charakteryzowały się również największą aktywnością, uczestnicząc przy organizowaniu czterech kredytów. Trzykrotnymi organizatorami były Bank Handlowy i ABN Amro. W tabeli poniżej (tab. 4.5) przedstawiony jest udział banków w konsorcjach tworzonych w celu udzielenia kredytu.

Tabela 4.5

Udział banków w rynku kredytów konsorcjalnych (w mln zł) w pierwszej połowie roku 2005

Lp.	Bank	Liczba konsorcjów	Łączne zaangażowanie	Największe zaangażowanie w pojedynczej umowie	Kredyty organizowane
1	Bank BPH	4	514,9	199,4	4
2	Pekao SA	4	464,0	164,0	4
3	BNP Paribas	3	391,4	206,0	2
4	Bank Handlowy	3	385,0	202,5	3
5	Societe Generale Oddział w Polsce	1	210,0	210,0	1
6	ING BSK	1	195,0	195,0	1
7	PKO BP	3	171,2	63,2	3
8	Raffaelsen Bank	3	130,8	58,8	2
9	ABN Amro	3	105,0	105,0	3
10	Nordea Bank	1	95,1	95,1	0
11	Nord/LB	2	80,6	47,5	2
12	Kredyt Bank	2	72,0	36,0	1
13	BOŚ	1	57,0	57,0	1
14	BGK	2	55,0	29,1	0
15	BRE Bank	1	53,2	53,2	1
16	WestLB Bank	1	41,8	41,8	1
17	BGŻ	1	33,5	33,5	0
18	Deutsche Bank	1	0,0	0,0	1
	Razem		3 055,5		

Źródło: W. Grzegorzcyk, *Klienci rządzą rynkiem*, „Rzeczpospolita”, nr 174, z 27 lipca 2005 r.

Sytuacja na rynku pożyczek konsorcjalnych jest zbliżona do sytuacji z roku 2004. W całym roku 2004 zorganizowano około 25 dużych kredytów dla polskich firm o wartości ponad 10 mln zł, a krajowe ban-

ki pożyczki w ich ramach 7,7 mld zł. W 2003 r. przy 30 kredytach o łącznej wartości ponad 20 mld zł udział polskich banków wyniósł 11,3 mld zł¹⁵.

Według specjalistów zajmujących się organizowaniem konsorcjów kredytowych, „rynek zrobił się bardzo trudny”. Wynika to z wielu przyczyn, wśród których wymienia się przede wszystkim fakt, że poziom kapitałów własnych banków jest znacznie wyższy niż przed kilkanaście laty, co powoduje, że mogą one udzielać wyższych kredytów bez organizowania konsorcjów.

Zdaniem A. Kopyrskiego, dyrektora zarządzającego w Banku BPH, na rynku w coraz większym stopniu następuje odchodzenie od tradycyjnych kredytów konsorcjalnych na rzecz transakcji realizowanych od początku wspólnie przez kilka banków, tzw. *club deals*. Tendencja ta widoczna jest także w innych krajach Europy Środkowowschodniej. Przyczyny takiego stanu rzeczy upatruje się w dużej nadpłynności na rynku, z czego klienci banków doskonale zdają sobie sprawę i dlatego oferty banków stają się coraz bardziej konkurencyjne. Ze względu na systematyczne obniżanie się marż i prowizji na rynku kredytowym, najważniejsze – zdaniem dyrektora – jest utrzymywanie dobrych relacji z klientami.

W połowie 2005 r., stało się już wśród firm powszechną praktyką, że przedsiębiorstwo chcące zaciągnąć duży kredyt wysyła zapytania o finansowanie do kilkunastu banków. Następnie, na podstawie zebranych ofert, proponuje części z nich udział w konsorcjum, ale już na określonych przez siebie warunkach. W ten sposób powstają tzw. konsorcja klubowe, które oprocentowanie kredytów ustalają na podstawie stawek z rynku międzybankowego (WIBOR, LIBOR lub EURIBOR) powiększonych o marżę zysku. Interesujący jest fakt, że wiele przedsiębiorstw zaciągających kredyty przeznacza je na spłatę wcześniejszego zadłużenia. Wynika to z konkurencji na rynku bankowym oraz ogólnych tendencji do obniżania stóp procentowych przez banki centralne.

Pomimo dużej konkurencji na rynku bankowym, na wniosek Krajowej Spółdzielczej Kasy Oszczędnościowo-Kredytowej, Towarzystwa Ubezpieczeń Wzajemnych SKOK oraz Towarzystwa Ubezpieczeń SKOK Życie powstaje kolejny bank o nazwie Bank Oszczędnościowo-Kredytowy (BOK). Zdaniem K. Pietraszkiewicza, prezesa Związku Banków Polskich, jest miejsce dla nowego banku uniwersalnego, gdyż – jak twierdzi – „Polska to kraj nienasycony usługami finansowymi, dlatego wciąż jest przestrzeń na rynku dla rozwoju sektora bankowego”¹⁶.

¹⁵ *Ibidem*.

¹⁶ A. Myczkowska, *SKOK w BOK*, „Rzeczpospolita”, nr 176, z 29 lipca 2005 r.

4.1.3. Rozwój rynku kapitałowego w Polsce

Bankowość inwestycyjna odgrywa bardzo dużą rolę w procesie transformacji gospodarczej zachodzącej w Polsce. Jednakże sama reaktywacja instytucji giełdy w roku 1991 nie gwarantowała, że potencjał oferowanych na świecie usług bankowości inwestycyjnej zostanie także w Polsce wykorzystany. I po części tak się stało, z perspektywy piętnastoletniego okresu jej funkcjonowania można zaryzykować stwierdzenie, że nie można uznać rynku kapitałowego w Polsce za w pełni rozwinięty. Zmiany jakie na nim zaszły, i nadal zachodzą, w wyniku przemian dokonujących się na światowych rynkach finansowych wymuszają na krajowym rynku dostosowywanie poszczególnych ogniw systemu do rozwiązań międzynarodowych.

Rozpatrując różne ujęcia rynku kapitałowego przedstawione w rozdziale pierwszym opracowania, za W. Dębskim¹⁷ autorka przyjęła następującą definicję: przez rynek kapitałowy rozumie się ogół transakcji kupna-sprzedaży, których przedmiotem są instrumenty finansowe o okresie wykupu dłuższym od jednego roku. Kapitał uzyskany z tychże instrumentów może być przeznaczony na działalność rozwojową emitentów. Zatem można przyjąć, że istotą rynku kapitałowego jest długoterminowy kapitał pochodzący zarówno z rynku kredytowego (banki), jak i z rynku papierów wartościowych z przeznaczeniem na inwestycje przedsiębiorstw.

W zasadzie system bankowy spełnia funkcje bardzo zbliżone do funkcji rynku kapitałowego. Istnieją jednakże pewne cechy (opisane szczegółowo w rozdziale pierwszym), które pozwalają odróżnić system finansowy danego kraju od innego systemu finansowego, w którym dominuje rynek papierów wartościowych.

Jedną z funkcji rynku kapitałowego jest mobilizacja kapitału, a następnie jego alokacja. Rynek kapitałowy daje ujście nadwyżkom wolnych środków finansowych od podmiotów chcących oddać je do dyspozycji pośrednikom finansowym w zamian za odpowiednią stopę zwrotu oraz skierowanie środków finansowych do podmiotów zgłaszających na nie zapotrzebowanie¹⁸. Prekursorem aktywności w obszarze bankowości inwestycyjnej w Polsce był Polski Bank Rozwoju SA. To właśnie ten bank w pierwszym okresie transformacji pełnił wiele funkcji typowego banku inwestycyjnego. Jako pierwszy na polskim rynku dokonał plasowania

17 W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.

18 Zob. więcej w: W. Dębski, *Rynek kapitałowy jako potencjalny stymulator rozwoju ekonomicznego Polski*, „Ekonomista” 2003, nr 4 [KEYTEXT].

commercial papers oraz aktywnie uczestniczył w restrukturyzacji i wprowadzaniu do publicznego obrotu prywatyzowanych spółek.

Duże znaczenie dla ówczesnego kształtu polskiego rynku kapitałowego i dla jego kształtu w przyszłości ma geneza tego rynku, a więc uwarunkowania jego ustanowienia w roku 1991, które tworzą przesłanki jego wysokiej ekonomicznej użyteczności dla dalszego rozwoju polskiej gospodarki.

Tradycje polskiego rynku kapitałowego oraz bankowości inwestycyjnej praktycznie nie zdążyły się wytworzyć. Jest to wynikiem specyfiki i kształtu polskiego systemu finansowego funkcjonującego w latach powojennych. W tym czasie tworzyły się silne podwaliny bankowości inwestycyjnej w Europie i na kontynencie Ameryki Północnej. W latach po II wojnie światowej w Polsce panował ustrój, który uniemożliwiał funkcjonowanie giełdy papierów wartościowych, a co za tym idzie również rynku kapitałowego. Jego powolny rozwój, w formach początkowo bardzo odległych od funkcjonujących, rozpoczął się w okresie rysującej się odwilży po 1981 r. Pierwszym sygnałem było uchwalenie rozporządzenia RM z 22 listopada 1985 r. w sprawie emisji obligacji przez przedsiębiorstwa państwowe. Kolejnym krokiem było zastąpienie tego rozporządzenia ustawą z 27 września 1988 r. o obligacjach. Jednakże rzeczywisty rozwój rynku kapitałowego spowodowało dopiero sprzężenie rozwoju tego rynku z rozpoczęciem procesu prywatyzacji. Uchwalenie w dniu 13 lipca 1990 r. ustawy o prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych, która przewidywała jako jedną z dróg prywatyzacji tzw. prywatyzację kapitałową polegającą na sprzedaży akcji prywatyzowanych spółek w drodze publicznej oferty, dało początek tworzeniu regulacji rynku kapitałowego¹⁹. Koniecznych instrumentów prawnych do realizacji tej metody prywatyzacji dostarczyła ustawa z 22 marca 1991 r. *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych* wraz z aktami wykonawczymi do tej ustawy. Ze względu na odmienne zakresy regulacji ustawa ta w 1997 r. została „podzielona” na dwie odrębne, tj. ustawę z 21 sierpnia 1997 r. *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi* i ustawę z 28 sierpnia 1997 r. o funduszach inwestycyjnych. Najistotniejsze zmiany ustaw dokonane zostały w 2000 r., a ich podstawowym celem było dostosowanie polskiego prawa do prawa Unii Europejskiej²⁰. Dalszych zmian w tym zakresie dokonano w latach 2004–2005.

Można przyjąć, że rynek kapitałowy ma pozytywny wpływ na gospodarkę, dostarczając jej kapitału na przeprowadzenie przedsięwzięć inwestycyjnych, czyli na rozwój. Wzmagając konkurencję między nimi

19 A. Chtopecki, M. Dyl, *Prawo rynku kapitałowego*, C. H. Beck, Warszawa 2003.

20 *Ibidem*, s. 5.

powoduje, że realizowane są najbardziej efektywne przedsięwzięcia. Patrząc na zjawisko z drugiej strony, rozwój gospodarczy spowodować powinien wzrost zasobów oszczędności, które mogą trafić na rynek kapitałowy i w ten sposób zwiększać jego zasoby²¹. W sytuacji, gdy np. maleją depozyty firm, pojawia się przypuszczenie, że firmy podejmują inwestycje. Jednocześnie to sformułowanie uzasadnia fakt, że następuje wzrost oszczędności Polaków, będący efektem poprawy kondycji gospodarstw domowych, co można zaobserwować w tabeli 4.6.

Tabela 4.6

Wybrane pozycje z bilansu NBP dotyczące podaży pieniądza w Polsce (w mln zł)

Wyszczególnienie	Stan na 31.12.2004	Stan na 30.06.2005	Stan na 31.07.2005	Przyrost od 31.12.2004 do 31.03.2005 (w %)	
Depozyty, w tym m.in.:	315 737,9	325 278,3	324 235	2,7	-0,3
• gospodarstwa domowe	196 522,8	199 638,3	200 427,3	2,0	0,4
• niemonetarne instytucje finansowe	11 389,9	12 309,5	12 393,9	8,8	0,7
• przedsiębiorstwa	85 173	85 909	83 649,9	-1,8	-2,6
Aktywa zagraniczne netto	142 890	174 458,8	175 740,3	23,0	0,7
Aktywa krajowe netto	230 504,9	216 971,5	213 628,8	-7,3	-1,5
Należności, w tym m.in.:	266 145	281 956,1	283 255,6	6,4	0,5
• gospodarstwa domowe	115 003	125 650,4	128 684,5	11,9	2,4
• niemonetarne instytucje finansowe	10 740,5	12 161,7	11 995,5	11,7	-1,4
• przedsiębiorstwa	121 540,4	125 938,2	125 610,3	3,3	-0,3

Źródło: *Dobre wieści dla gospodarki*, „Rzeczpospolita”, nr 189, z 13–15 sierpnia 2005 r.; na podstawie danych NBP.

Przykładowo w tabeli 4.6 widać, że wartość kredytów dla przedsiębiorstw w lipcu 2005 r. spadła o 0,3%, ale zdaniem ekonomistów jest to w dużej mierze efekt umocnienia złotego w tym okresie. Spowodowało ono przeszacowanie w dół wartości kredytów walutowych. Takie kredyty stanowią około jednej trzeciej zobowiązań firm wobec banków. Pomimo to trudno jednoznacznie określić, czy jest to dobry sygnał dla

21 W. Dębski, *Rynek kapitałowy...*, s. 511.

długotrwałego wzrostu gospodarczego²². Dodatkowym argumentem przemawiającym za tym jest także fakt, że spada wartość depozytów bankowych przedsiębiorstw. O ile w pierwszym półroczu analogiczna pozycja w bilansie firm notowała wzrost, o tyle w stosunku do końca poprzedniego roku (2004) widoczny jest systematyczny spadek (odpowiednio przyrosty od 31 grudnia 2004 r. minus 1,8 i od 31 marca 2005 r. minus 2,6). W tym samym okresie gospodarstwa domowe zwiększyły swoje oszczędności (odpowiednio dwuprocentowy przyrost do 31 grudnia 2004 r., oraz 0,4% do 31 marca 2005 r.). Zbyt pośpieszne mogłoby się okazać ocenienie tej sytuacji jako trwałego ożywienia w inwestycjach. Warto zwrócić uwagę na fakt, że spora część środków najprawdopodobniej została przeznaczona na wypłatę dywidend dla akcjonariuszy firm.

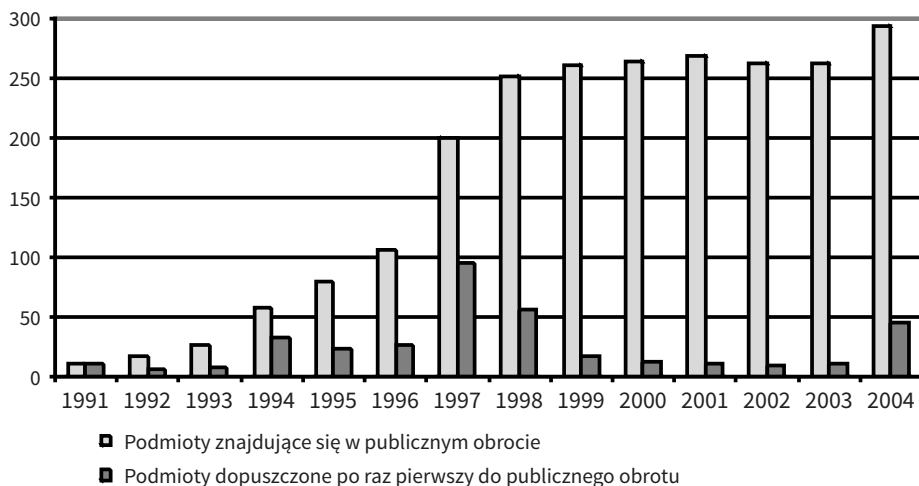
Jak widać z powyższej analizy, rozwój gospodarczy uwarunkowany jest przede wszystkim rozwojem przedsiębiorstw, które bez dostępu do kapitału oraz perspektyw na dobrą makroekonomiczną koniunkturę nie mogą realizować swoich planów inwestycyjnych. Źródłem pozyskania kapitału są dla firm albo instytucje finansowe (głównie banki), albo rynek kapitałowy. Decydujące znaczenie ma w tym względzie koszt kapitału, który jest ustalany na obu segmentach rynku finansowego. W bankach wysokość stóp procentowych determinują decyzje Rady Polityki Pieniężnej, która jest organem ustalającym wysokość podstawowych stóp procentowych. Na rynku kapitałowym, co powoduje jego przewagę nad bankami, rynek determinuje koszt pozyskania kapitału. Efektywnie funkcjonujący rynek kapitałowy może w związku z tym stanowić konkurencyjne wobec systemu bankowego źródło kapitału dla firm.

Aby rynek kapitałowy mógł spełniać efektywnie funkcje mu przypisane, sam powinien się rozwijać²³. Zaznaczano w pierwszym rozdziale, że usługi bankowości inwestycyjnej świadczone są na rynku papierów wartościowych. Ponieważ rynek kapitałowy jest jednym z podstawowych segmentów rynku papierów wartościowych, to także rozwój bankowości inwestycyjnej jest rozpatrywany z punktu widzenia rozwoju tego rynku oraz pełnionych przez niego funkcji. Stopień rozwoju rynku kapitałowego można oceniać z punktu widzenia różnych kryteriów. Jednym z nich jest kryterium efektywnego pełnienia funkcji przez giełdę i poprzez pryzmat tego kryterium została podjęta próba oceny stopnia rozwoju polskiego rynku kapitałowego. Dlatego przy dokonywaniu analizy stanu i perspektyw rozwoju tego rynku, ocena dotyczyć będzie pośrednio rozwoju bankowości inwestycyjnej w Polsce.

22 *Dobre wieści dla gospodarki*, „Rzeczpospolita”, nr 189, z 13–15 sierpnia 2005 r.

23 *Ibidem*, s. 515.

Na początku lat 90. wieku XX na polskim rynku kapitałowym zachodziły dynamiczne zmiany zarówno o charakterze ilościowym, jak i jakościowym. W obszarze pierwszej z wymienionych kategorii na wykresie poniżej zauważyć można, że do roku 1998 występowało zjawisko gwałtownego wzrostu liczby podmiotów notowanych w publicznym obrocie.



Wykres 4.6. Liczba podmiotów w publicznym obrocie

Źródło: dane KNF

Od roku 1999 do 2003 można zauważyć ilościowy kryzys przejawiający się zahamowaniem dynamiki ofert publicznych spółek na giełdzie. Przyczyn upatrywać można z jednej strony w zmniejszającym się tempie prywatyzacji poprzez rynek publiczny, z drugiej w braku dopływu nowych spółek. Dodatkowo istotny jest fakt wycofywania spółek z obrotu w rezultacie niekorzystnej koniunktury oraz słabnące zainteresowanie zarówno ze strony emitentów, jak i inwestorów (z liczby 269 w roku 2001 liczba spółek spadła do 263 w końcu roku 2003).

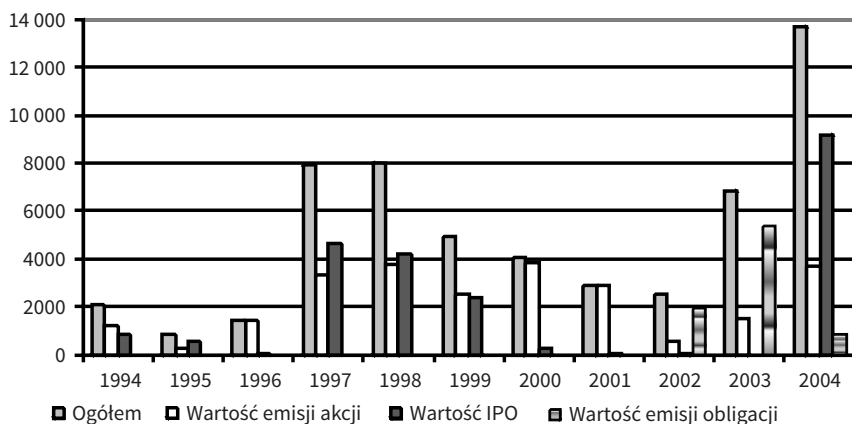
Mówiąc o intensywności rozwoju rynku kapitałowego w Polsce, należy wziąć pod uwagę gwałtowne zmiany trendów tego rozwoju związane z wewnętrznymi czynnikami ekonomicznymi (np. intensywnością działań prywatyzacyjnych), jak też z regionalnymi i globalnymi czynnikami, takimi jak np. kryzys rosyjski czy nastroje inwestycyjne na światowych rynkach kapitałowych. Wyrażna korelacja ogólnych zachowań polskiego rynku kapitałowego z zachowaniem rynków

światowych świadczy o stopniowym wchodzeniu Polski do globalnego systemu obiegu kapitału. Tendencja z lat 2000–2002 w dużej mierze odzwierciedla sytuację panującą na giełdach zagranicznych. Jako główną siłę sprawczą takiego stanu można traktować dekoniunkturę gospodarczą początku wieku XX, która wpływała zarówno na gospodarkę polską, jak i na gospodarki zagraniczne. Ożywienie gospodarcze w okresie od roku 2003 wpłynęło na wzrost liczby emisji pierwotnych. Zwiększenie zainteresowania polskich przedsiębiorstw pozyskaniem kapitału na rynku publicznym przełożyło się na wzrost liczby spółek z 263 w 2003 r. do 294 w roku następnym, jak też na wzrost wartości ofert publicznych.

Odzwierciedlenie przedstawionego powyżej „kryzysu giełdowego” w Polsce lat 2000–2002 zawiera również analiza wartości funduszy zmobilizowanych poprzez publiczny rynek kapitałowy. Zaznaczono to na wykresie 4.7. Na wykresie tym zauważyć można, że od roku 2001 nastąpiło pogłębienie spadku – rozpoczętego w roku 1999 – dotyczącego wielkości kapitałów zgromadzonych przez spółki na giełdzie. W okresie po roku 2002 zaczęła przeważać wśród ekonomistów i praktyków życia gospodarczego opinia²⁴, mówiąca o „bankructwie koncepcji rozwoju rynku kapitałowego z lat 1990–1991”. W latach 2001–2002 nastąpił ilościowy oraz jakościowy kryzys rynku kapitałowego w Polsce. W roku 2002 (2549 mln zł) odnotowano największe załamanie od roku 1996 (1432 mln zł) w zakresie funduszy pozyskanych przez rynek publiczny. Dodać należy, że to właśnie w roku 2002 po raz pierwszy wielkość publicznej emisji obligacji była większa od publicznej emisji akcji (odpowiednio 1965 oraz 575 mln zł). Od roku 2003 spadkowy trend wartości mobilizowanych funduszy został zahamowany, co więcej zanotowano gwałtowny wzrost wartości publicznych ofert. Wartość publicznej emisji obligacji w roku 2003 wykazała rekordowy wzrost (5383 mln zł), podczas gdy wielkość emisji akcji wyniosła tylko 1472 mln zł. Oznaczać to może, że nastąpiło przesunięcie zainteresowania emitentów z emisji papierów udziałowych na emisje papierów dłużnych. Szczególne znaczenie dla spółek giełdowych mają tzw. programy papierów dłużnych. Ogółem wartość dopuszczonych do publicznego obrotu w roku 2003 obligacji, które emitowane będą w przyszłości w ramach programów emisji papierów dłużnych, wyniosła 25 mld zł²⁵.

24 Opinię taką wyrażali m.in. E. Pietrzak oraz J. Socha.

25 www.KNF.gov.pl.



Wykres 4.7. Wartość zmobilizowanych kapitałów na GPW w latach 1994–2004 (w mln zł)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych KNF

W roku 2004, roku przystąpienia Polski do Unii Europejskiej, wystąpił rekordowy wzrost na publicznym rynku kapitałowym zarówno pod względem wartości publicznych ofert (13 730 mln zł), jak i pod względem wartości emisji na rynku pierwotnym (9196 mln zł). Jeśli ograniczymy się do analizy stanu kondycji spółek giełdowych, to można stwierdzić, że czynnik ten wywiera pozytywny wpływ. Należy podkreślić, że notowane na parkiecie spółki poprawiły swoje wyniki finansowe, do czego przyczynić się mogło wspomniane wcześniej w artykule wzmożone zainteresowanie inwestorów zakupem papierów wartościowych, związane z poprawiającymi się oczekiwaniami w gospodarce makro. Z badań przeprowadzonych przez Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych w połowie roku 2005 wynika, że jedynie 21% badanych inwestorów giełdowych wskazało na słabe wyniki spółek (w roku 2003 o 11% więcej). Dla 15% inwestorów giełdowych parkiet jest głównym źródłem utrzymania. Portfel o wartości 50–100 tys. zł ma 21% inwestorów, 10–50 tys. zł – 30%, natomiast 2–10 tys. zł 34% inwestorów indywidualnych. Wśród badanych aż 26% zainwestowało na giełdzie ponad 80% swoich oszczędności. Według inwestorów indywidualnych największe bariery w inwestowaniu na rynku kapitałowym dotyczą niskiej płynności²⁶, stosunkowo niskiego poszanowania praw mniejszościowych

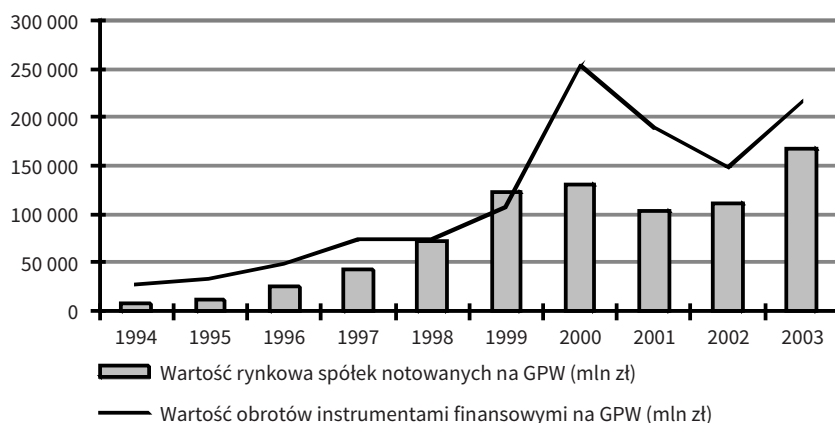
26 Płynność stanowi jeden z podstawowych parametrów branych pod uwagę przy decyzjach inwestycyjnych. Kupujący pragnie bowiem wiedzieć, czy nabywany przez niego instrument może zostać sprzedany w dowolnym czasie i bez zbytniego wpływu na rynkową wycenę. Przyczyn niskiej płynności może być kilka. Najczęściej jest ona następstwem wejścia do spółki inwestora strategicznego. Również

inwestorów oraz notowanych przestępstw na rynku kapitałowym. Okazuje się zatem, że wprowadzony podatek od zysków kapitałowych nie wpłynął negatywnie na aktywność inwestorów giełdowych. Przypadek oferty PKO BP pokazał, że giełda stanowić może, obok sektora bankowego, miejsce alokacji oraz pomnażania oszczędności inwestorów, a także kanał przepływu kapitału tam, gdzie może on zostać przeznaczony na inwestycje.

Nasuwający się z powyższej analizy wniosek jest następujący: rynek kapitałowy w Polsce pełni funkcję mechanizmu alokacji kapitałów, którą w minimalnym zakresie spełniał w latach 1997–1998. Wartość pozyskanych kapitałów przez spółki po raz pierwszy notowane na publicznym rynku kapitałowym oznaczać może wzrost znaczenia finansowania zewnętrznego w strukturze zadłużenia spółek poprzez rynek kapitałowy.

Z powyższym wnioskiem zgadzał się ówczesny Przewodniczący²⁷ Komisji Papierów Wartościowych i Giełd stwierdzając, iż w okresie 2000–2002 „giełda przestaje być narzędziem obiektywnej wyceny wartości spółek”.

Potwierdzeniem powyższego stwierdzenia może być również analiza wartości rynkowej spółek oraz obrotów instrumentami finansowymi na GPW, zaznaczonych na wykresie 4.8.



Wykres 4.8. Wartość rynkowa spółek notowanych na GPW w Warszawie oraz wartość obrotów instrumentami finansowymi (w mln zł)

Źródło: opracowanie własne na podstawie GPW

długotrwałe zniżki kursu, którym towarzyszy zwykle niewielki wolumen obrotów, prowadzą do niskiej płynności. Istotnym czynnikiem rzutującym na płynność spółek jest także ich kapitalizacja. Por. W. Ankudowicz, *Niska płynność słabością giełdowych spółek*, „Magazyn Finansowy”, nr 133, z 10 czerwca 2002 r.

27 Był nim J. Socha, później minister skarbu.

Analiza wykresu potwierdza załamanie publicznego rynku kapitałowego w Polsce w latach 2001–2002, gdzie odnotowany został spadek obrotów na rynku kasowym GPW o blisko 50% w roku 2001 w porównaniu z rokiem 2000, natomiast w 2002 r. zmniejszył się on o dalsze 21%. Wynikiem niskiej płynności na rynku kapitałowym może okazać się słaba wycena notowanych na nim papierów wartościowych, nie odzwierciedlająca autentycznego stanu rozwoju gospodarki. Uważa się bowiem, że giełda jest swoistym barometrem gospodarki. Jeżeli zatem na giełdzie obserwuje się niskie lub spadające obroty, to można domniemywać, że funkcja wyceny, jaką pełni rynek kapitałowy w gospodarce rynkowej, nie jest dobrze wypełniana. W roku 2003 nastąpiła lekka poprawa wartości obrotów (wzrost o 25,3% w stosunku do wielkości z roku 2002), po czym doszło do gwałtownego wzrostu o ponad 48% w roku 2004 w stosunku do roku poprzedniego. Zaznaczyć tu należy, że w roku 2003 na warszawskiej giełdzie blisko siedemnastoprocentowy udział stanowiła wartość rynkowa zagranicznych spółek w wartości obrotów akcji, podczas gdy w roku następnym analogiczna wielkość wzrosła do 36%.

Powyższa analiza jest zatem zgodna ze stwierdzeniem, że rynek kapitałowy w Polsce w analizowanym okresie 2002–2002 nie pełnił drugiej podstawowej funkcji rynku kapitałowego – mechanizmu wyceny. Potwierdzają to również opinie autorów E. Gostomskiego oraz M. Dzierżanowskiego²⁸. Można potwierdzić prawdziwość tezy, że od około 2003 r., wraz z poprawiającą się koniunkturą gospodarczą, funkcja wyceny na rynku kapitałowym w Polsce jest coraz lepiej urzeczywistniana.

Ze względu na fakt, że w roku 2003 sytuacja na rynku kapitałowym uległa poprawie i nastąpił wzrost zarówno wartości rynkowej spółek, jak i obrotów papierami wartościowymi, to przyczyn zmian można w dużej mierze upatrywać w poprawie ogólnej sytuacji gospodarczej. Z obserwacji wynika, że liczba podmiotów debiutujących na giełdzie dynamicznie wzrosła – 36 nowych spółek w roku 2004 (wykres 4.6), wartość zaś ogółem ofert w publicznym obrocie (wykres 4.7) wzrosła w tymże roku blisko dwukrotnie – 13 730 mln zł w stosunku do roku poprzedniego – 6855 mln zł²⁹. Z tego wartość emisji papierów wartościowych na rynku pierwotnym to 9196 mln zł, obok wartości emisji akcji, której suma wynosiła 3673 mln zł, wartość obligacji z kolei spadła z poziomu 5383 mln zł (był to poziom w badanym okresie rekordowy) w roku 2003 do poziomu 861 mln zł w roku 2004.

28 *Perspektywy rozwoju bankowości i rynków finansowych w Polsce do roku 2007*, IBN-GR, Gdańsk, kwiecień 2003.

29 Na ostatnie cztery miesiące roku przypadło blisko 60% debiutów.

W roku 2004 zwiększona aktywność dotychczasowych, ale i nowych inwestorów, lokujących swoje oszczędności w akcje oferowanych spółek, była jednocześnie akceleratorem wzrostów kursów spółek notowanych na giełdzie. Ostatecznie na sesji 31 grudnia 2004 r. indeksy WIG, WIG20 oraz NIF osiągnęły swoje roczne maksima, a indeks WIG osiągnął najwyższą wartość w historii³⁰. Największy obrót papierami wartościowymi zanotowano dla akcji³¹ – w roku 2004 – 109 775 mln zł (wzrost o 65,2% w stosunku do roku 2003).

Powyżej opisany mechanizm opisujący relacje pomiędzy wzrostem kursów i wzrostem płynności oznaczać może, że Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie dokonuje wyceny.

4.1.4. Tendencje zmian w strukturze oszczędności gospodarstw domowych

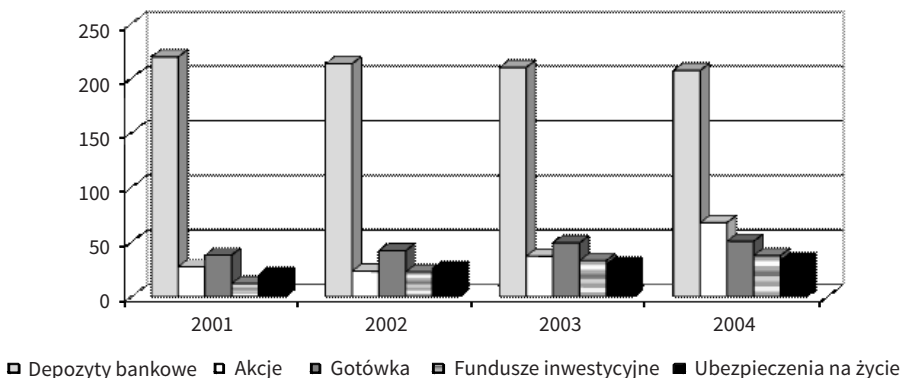
Wolno przypuszczać, że główną przyczyną zmian na rynku finansowym w Polsce jest przekształcenie preferencji gospodarstw domowych w zakresie lokowania swoich nadwyżek finansowych. W tym miejscu zaryzykować można tezę, że w miejsce dominacji tradycyjnych lokat bankowych następuje wzrost udziału w całej strukturze oszczędności gospodarstw domowych innych instrumentów finansowych, głównie w ramach bankowości inwestycyjnej. Aby zweryfikować powyższą tezę, poniżej na początek sporządzono wykres, na którym zaprezentowana została struktura oszczędności gospodarstw domowych w Polsce w latach 2001–2004.

Na wykresie zauważyć można charakterystyczną cechę ewolucji struktury oszczędności gospodarstw domowych w Polsce na początku wieku XXI, mianowicie systematyczny spadek depozytów bankowych na korzyść alternatywnych sposobów lokowania nadwyżek finansowych (od 219,5 mld zł w 2001 r. do 207,2 mld zł w 2004 r.). Wyróżniającymi się spośród wielu możliwych form lokowania oszczędności są przede wszystkim akcje (z 27,5 mld zł w 2001 r. do 67,8 mld zł w 2004 r.) oraz przechowywanie gotówki (odpowiednio 38,2 oraz 50,8 mld zł), za nimi w dalszej kolejności plasują się fundusze inwestycyjne (odpowiednio 12,1 mld zł w 2001 r. i wzrost do 37,7 mld zł w 2004 r.). Poniżej, w tabeli

30 Przykładowo w dniu debiutu banku PKO BP (10 listopada 2004 r.) obrót akcjami na sesji wyniósł 3272,7 mln zł, był rekordowy w historii giełdy i trzykrotnie większy od poprzedniego, z 9 lutego 2000 r.

31 Bez transakcji pakietowych, publicznej oferty, nabycia znacznych pakietów akcji oraz transakcji odkupu. Por.: *Rocznik giełdowy 2005*, GPW w Warszawie.

4.7, zaprezentowano strukturę oszczędzania w wybranych krajach europejskich w celu bliższego zobrazowania stanu faktycznego oraz tendencji zachodzących na unijnym rynku.



Wykres 4.9. Oszczędności gospodarstw domowych w Polsce (w mld zł)

Źródło: opracowanie własne na podstawie Gazety Giełdy „Parkiet” z 2–3.04.2005 r. za: K. Borowski, *Bankowość inwestycyjna*, dodatek: Polski system bankowy. Stan i perspektywy, „Bank i Kredyt” [NBP] 2005, nr 4.

Tabela 4.7

Struktura oszczędności w wybranych krajach w 2003 r. (w %)

Wyszczególnienie	Wielka Brytania	Holandia	Włochy	Francja	Niemcy	Hiszpania	Polska
Papiery wartościowe	30	14	56	37	26	16	9,1
Ubezpieczenia na życie	36	32	6	25	17	8	3,8
Fundusze powiernicze	5	14	11	7	11	30	3,6
Depozyty	28	40	27	31	47	46	83,5

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych www.ikepzu.pl oraz danych banku Pekao SA.

Z tabeli wywnioskować można, że Brytyjczycy zgromadzili najwięcej oszczędności (36%) w ubezpieczeniach na życie, a w dalszej kolejności w papierach wartościowych (30%) oraz lokując na depozytach (28%).

W Holandii najwięcej oszczędności odłożonych zostało w formie lokat (40%), nieco mniej w ubezpieczeniach na życie. Podobnie jak Brytyjczycy Holendrzy nie preferują funduszy inwestycyjnych i lokują tam tylko 14% swoich wolnych nadwyżek. Włosi z kolei przodują w lokowaniu oszczędności w papiery wartościowe (56%), najmniejszą popularnością cieszą się wśród nich ubezpieczenia na życie (6%). We Francji także największy udział w strukturze oszczędności mają papiery wartościowe (37%), za nimi plasują się depozyty (31%), a na końcu – po ubezpieczeniach na życie – znajdują się fundusze inwestycyjne (tylko 7%). Niemcy najwięcej swoich oszczędności deponują w bankach w formie lokat (47%), w dalszej kolejności w papierach wartościowych (26%), najmniej w funduszach inwestycyjnych (11%). Hiszpanie oszczędzają głównie poprzez odkładanie w bankach (46%), 30% swoich oszczędności inwestują poprzez fundusze, 16% w papierach wartościowych i tylko 8% w ubezpieczeniach na życie. Według prognoz Banku Pekao SA za dziesięć lat struktura oszczędności w Polsce zbliży się do struktury oszczędzania w Hiszpanii. Zdaniem specjalistów z tego banku, Polska jest opóźniona w tym zakresie wobec innych rozwiniętych krajów europejskich o około piętnaście lat, a oszczędności przeciętnego Polaka są kilkanaście razy mniejsze od oszczędności przeciętnego Europejczyka (z krajów piętnastki). Specjaliści z Pekao SA oszacowali, że w 2003 r. aż 83,5% oszczędności Polaków stanowiły depozyty bankowe, około 9% ulokowano w papierach wartościowych, a mniej więcej po równo rozkładają się oszczędności ulokowane w funduszach inwestycyjnych i w polisach ubezpieczeniowych (odpowiednio około 3,6 i 3,8%). Gdyby spełniły się prognozy dotyczące zmian w strukturze oszczędzania na zbliżoną do Hiszpanii, to następować powinno przesunięcie z depozytów (w ciągu 10 lat o ponad 40%) do, przede wszystkim, funduszy inwestycyjnych (z 3,6% do około 30% w ciągu tego samego okresu), a także wzrost oszczędności lokowanych w polisach ubezpieczeniowych (odpowiednio z 3,6 do 8%).

Zatem należy zadać pytania, czy istnieją przesłanki ku takim przemianom i jakie czynniki zwiększać mogą intensywność powyższych zmian. Odpowiedzi na tak postawione pytania można poszukiwać analizując perspektywy rozwoju usług bankowości inwestycyjnej w Polsce, przedstawione w rozdziale czwartym niniejszego opracowania.

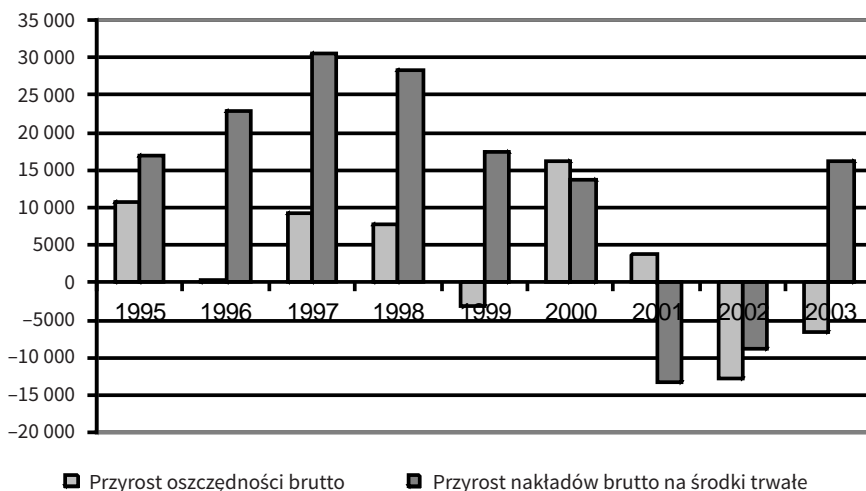
Warto nadmienić, że w USA stopa oszczędności amerykańskich gospodarstw domowych spadła do poziomu minus 1,2% i jest to najniższy poziom od czasów Wielkiego Kryzysu³². Ten spadek oszczędności następował stopniowo, od roku 1974, gdy stopa oszczędności wynosiła około

32 Nie dotyczy to przedsiębiorstw ani sektora państwowego, które obecnie mają dodatnią stopę oszczędności.

20%, w latach 80. ubiegłego wieku obniżyła się i wahała w granicach 6–10%, by z początkiem lat 90. wieku XX gwałtownie ulec załamaniu i osiągnąć w 1999 r. poziom ujemny.

Z danych Ipsos wynika, że w Polsce od 1999 r. pogarszają się oceny Polaków dotyczące własnych możliwości oszczędzania. Zwiększa się systematycznie rok do roku odsetek osób (średnio o 2–4 punkty procentowe), które twierdzą, że nie uda im się odłożyć żadnych oszczędności. W styczniu 2000 r. było to 71%, w styczniu zaś 2004 r. już 84% respondentów. Od 1999 r. spada liczba osób posiadających rezerwy finansowe. W 1999 r. 30% Polaków deklaroowało w badaniach, że posiada jakiegolwiek oszczędności, w styczniu 2004 r. było to już tylko 16%.

Interesujące jest także przeprowadzenie analizy zależności zmian oszczędności krajowych ogółem brutto w stosunku do nakładów inwestycyjnych na środki trwałe w poszczególnych latach w Polsce. Poniżej przedstawiono na wykresie wspomniane relacje.



Wykres 4.10. Przyrost oszczędności brutto i nakładów na inwestycje brutto na środki trwałe w mln zł w latach 1995–2003

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych GUS i IFS

Z wykresu 4.10 można wywnioskować, że generalnie nie istnieją żadne zależności pomiędzy przyrostem oszczędności w gospodarce a panującym klimatem gospodarczym. W latach boomu gospodarki polskiej w okresie 1996–1998, przechodzącej transformację systemową, wzrost bogactwa ludności nie przekładał się na wzrost oszczędności. W okre-

sie tym wzmożony był popyt wewnętrzny na dobra i usługi wszelkiego rodzaju zarówno jeśli chodzi o popyt konsumpcyjny, jak i inwestycyjny. Przyrosty nakładów inwestycyjnych na środki trwałe w tym samym okresie wykazywały dynamiczny wzrost. Na tej podstawie można zatem sformułować hipotezę, że w początkowej fazie transformacji polskiej gospodarki oszczędności były angażowane w realizację projektów inwestycyjnych. Interesujące jest także to, że w czasie zmniejszającej się dynamiki PKB w latach 1999–2002 podmioty gospodarujące reagowały bardzo gwałtownie i powstrzymywały się przed podejmowaniem realizacji projektów inwestycyjnych. Zjawisko to, wcześniej opisane w książce, autorka nazwała „elastycznością inwestycji”, co oznacza, że nakłady inwestycyjne są bardzo wrażliwe na zmiany koniunktury gospodarczej, co więcej, bardziej wrażliwe na zmiany warunków gospodarowania niż decyzje podejmowane przez podmioty w zakresie alokacji swoich oszczędności. Przykładowo, w roku 2001 przyrost nakładów inwestycyjnych był ujemny, w odniesieniu do wartości bezwzględnej odpowiadający prawie wielkości z roku 2000, w którym nastąpiło załamanie koniunktury gospodarczej w kraju i za granicą, podczas gdy przyrost oszczędności nadal był dodatni, aczkolwiek gwałtownie spadający. Na oznaki ożywienia w 2003 r. podmioty gospodarujące w pierwszej kolejności zareagowały wzrostem nakładów na środki trwałe o ponad 16 mld PLN, podczas gdy przyrost oszczędności pozostawał nadal ujemny. Należy w tym miejscu zwrócić uwagę na aspekt „kanału” transmisji oszczędności, które przepływają od gromadzących nadwyżki do zgłaszających zapotrzebowanie. Otóż z początkiem lat 90. ubiegłego wieku w Polsce dominował (i nadal dominuje) system oparty głównie na pośrednictwie banków komercyjnych w przepływie kapitału na realizację projektów. Z czasem, gdy rynek kapitałowy nabiera coraz większego tempa rozwoju³³, potrzeby przedsiębiorstw we wzrastającym stopniu zaspokajane są poprzez giełdę, tym samym rozwija się obszar usług charakterystycznych dla bankowości inwestycyjnej.

Przyczyny zmian stopy oszczędzania, jak wykazały badania stopy oszczędności prowadzone w 150 krajach przez zespół Banku Światowego pod kierownictwem N. Loayzy, jej zróżnicowanie, da się wyjaśnić za pomocą kilku podstawowych czynników ekonomicznych bez odwoływania się do uwarunkowań kulturowych. Z powyższych badań wynika, że stopa oszczędności wykazuje tendencję do utrzymywania się na wysokim poziomie w okresach dużej inflacji oraz do zmniejszania się, gdy tempo wzrostu maleje. Ze względu na stałe obniżanie się poziomu inflacji, N. Loayza wraz ze współpracownikami tym właśnie czynnikiem

33 Chodzi o coraz większy udział w strukturze zadłużenia finansowego przedsiębiorstw instrumentów finansowych charakterystycznych dla rynku kapitałowego.

tłumaczy obniżanie stopy oszczędności w skali globalnej. Autorzy zauważają, że inflacja – stwarzając atmosferę niepewności – zachęca gospodarstwa domowe do oszczędzania. W przypadku gospodarstw domowych sytuacja, w której istnieje zagrożenie stabilności gospodarczej wywołanej rosnącą inflacją, mobilizuje do powstrzymywania się od konsumpcji. Co więcej, w przeszłości wysoka lub rosnąca w szybkim tempie inflacja zachęcała do oszczędzania z innego powodu, mianowicie z powodu wysokich stóp procentowych.

Z perspektywy przeprowadzonej powyżej analizy, interpretując zjawisko z punktu widzenia podaży kapitału od gospodarstw domowych oraz zmian struktury oszczędzania, zauważyć można, że istnieją w Polsce szanse rozwoju bankowości inwestycyjnej. Potrzeba poszukiwania nowych rozwiązań w zakresie lokowania swoich oszczędności przez gospodarstwa domowe wynika głównie, według autorki, z zachodzących na rynku następujących zmian:

- malejących realnie stóp oprocentowania depozytów,
- wzrostu roli inwestorów instytucjonalnych na rynku finansowym,
- wzrostu zaufania gospodarstw domowych do inwestorów instytucjonalnych,
- wzrostu świadomości i edukacji w zakresie roli rynku kapitałowego w gospodarce rynkowej,
- systemowych zmian dotyczących zabezpieczeń emerytalnych.

Zatem można ogólnie stwierdzić, że wzrost znaczenia powyższych czynników w Polsce determinuje i powinien determinować w najbliższej przyszłości dalsze zainteresowanie z jednej strony inwestorów, z drugiej zaś podmiotów poszukujących kapitału na realizację przedsięwzięć inwestycyjnych nowymi instrumentami finansowymi. To z kolei oznaczać może szybszy, a zarazem bardziej intensywny rozwój bankowości inwestycyjnej.

4.2. Empiryczna analiza zależności pomiędzy rozwojem bankowości inwestycyjnej w Polsce a rozwojem gospodarczym

W ekonomii oraz w naukach społecznych niezmiernie trudno jest przeprowadzić kontrolowany eksperyment z uwagi na koszty i/lub inne względy, np. moralne czy polityczne. Celem poniżej przedstawionej analizy empirycznej, która będzie miała charakter analizy ekonometrycznej,

jest opis struktury pewnego systemu gospodarczego wraz ze specyfikacją mechanizmów nim rządzących, dokonanie estymacji parametrów modelu opisującego ten system oraz przeprowadzenie wnioskowania statystycznego i analizy symulacyjnej na podstawie zbudowanego modelu. Ze względu na fakt, iż celem opracowania nie jest budowa modelu całej gospodarki narodowej, a jedynie małego jej fragmentu, poniższe badanie opiera się na podbudowie teoretycznej zawartej w poprzednich rozdziałach.

Podjęmowany problem badawczy koncentruje się na poszukiwaniu zależności przyczynowo-skutkowej zachodzącej pomiędzy rozwojem gospodarczym i rozwojem finansowym. Z teorii ekonomii i z rezultatów badań zaprezentowanych w niniejszym opracowaniu wynika, że między powyższymi zmiennymi zachodzi dwukierunkowa zależność, co oznacza, że są to zmienne współzależne.

Z uwagi na fakt, że w budowanym modelu w charakterze zmiennych objaśniających występować będą stochastyczne i skorelowane ze składnikami losowymi zmienne objaśniane, estymacja modelu wielorównaniowego (a taki właśnie jest przedmiotem analizy) wymaga wprowadzenia kilku założeń. Specyfikacja ma charakter modelu podażowego ze względu na to, że opisywane wyżej zjawiska gospodarcze determinują mechanizmy podażyotwórcze. Podstawową rolę w modelu odgrywać będą równania opisujące kształtowanie się dochodu narodowego (PKB), a także rozwoju finansowego, rozumianego tu jako aktywa sektora finansowego w Polsce oraz kapitalizacji warszawskiej giełdy.

Postawiona w opracowaniu hipoteza badawcza brzmi:

W Polsce rozwój bankowości inwestycyjnej wpływa na rozwój gospodarczy, przez co rośnie konkurencyjność polskiej gospodarki na rynku Unii Europejskiej. Pomiędzy rozwojem bankowości inwestycyjnej w Polsce a rozwojem gospodarczym istnieją określone współzależności.

Weryfikacji tej hipotezy podjęto się poprzez zbudowanie wielorównaniowego modelu ekonometrycznego o równaniach współzależnych, przy oparciu jego konstrukcji na podbudowie teorii ekonomii i rozważaniach teoretycznych opisanych wyżej. Proces budowy równania dla sfery realnej gospodarki rozpoczęto od poszukiwania specyfikacji równania realizującego zadania postawione w opracowaniu. Przyjęto zatem założenie, że między sferą realną i systemem finansowym zachodzi dwukierunkowa zależność. Wpływ sfery realnej na rozwój finansowy przejawia się tym, że wzrost Produktu Krajowego Brutto (PKB) w danym okresie (*ceteris paribus*) determinuje decyzje inwestycyjne podejmowane przez podmioty gospodarujące w okresie bieżącym oraz następnym, z tym że

zdecydowana większość tych decyzji podejmowana jest w okresie następnym (tzn. do ich materializacji dochodzi w okresie następnym). Im tempo wzrostu PKB jest wyższe, tym bardziej w okresach następnych można się spodziewać ze strony przedsiębiorstw wzrostu nakładów brutto na środki trwałe oraz wzrostu popytu firm na środki finansowe z zewnątrz.

Dawcami kapitału na realizację powyżej wspomnianych planowanych inwestycji są podmioty gospodarujące i gospodarstwa domowe, które przekazują swoje oszczędności krajowe tudzież napływające z zagranicy innym podmiotom zgłaszającym zapotrzebowanie. Przy budowie modelu przyjmujemy *a priori* założenie, że kapitał pochodzi głównie z nagromadzonych oszczędności od krajowych gospodarstw domowych, a także napływa w postaci zagranicznych inwestycji bezpośrednich (BIZ). Jeżeli występuje wzrost bogactwa ludności (realny wzrost PKB *per capita*) w kraju, to do pewnej wysokości dochodów osobistych ludność zwiększa poziom konsumpcji (spożycia). Po przekroczeniu „poziomu nasycenia” pozostała część dochodów przeznaczana jest na oszczędności, które alokowane są tam, gdzie osiągną z nich stopa zwrotu jest zadowalająca dla oddających nadwyżki do zagospodarowania. Gospodarstwa domowe generalnie oddają swoje nadwyżki do zagospodarowania, jeśli wewnętrzna stopa zwrotu równa się lub jest zbliżona do oczekiwanej przez te podmioty stopy zwrotu przy akceptowanym poziomie ryzyka. Podaż nadwyżek kapitału na rynek finansowy mobilizuje instytucje finansowe do zagospodarowania zgłaszanych środków finansowych i oferowania nowych usług finansowych spełniających oczekiwania wyżej wymienionych inwestorów.

Przedsiębiorstwa zgłaszają do instytucji finansowych zapotrzebowanie na kapitał na realizację planowanych inwestycji. W systemach finansowych, bez względu na dominujący typ instytucji finansowych, pojawia się pilna potrzeba (także szansa zysku) zaspokojenia popytu zgłaszanego przez podmioty gospodarujące. W efekcie zachodzących zmian w gospodarce, na rynku finansowym wyznaczany jest poziom ceny pieniądza, przy którym oczekiwania i potrzeby dawców i biorców kapitału są zaspokajane. Stopa procentowa generalnie determinuje decyzje podejmowane przez poszczególne strony³⁴. W systemie zorientowanym na banki poziom sto-

34 W odpowiedzi na rosnące zapotrzebowanie firm na kapitał, na rynku finansowym, na którym dominują banki, pojawić się może z ich strony presja na wzrost oprocentowania depozytów do poziomu przekraczającego poziom stopy procentowej, przy której udzielane są kredyty. Jest to wynikiem występowania wśród banków silnej konkurencji w zakresie ich wysokiej pozycji na rynku (np. okres przed Wielką Depresją lat 1929–1933). Może wystąpić zagrożenie dla rynku finansowego w postaci załamania się systemu finansowego w danym kraju, spowodowane np. zbyt niskim poziomem kapitałów własnych czy współczynnikiem wypłacalności instytucji finansowych. Zbyt ekspansywna polityka kredytowa banków oraz towarzyszące temu

py procentowej wyznaczany jest w wyniku ścierania się dwóch wielkości: kosztu pozyskania kapitału oraz stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału. Tym, co odróżnia filozofię bankowości inwestycyjnej do komercyjnej, jest kształtowanie się poziomu równowagi, przy którym podstawową rolę odgrywają stopa zwrotu i ryzyko towarzyszące jej uzyskaniu.

Celem budowy wymienionego wyżej wielorównaniowego modelu ekonometrycznego jest opis relacji zachodzących pomiędzy zagregowaną realną i finansową sferą gospodarki polskiej na podstawie obserwacji danych z lat 1994–2004, ze szczególnym uwzględnieniem usług bankowości inwestycyjnej.

Ze względu na brak szczegółowego, kompleksowego i systematycznego pomiaru niektórych zjawisk ekonomicznych, model został uproszczony stając się pewnym kompromisem pomiędzy teorią ekonomiczną a praktycznymi możliwościami dostępu do danych statystycznych. Do estymacji parametrów modelu, prognozowania i symulacji oraz oceny stabilności parametrów wykorzystano pakiet programu komputerowego E-views 3.1.

4.2.1. Specyfikacja zmiennych i równań relacji modelu

Przystępując do pracy nad budową modelu najpierw konstruowano pojedyncze równania, aby znaleźć dla nich odpowiednią specyfikację i matematyczną postać funkcji, opisującą zależności zachodzące pomiędzy zmiennymi.

W pierwszym równaniu skorzystano z klasycznego założenia o dwuczynnikowej funkcji produkcji mówiącego, że wzrost gospodarczy (tę zmienną uważać będziemy za zmienną symptomatyczną rozwoju gospodarczego) mierzony wartością PKB zależy od dwóch czynników (zmiennych), którymi są majątek trwały (K) i zatrudnienie (Z). W praktyce najbardziej znaną taką postacią funkcji produkcji jest funkcja Cobb-Douglasa³⁵. Jest to funkcja postaci:

$$PKB_t = (K_t)^{b_1} (Z_t)^{b_2} e^{b_3} e^{\zeta_t}$$

gdzie parametry b_1 , b_2 , są zarazem współczynnikami stałych elastyczności Produktu Krajowego Brutto względem zmiennych objaśniających, tzn. majątku i zatrudnienia.

(nawet tymczasowe) osłabienie aktywności gospodarczej państw może doprowadzić do destabilizacji i załamania się systemu finansowego w danym państwie lub danym rejonie gospodarczym (np. kryzys w Azji Południowo-Wschodniej).

35 J. Gajda, *Ekonometria praktyczna*, ABSOLWENT, Łódź 1994.

Przedstawiona powyżej funkcja produkcji Cobba-Douglasa jest funkcją statyczną i zmiany w produkcji mogą następować wyłącznie poprzez wzrost czynników K i Z , przy założeniu niezmiennej techniki wytwarzania. Natomiast w dłuższych okresach w procesie produkcyjnym mogą i powinny pojawiać się różnego rodzaju innowacje technologiczno-organizacyjne, które wpływają na wzrost produkcji. A zatem zakłada się, że produkcja może wzrastać w czasie nawet przy niezmiennych wielkościach czynników K i Z , na skutek wpływu tzw. neutralnego postępu techniczno-organizacyjnego, który w wyżej wymienionej funkcji uwzględnia się wprowadzając do zbioru zmiennych objaśniających zmienną czasową t^{36} . Neutralny postęp techniczno-organizacyjny obejmuje swym zakresem innowacje technologiczne i udoskonalenia organizacyjne, które w efekcie wpływają na lepsze wykorzystanie zasobów majątku, jak i zatrudnienia.

W procesie estymacji poddano weryfikacji tak skonstruowaną funkcję produkcji, jednakże oceny parametrów strukturalnych okazały się nieistotne ze statystycznego punktu widzenia. A zatem powrócono do klasycznej dwuczynnikowej funkcji produkcji, ale jej zbiór zmiennych objaśniających uzupełniono o czynnik reprezentujący rozwój rynku finansowego. A ponieważ poprzez rynek finansowy przedsiębiorstwa (gospodarka) mogą finansować innowacje technologiczne, to można przyjąć, że tak skonstruowana funkcja produkcji uwzględnia również (tzn. pośrednio) zmiany w PKB wynikające ze zmian technologicznych (można powiedzieć, iż uwzględnia możliwości ich finansowania). W budowanym modelu autorce jednakże zależało przede wszystkim na weryfikacji wzajemnych zależności pomiędzy rozwojem gospodarczym a rozwojem bankowości inwestycyjnej, która – jak wykazano – rozwija się poprzez rozwój finansowy. Jak wykazano, również we wcześniejszych fragmentach niniejszego opracowania, rozwój bankowości inwestycyjnej następować może poprzez odpowiednie departamenty banków uniwersalnych oraz poprzez rynki papierów wartościowych. Ze względu na to, że w polskiej gospodarce usługi bankowości inwestycyjnej świadczone są poprzez odpowiednie departamenty banków uniwersalnych i poprzez rynek kapitałowy, jako zmienne symptomatyczne reprezentujące rozwój finansowy przyjęto w modelu opóźnione o rok aktywa sektora finansowego (możliwe do zagospodarowania) w gospodarce oraz średnią kapitalizację giełdy papierów wartościowych. Wpływ usług bankowości inwestycyjnej świadczonych przez banki uniwersalne w Polsce na rozwój gospodarczy będzie realizował się w modelu przez oddziaływanie poziomu aktywów sektora finansowego z okresu poprzedniego na wzrost produktu krajowego brutto w okresie bieżącym ze względu na fakt, iż urzeczywistnianie się

36 *Ekonometria*, red. M. Krzysztofiak, PWE, Warszawa 1978.

tych aktywów w realny produkt zaczyna zachodzić dopiero w następnym okresie. Można także zaznaczyć, że próby oszacowania jednoczesnego wpływu pomiędzy tymi kategoriami ekonomicznymi nie przyniosły zadowalającego, ze statystycznego punktu widzenia, rezultatu, a szacowanie parametrów odpowiednich rozkładów opóźnień nie jest celem tego opracowania. Uznano natomiast, że rozwój bankowości inwestycyjnej następujący poprzez rynek kapitałowy (pomiędzy tymi zmiennymi zachodzi niewątpliwie jednoczesna współzależność) – obserwowany w modelu poprzez średnią kapitalizację giełdy, bezpośrednio (tzn. w tym samym okresie) wpływa na wzrost gospodarczy kraju. Stąd też w ostatecznej wersji równania objaśniającego mechanizm kształtowania się PKB w polskiej gospodarce przyjęto postać:

$$PKB_t = f(KG_p, ASF_{t-p}, K_p, Z_p, \zeta_t)$$

gdzie:

PKB_t – Produkt Krajowy Brutto w cenach bieżących w roku t w mld zł,
 K_t – wartość majątku trwałego brutto w cenach bieżących w roku t w mld zł,

Z_t – zatrudnienie w tysiącach osób,

ASF_t – suma aktywów netto sektora finansowego ogółem w mld zł w gospodarce, na koniec roku obejmująca:

- aktywa netto sektora bankowego (w tym banków spółdzielczych),
- aktywa netto funduszy inwestycyjnych,
- aktywa netto funduszy emerytalnych,
- aktywa zakładów ubezpieczeń,

KG_t – średnia arytmetyczna kapitalizacji giełdy warszawskiej z początku i końca roku t w mld zł, celem włączenia kapitalizacji jako średniego zasobu finansowego w gospodarce,

ζ_t – składnik losowy.

Jednym z niezbędnych atrybutów silnego pod względem gospodarczym państwa jest prawidłowo rozwinięty rynek kapitałowy. O ile w rozważaniach teoretycznych można oddzielnie lub nawet z pominięciem rynku kapitałowego rozpatrywać wpływ rozwoju finansowego na rozwój gospodarczy, o tyle międzynarodowe badania empiryczne dowodzą, że rozwój rynku kapitałowego współczesnych gospodarek rynkowych następuje łącznie z rozwojem gospodarczym i jest jednym z kluczowych elementów go wspierających.

Znaczenie rynku kapitałowego dla gospodarki wynika z jego podstawowych funkcji: mobilizacji, wyceny i alokacji kapitału³⁷. W założeniach

37 Szczegółowo opisane w rozdziale pierwszym opracowania.

Agendy Warsaw City 2010 zapisano, że dzięki sprawnie funkcjonującemu rynkowi kapitałowemu możliwe są:

- pozyskiwanie tańszego kapitału przez przedsiębiorstwa,
- prywatyzacja majątku państwowego,
- restrukturyzacja i podnoszenie efektywności przedsiębiorstw,
- pozyskiwanie kapitału na inwestycje infrastrukturalne,
- absorpcja funduszy unijnych,
- finansowanie deficytu budżetowego.

Aby rynek kapitałowy spełniał dobrze swoje funkcje, istnieje pilna potrzeba zdynamizowania rozwoju usług bankowości inwestycyjnej w Polsce. Bankowość inwestycyjna, będąca przedmiotem rozważań teoretycznych i analiz porównawczych zawartych w niniejszym opracowaniu, jest obecnie przedmiotem badania empirycznego, poprzez które chcemy zweryfikować pewne z hipotez wymienionych we wprowadzeniu do książki. Hipotezy te sprowadzają się do stwierdzenia, że pomiędzy rozwojem gospodarczym a rozwojem finansowym gospodarki polskiej istnieje określona współzależność. Nieznana jest tylko jej siła oraz to, czy zachodzi ona w tym samym okresie, a także, czy pomiędzy tymi zmiennymi notowane są określone opóźnienia (przy czym należy zaznaczyć, że ze względu na możliwości obliczeniowe nie będzie badany żaden ze znanych rozkładów opóźnień). A ponieważ w poprzednich częściach opracowania wykazano ewidentny wpływ bankowości inwestycyjnej na rozwój finansowy, to mając na uwadze zbudowany model chcemy zarazem wykazać zachodzące współzależności pomiędzy rozwojem gospodarczym a rozwojem bankowości inwestycyjnej.

Jednakże jeden z podstawowych problemów, który pojawia się przy weryfikacji tak postawionej hipotezy polega na tym, że brak jest w polskiej statystyce odpowiednich danych odzwierciedlających rozwój bankowości inwestycyjnej. A ponieważ bankowość ta jest związana przede wszystkim z pozyskiwaniem kapitału poprzez rynek kapitałowy, głównie poprzez plasowanie emisji, zarządzanie aktywami, zarządzanie funduszami inwestycyjnymi, kreowanie nowych instrumentów finansowych itp., w związku z tym dla odzwierciedlenia wpływu bankowości inwestycyjnej na rozwój gospodarczy postanowiliśmy użyć dwóch zmiennych: aktywów sektora finansowego oraz kapitalizacji giełdy. Zmienne te występują w modelu jako dwie oddzielne zmienne endogeniczne, przy czym kapitalizację giełdy – aby można ją było potraktować jako swego rodzaju zasób finansowy – uśredniono w sposób opisany powyżej. Za celowe działanie uznano rozdzielenie tych dwóch zmiennych ze względu na to, że chciano w ten sposób uzyskać dla każdej z nich wyizolowanie jej wpływu na rozwój gospodarczy. Dodatkowo jednym z celów

postawionych przed budową modelu było zbadanie wpływu bankowości inwestycyjnej na rozwój rynku kapitałowego *via* rozwój systemu finansowego w gospodarce polskiej. Ograniczenia, na jakie zwrócono uwagę powyżej, jeśli chodzi o pomiar bankowości inwestycyjnej, spowodowały, że uwaga skierowana została na kwantyfikację dokonywanych emisji papierów wartościowych na rynku pierwotnym i wtórnym (bez obligacji rządowych).

Wiadomo, że w Polsce po 1990 r. przedsiębiorstwa działające na podstawie rachunku efektywności powinny podejmować decyzje inwestycyjne oparte na analizie struktury i kosztu pozyskanego kapitału. Podmioty gospodarujące, podejmując się realizacji przedsięwzięć inwestycyjnych, przy analizie opłacalności efektywności projektów inwestycyjnych zakładają przede wszystkim wymaganą stopę zwrotu ze zrealizowanego przedsięwzięcia, przy zadanym ryzyku towarzyszącym realizacji tego przedsięwzięcia inwestycyjnego. Przedsiębiorstwa poszukując kapitału na sfinansowanie inwestycji potencjalnie czerpać go mogą zarówno ze źródeł wewnętrznych, jak i zewnętrznych. Do źródeł wewnętrznych firmy zalicza się kapitały własne oraz zyski zatrzymane z zysków netto uzyskanych przez firmę w poprzednim okresie. Przedsiębiorstwa notowane na giełdzie papierów wartościowych powiększają kapitały własne poprzez emisję papierów udziałowych przeznaczonych dla nowych inwestorów, zwiększając potencjalnie liczbę właścicieli firmy lub dając pierwszeństwo zakupu nowych emisji papierów wartościowych obecnym akcjonariuszom firmy, którzy chcą zachować swoje procentowe udziały na dotychczasowym poziomie. Przedsiębiorstwa mogą korzystać także ze źródeł zewnętrznych – zalicza się do nich głównie kredyty bankowe bądź emisje papierów dłużnych. Aby podjąć decyzję o realizacji przedsięwzięcia inwestycyjnego firmy budują strukturę finansowania danej inwestycji opierając ją na dostępności i analizie kosztu kapitału³⁸. Wszystko to jest związane z działalnością bankowości inwestycyjnej, z tym że jej wpływ na rozwój gospodarczy w modelu obserwowany będzie, jak pisaliśmy, poprzez wpływ aktywów sektora finansowego i kapitalizacji giełdowej. A zatem do budowanego modelu dołączono zmienną endogeniczną *KG* (średnioroczna kapitalizacja warszawskiej giełdy), którą objaśniono poziomem wypracowanego w roku ubiegłym produktu krajowego brutto, nakładów na środki trwałe w gospodarce oraz wartości ofert publicznych na regulowanym rynku giełdowym. Postać tak wyspecyfikowanego równania jest następująca:

38 Bardziej szczegółowy opis znajduje się w rozdziale pierwszym książki.

$$KG_t = f(PKB_{t-1}, GFCF_t, EM_t, \zeta_t),$$

gdzie:

$GFCF_t$ – wartość nakładów brutto na środki trwałe w mld zł w roku t w cenach bieżących,

EM_t – wartość ogółem ofert publicznych w mld zł; składają się na wartość emisji akcji w roku t , wartość emisji obligacji korporacyjnych w roku t oraz wartość pierwotnych ofert papierów komercyjnych – IPO (*initial public offering*) w roku t .

Taka specyfikacja tego równania wynika z założenia, że rozwój gospodarczy wpływa na rozwój finansowy gospodarki, z tym że w omawianym równaniu zawarta jest tylko pewna część owego rozwoju, wyrażona poprzez kapitalizację giełdy. W trakcie estymacji równania szacowano również jednoczesną (tzn. zachodzącą w tym samym okresie) zależność pomiędzy rozwojem gospodarczym (PKB) a kapitalizacją giełdy, jednakże estymacja równania, w którym zmienna KG była objaśniona produktem krajowym brutto z okresu bieżącego t i pozostałych dwóch zmiennych objaśniających (tzn. $GFCF$ oraz EM) nie przyniosła zadowalającego rezultatu ani z merytorycznego, ani ze statystycznego punktu widzenia. Z tych powodów za poprawną uznano zależność pomiędzy opóźnionym o jeden okres PKB a kapitalizacją giełdy z bieżącego okresu. Zależność ta wynika z faktu, iż najpierw w podmiotach gospodarujących musi się dokonać odpowiedni wzrost, aby te podmioty zaczęły podejmować decyzje odnośnie do realizacji przedsięwzięć inwestycyjnych poprzez giełdę. Wzrost gospodarczy wywołuje także wzrost kursów akcji spółek notowanych na giełdzie, a więc i kapitalizacji giełdy, z tym że wzrost kursów akcji może antycypować wzrost gospodarczy (a więc zależność może zachodzić z wyprzedzeniem). Zatem umieszczenie zmiennej PKB z okresu opóźnionego o rok w zbiorze zmiennych objaśniających zmienną KG świadczy o potencjale wzrostu kapitalizacji giełdy w wyniku fundamentalnej podstawy, jaką jest wzrost gospodarczy. Na podstawie pozytywnej oceny wzrostu gospodarczego spółki w okresie następnym, o czym już pisaliśmy, podejmują decyzje o realizacji przedsięwzięć inwestycyjnych, w tym także finansowania ich poprzez giełdę.

Pozostałe dwie zmienne objaśniające kapitalizację giełdy, jakimi są nakłady na środki trwałe w gospodarce ($GFCF_t$) oraz wartość emisji dokonywanych na regulowanym rynku giełdowym (EM_t), mają za zadanie wyjaśnienie możliwości wzrostu kapitalizacji giełdowej w wyniku procesów inwestycyjnych, które zachodzą w gospodarce a mogą być sfinansowane poprzez giełdę. Jak już pisaliśmy, podmioty gospodarujące mogą wybierać sposób finansowania realizowanych inwestycji. Jeżeli będą one finansowane poprzez giełdę, to tym samym będą wpływać na wzrost jej kapitalizacji. Natomiast wzrost emisji akcji spółek giełdowych (zmienna objaśniająca EM_t) bezpośrednio wpływa na wzrost kapitalizacji giełdo-

wej. Ponadto zarówno nakłady inwestycyjne w gospodarce, jak i dokonane na giełdzie emisje świadczą o realizacji przez podmioty gospodarujące przedsięwzięć inwestycyjnych, które w rezultacie powiększają ich wartość, a więc stanowią, jak pisaliśmy, tzw. fundament wzrostu kursów akcji, czyli kapitalizacji giełdowej.

Aktywa sektora finansowego, możliwe do wykorzystania w gospodarce, wyrażają nieco inną – aczkolwiek uzupełniającą – część rozwoju finansowego, to zmienna ASF . Zmienna ta reprezentuje zmienną objaśnianą w kolejnym równaniu zbudowanego modelu. W jego specyfikacji aktywa sektora finansowego zostały uzależnione od wytworzonego w okresie poprzednim produktu krajowego brutto (PKB_{t-1}) oraz napływu do Polski bezpośrednich inwestycji zagranicznych (BIZ_t). Zmienna PKB_{t-1} w tym równaniu świadczy o możliwości powiększania się w roku następnym oszczędności, a więc o ich zasobie, który może być przeznaczany na inwestycje, a te w dalszej kolejności będą wywoływać wzrost gospodarczy. Należy również nadmienić, że testowanie zależności pomiędzy PKB_t a ASF_t , a więc zależności równoczesnej, nie przyniosło zadowalającego rezultatu z punktu widzenia statystycznego. Umieszczenie z kolei w równaniu ASF_t zmiennej objaśniającej BIZ_t ma na celu wyjaśnienie mechanizmu powiększania aktywów polskiego sektora finansowego przez kapitał zagraniczny, służący w znacznej części do finansowania dokonywanych w Polsce inwestycji.

Można jeszcze dodać, że gospodarka polska od początku okresu transformacji cierpiała na niedobór kapitału. Kapitał na rozwój czerpano z dwóch źródeł – wewnętrznych (krajowych) i zewnętrznych (zagranica). Wkrótce po roku 1990 okazało się, że krajowe zasoby środków finansowych są niewystarczające do tego, aby gospodarka mogła w szybkim tempie osiągnąć poziom zamożności zbliżony do poziomu krajów zachodnich. A zatem, biorąc pod uwagę powyżej przedstawione rozważania, aktywa sektora finansowego w sferze finansowej w modelu opisane są następującą funkcją:

$$ASF_t = f(PKB_{t-1}, BIZ_t, \zeta_t),$$

gdzie:

BIZ_t = napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych do Polski (w mld USD) w okresie t .

Tak wyspecyfikowane równania zbudowanego modelu współzależności pomiędzy rozwojem bankowości inwestycyjnej *via* rozwój finansowy a rozwojem gospodarczym poddano estymacji. Estymację przeprowadzono na obserwacjach rocznych pochodzących z lat 1994–2004 (w przypadku zmiennych opóźnionych korzystano również z obserwacji

z 1993 r.). Szeregi czasowe poszczególnych zmiennych, wraz z ich nazwami, źródłami pochodzenia obserwacji oraz przedstawiającymi je wykresami, zamieszczono w załączniku 1.

4.2.2. Estymacja parametrów równań modelu

W poniższym podrozdziale zaprezentowano zbudowany model, a także wyniki estymacji jego równań. W pierwszej kolejności zostaną przedstawione wyniki estymacji otrzymane klasyczną metodą najmniejszych kwadratów (KMNK), a następnie wyniki uzyskane podwójną metodą najmniejszych kwadratów (2MNK). Jak wiadomo, do estymacji modelu o równaniach współzależnych właściwą metodą (ze względu na właściwości estymatorów) jest 2MNK, natomiast KMNK można zastosować jedynie w celu przygotowania poprawnej specyfikacji poszczególnych równań. Tak też postąpiono w analizowanym przypadku.

4.2.2.1. Postać strukturalna modelu

Zbudowany model jest modelem ekonometrycznym, składającym się z trzech równań stochastycznych. Jego postać strukturalna przedstawia się następująco:

$$\ln PKB_t = \alpha_0 + \alpha_1 \ln KG_t + \alpha_2 \ln ASF_{t-1} + \alpha_3 \ln K_t + \alpha_4 \ln Z_t + \zeta_{1t}$$

$$\ln KG_t = \beta_0 + \beta_1 PKB_{t-1} + \beta_2 GFCF_t + \beta_3 EM_t + \zeta_{2t}$$

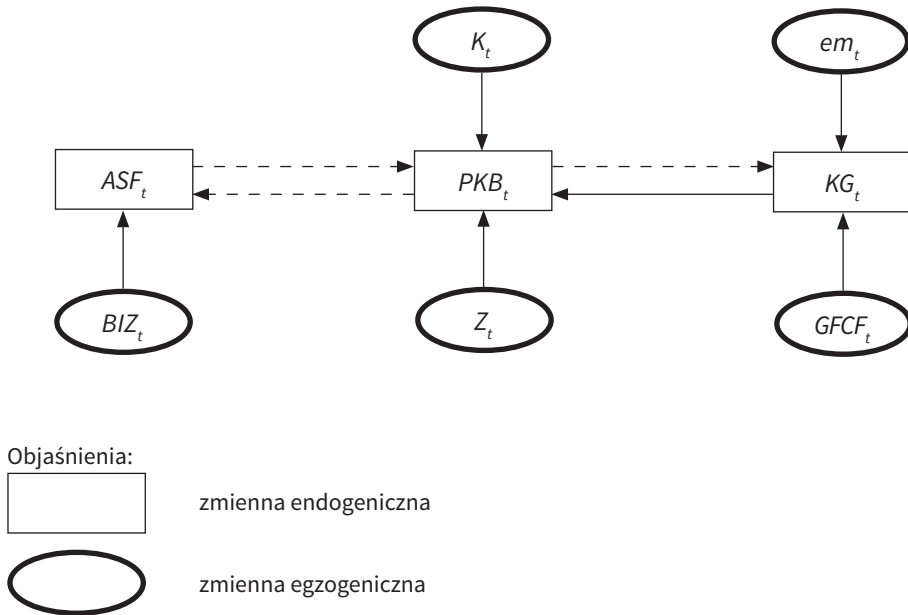
$$\ln ASF_t = \gamma_0 + \gamma_1 PKB_{t-1} + \gamma_2 BIZ_t + \zeta_{3t}$$

Poniżej, na rysunku 4.1, przedstawiono schemat powiązań pomiędzy poszczególnymi zmiennymi modelu. Na rysunku strzałki o liniach ciągłych oznaczają, że pomiędzy zmiennymi zachodzi zależność w tym samym okresie t , a strzałki o liniach przerywanych oznaczają wpływ zmiennych opóźnionych o jeden okres.

Wyraźnie widać, że model ma charakter modelu o równaniach łącznie współzależnych³⁹, czyli jest modelem łącznie współzależnym⁴⁰. Jest

39 Model o równaniach współzależnych służy do opisu zjawisk reprezentowanych przez zmienne endogeniczne jednocześnie wzajemnie na siebie oddziałujące. Nieopóźnione zmienne endogeniczne takiego modelu nazywa się zmiennymi łącznie współzależnymi. Na podstawie: *Ekonometria*, red. M. Gruszczyński i M. Podgórska, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie – Oficyna Wydawnicza, Warszawa 2004.

40 W modelu o równaniach łącznie współzależnych warunkiem koniecznym i dostatecznym identyfikowalności modelu jest, aby dla każdego równania modelu $G_i - 1 \leq K_i$,



Rys. 4.1. Schemat powiązań pomiędzy zmiennymi modelu

Źródło: opracowanie własne

również modelem dynamicznym. Sprzężenie zwrotne z opóźnieniem jednookresowym zachodzi pomiędzy zmiennymi ASF (aktywa sektora finansowego) a PKB (Produkt Krajowy Brutto). Wpływ zmiennej KG (kapitalizacji giełdowej) na PKB występuje w roku bieżącym, natomiast zależność odwrotna, czyli wpływ PKB na KG zachodzi z opóźnieniem o jeden okres. W modelu tym pojawia się pięć zmiennych egzogenicznych, które mogą być wykorzystane jako instrumenty sterujące analizowanym układem gospodarczym, którego odzwierciedleniem jest zbudowany model ekonometryczny. Będą one wykorzystane do budowy odpowiednich scenariuszy w analizie symulacyjnej.

4.2.2.2. Wyniki estymacji – weryfikacja merytoryczna i statystyczna modelu

Poniżej przedstawiono rezultaty przeprowadzonej estymacji. W pierwszej kolejności pokazano wyniki dla wyspecyfikowanych równań badanych pojedynczo, następnie wyniki dla całego modelu uzyskane za pomocą

gdzie G_i – liczba nieopóźnionych zmiennych endogenicznych występujących w i -tym równaniu, K_i zaś – liczba zmiennych z góry ustalonych, nie występujących w i -tym równaniu. W myśl tego warunku model zaprezentowany powyżej jest identyfikowalny.

2MNK. Pojedyncze równania estymowano klasyczną metodą najmniejszych kwadratów KMNK. Szczegółowe wyniki estymacji tą metodą oraz wykresy równań podane zostały poniżej.

W efekcie estymacji pierwszego równania otrzymano następujące parametry przy zmiennych:

$$\ln PKB_t = 0,576 + 0,098 \ln KG_t + 0,392 \ln ASF_{t-1} + 0,215 \ln K_t + 0,602 \ln Z_t$$

$$(t) (0,71) \quad (3,48) \quad (5,69) \quad (6,33) \quad (2,3)$$

$$R^2 = 0,999 \quad OS = 0,014 \quad d = 1,53$$

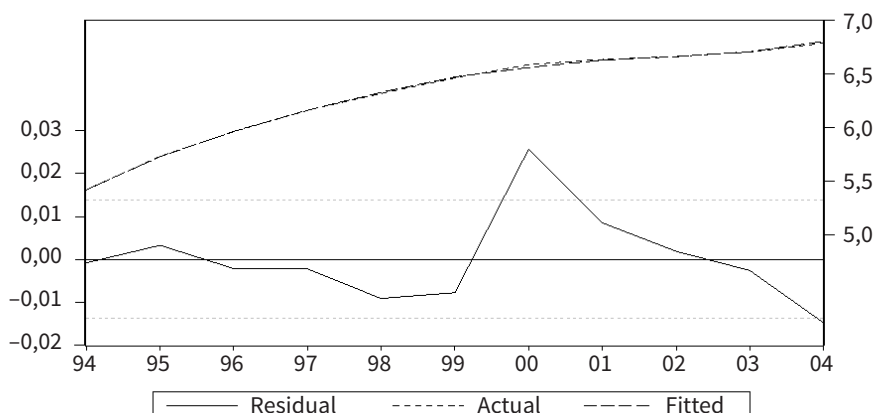
gdzie:

R^2 – współczynnik determinacji,

(t) – ocena statystyki t -Studenta,

OS – odchylenie standardowe reszt równania,

d – ocena statystyki Durbina–Watsona.



Współczynnik determinacji informuje, że w 99,9% zmienność PKB została objaśniona przez zmienność majątku trwałego, zatrudnienia oraz przez opóźnione o jeden okres aktywa finansowe zgromadzone w gospodarce, a także średnioroczną kapitalizację giełdy z bieżącego roku. Znaki przy parametrach są poprawne i zgodne z teorią ekonomii. Jeżeli majątek trwały brutto K wzrośnie o 1%, wtedy produkt krajowy brutto (PKB) wzrośnie nominalnie o 0,21% przy pozostałych warunkach niezmiennych, natomiast przy takim samym wzroście zatrudnienia produkt krajowy brutto wzrasta o 0,6%. Parametr stojący

przy zmiennej ASF informuje, że wzrost aktywów sektora finansowego w polskiej gospodarce w badanej próbie w roku poprzednim o 1% spowoduje w roku bieżącym wzrost PKB o 0,39% przy pozostałych czynnikach niezmiennych (*ceteris paribus*), co niewątpliwie jest wysokim współczynnikiem elastyczności. Natomiast jednoprocenowy wzrost KG w bieżącym roku spowoduje w tym samym roku wzrost PKB o około 0,1%.

Oceny statystyk t -Studenta wskazują, że podstawowe zmienne objaśniające w tym równaniu wywierają istotny wpływ na PKB , przy czym K , ASF oraz KG na poziomie 0,05 a Z na poziomie 0,1.

Pozytywną merytoryczną oraz statystyczną ocenę otrzymały również pozostałe równania. W równaniu wykładniczym opisującym kapitalizację giełdową (KG) uzyskano następujące rezultaty:

$$\ln KG_t = 0,919 + 0,002 PKB_{t-1} + 0,014 GFCF_t + 0,031 EM_t$$

$$(t) (12,43) \quad (8,13) \quad (10,76) \quad (4,11)$$

$$R^2 = 0,995 \quad OS = 0,079 \quad d = 2,57$$

Ze współczynnika determinacji wynika, że zmienność kapitalizacji giełdowej jest objaśniona w 99,5% przez zmienność zmiennych objaśniających. Jeżeli w okresie bieżącym nakłady na środki trwałe brutto wzrosną o 1 mld zł, to kapitalizacja giełdowa w tym samym okresie wzrośnie o 0,014% (*ceteris paribus*). Wzrost emisji w danym roku o 1 mld zł spowoduje wzrost KG o 0,031% przy założeniu niezmiennych pozostałych czynników. Jeżeli zaś w roku poprzednim wystąpił wzrost PKB o 1 mld zł, to KG w roku następnym wzrośnie o 0,002%. Wszystkie zmienne objaśniające wywierają istotny statystycznie wpływ na zmienną KG . Ostatnie z estymowanych równań uzyskało następującą postać:

$$\ln ASF_t = 4,417 + 0,002 PKB_{t-1} + 0,033 BIZ_t$$

$$(t) (104,85) \quad (26,36) \quad (4,41)$$

$$R^2 = 0,993 \quad OS = 0,049 \quad d = 1,56$$

Charakterystyczne dla tego równania jest to, że wzrost PKB w danym roku o 1 mld zł powoduje wzrost aktywów finansowych w gospodarce w kolejnym roku o 0,002% (*ceteris paribus*). Jeżeli napływ BIZ w roku t wzrośnie o 1 mld USD, to aktywa finansowe wzrosną o 0,033% (*ceteris paribus*). Wszystkie oceny parametrów strukturalnych, w tym równania, są istotne ze statystycznego punktu widzenia.

Podsumowując wyniki estymacji dokonanej dla pojedynczych równań oraz ocenę weryfikacji merytoryczno-statystycznej można uznać, że taka specyfikacja równań jest zadowalająca. Znaki stojące przy parametrach są poprawne z ekonomicznego punktu widzenia.

Poniżej estymacji poddano jednocześnie wszystkie równania. Po oszacowaniu równań podwójną metodą najmniejszych kwadratów (2MNK) uzyskano następujące parametry przy zmiennych:

$$\ln PKB_t = 0,56 + 0,098 \ln KG_t + 0,394 \ln ASF_{t-1} + 0,212 \ln K_t + 0,612 \ln Z_t$$

$$(t) (0,658) \quad (3,273) \quad (5,367) \quad (6,053) \quad (2,238)$$

$$R^2 = 0,999 \quad OS = 0,014 \quad d = 1,55$$

Oceniając równanie od strony statystycznej, $R^2 = 0,999$ informuje, że wahania zmiennych objaśniających w 99,9% objaśniają wahania zmiennej objaśnianej. Wartości sprawdzianu t -Studenta przy zmiennych K , Z oraz ASF i KG wskazują, że zmienne te wywierają istotny wpływ na zmienną PKB .

Model można zapisać w postaci potęgowej:

$$PKB_t = e^{0,56} KG_t^{0,098} ASF_{t-1}^{0,394} K_t^{0,212} Z_t^{0,612}$$

Elastyczność dochodu narodowego względem majątku trwałego ma rozsądną wartość – wzrost majątku trwałego K o 1% prowadzi do wzrostu PKB o 0,2%. Elastyczność względem zatrudnienia oznacza, że wzrost zatrudnionych o 1% w danym roku miałby przynosić wzrost PKB o 0,6% przy pozostałych czynnikach niezmiennych. Elastyczność względem poziomu aktywów finansowych informuje, że wzrost wartości tych aktywów w gospodarce z roku poprzedniego o 1% spowodować może wzrost PKB w roku bieżącym o około 0,4% (*ceteris paribus*). Natomiast wzrost kapitalizacji giełdowej o 1% wpłynąć może na wzrost PKB w tym samym roku o blisko 0,1%.

Suma współczynników elastyczności PKB względem wyszczególnionych w równaniu zmiennych objaśniających wynosi 1,316, co można zinterpretować jako ocenę stopnia jednorodności tak zbudowanej funkcji. Stopień ten oznacza, że jednoczesny jednoprocentowy wzrost wszystkich zmiennych objaśniających w tym równaniu może spowodować wzrost PKB o 1,316%, a więc powyżej jedności. Z pewnością wprowadzenie do zbioru zmiennych objaśniających funkcji produkcji czynnika kapitału finansowego spowodowało ukształtowanie się stopnia jednorodności na poziomie powyżej jedności, ale zbytnio od tego nie odbiegającym.

Drugie z równań estymowanych metodą 2MNK przedstawia się następująco:

$$\ln KG_t = 0,919 + 0,002 PKB_{t-1} + 0,014 GFCE_t + 0,031 EM_t$$

$$(t) (12,428) \quad (8,135) \quad (10,765) \quad (4,107)$$

$$R^2 = 0,995 \quad OS = 0,079 \quad d = 2,57$$

Współczynnik determinacji wskazuje, że jedynie 0,5% wahań zmienności kapitalizacji giełdy nie udało się wyjaśnić wahaniami zmiennych objaśniających. Wszystkie parametry przy zmiennych są istotne na poziomie istotności $\alpha = 0,05$. Parametr przy zmiennej EM_t informuje, że jeżeli wzrośnie w bieżącym roku wartość wyemitowanych pozaskarbowych papierów wartościowych o 1 mld zł, to kapitalizacja giełdy w tym samym roku wzrośnie średnio o nieco ponad 0,03% (*ceteris paribus*). Z obliczeń wynika, że wpływ bankowości inwestycyjnej w Polsce, mierzonej emisjami nieskarbowych papierów wartościowych, na wielkość rynku kapitałowego, mierzonego kapitalizacją giełdową, jest w badanej próbie stosunkowo mały. Być może potwierdzona została w ten sposób teza głoszona przez niektórych praktyków życia gospodarczego, że spółki giełdowe gros wpływów z plasowania papierów wartościowych przeznaczają na inne cele niż realizacje przedsięwzięć inwestycyjnych, np. na spłaty zaciągniętych kredytów. Wzrost nakładów inwestycyjnych o 1 mld zł wpływa na wzrost kapitalizacji giełdowej jedynie o około 0,014%, a wzrost PKB w roku ubiegłym o 1 mld zł powoduje wzrost kapitalizacji giełdowej w roku bieżącym o 0,002%. Oszacowane wartości ocen parametrów mierzących wpływ poszczególnych zmiennych objaśniających na kapitalizację polskiej giełdy wskazują, że wpływ ten jest niewielki, jednakże jest on statystycznie istotny i merytorycznie odpowiada założeniom teoretycznym.

Wyniki estymacji równania dla ASF metodą 2MNK przedstawione zostały poniżej:

$$\ln ASF_t = 4,405 + 0,002 PKB_{t-1} + 0,033 BIZ_t$$

$$(t) (102,891) \quad (25,462) \quad (4,351)$$

$$R^2 = 0,993 \quad OS = 0,05 \quad d = 1,53$$

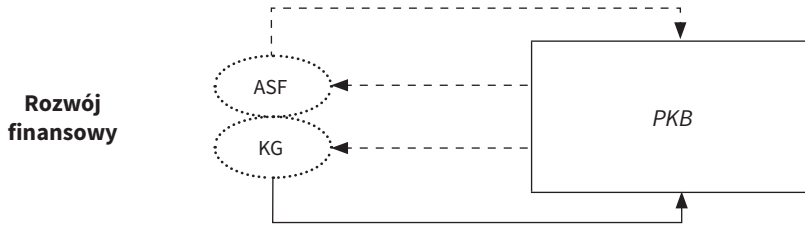
Weryfikacja statystyczna i merytoryczna powyższego równania jest zadowalająca. Wartość statystyki t -Studenta dla ośmiu stopni swobody wykazała, że przy $\alpha = 0,05$ wszystkie zmienne objaśniające są istotne.

W gospodarce polskiej, w początkowym okresie transformacji, poziom krajowych aktywów sektora finansowego, które mogłyby być wykorzystane w restrukturyzacji gospodarki, był niewystarczający. Problem finansowania rozwoju gospodarczego w owym czasie pierwotnie był rozwiązany stosunkowo łatwym dostępem przedsiębiorstw do kredytów. Kapitał na kredyty w głównej mierze pochodził ze zgromadzonych w bankach depozytów. Depozyty lokowane w bankach nie pochodziły jedynie z oszczędności krajowych gospodarstw domowych⁴¹ i podmiotów gospodarujących. Płytkość rynku kapitałowego spowodowała, że w zasadzie tylko duże firmy (głównie sprywatyzowane) korzystały z notowania na giełdzie papierów wartościowych. Prywatne małe i średnie firmy sporadycznie decydowały się na notowania publiczne. Inwestorzy instytucjonalni (OFE dopiero od 1999 r.) nie dysponowali znaczącymi aktywami, zainteresowani byli głównie inwestycjami w papiery wartościowe firm prywatyzowanych. Luka kapitałowa, jaka wówczas doskwierała polskiej gospodarce, wypełniana była (w miarę rozwoju gospodarczego kraju) przez kapitał zagraniczny. Korporacje zagraniczne oraz zagraniczni inwestorzy instytucjonalni decydowali się na dostarczanie kapitału na realizację projektów inwestycyjnych, z których oczekiwana stopa zwrotu osiągnąca była na zadowalającym poziomie i przy akceptacji towarzyszącego temu ryzyka. Pomimo że otoczenie prawne i polityczne w Polsce (także w pozostałych *emerging markets*) w latach 90. ubiegłego wieku były niestabilne, to bezpośrednie inwestycje zagraniczne w polskiej gospodarce wspomagały rozwój gospodarczy. W równaniu powyższym ocena parametru przy *BIZ* informuje, że jeżeli *BIZ* wzrośnie w roku t o 1 mld USD, to *ASF* w tym samym okresie wzrośnie o około 0,03% przy pozostałych warunkach niezmiennych. Decyzje inwestorów krajowych dotyczące alokacji nadwyżek dochodów w wymienione aktywa sektora finansowego podejmowane były z opóźnieniem jednorocznym. Wzrost PKB o 1 mld zł w bieżącym roku wywiera wpływ na zwiększenie aktywów sektora finansowego o 0,002%, jednakże zjawisko to zachodzi dopiero w roku następnym.

W związku z powyższym uznaliśmy, że wykazany został współzależny związek pomiędzy rozwojem gospodarczym i rozwojem finansowym w Polsce. Przebiega on dwutorowo, co oznacza, że z jednej strony aktywa firm ubezpieczeniowych oraz funduszy emerytalnych i inwestycyjnych z jednookresowym opóźnieniem, a także kapitalizacja giełdy bez opóźnienia czasowego wpływają na wzrost PKB, a z drugiej strony PKB z jednorocznym opóźnieniem wpływa na rozwój sektora finansowego.

41 W badaniu podjęto próbę uwzględnienia stopy oszczędności gospodarstw domowych (jako udział oszczędności brutto w dochodach osobistych do dyspozycji), w efekcie której zmienna okazała się nieistotna statystycznie nawet na poziomie istotności 0,1, dlatego zdecydowano o jej pominięciu w równaniu.

Poniższy schemat (rysunek 4.2) przedstawia ten związek w sposób graficzny.



Rys. 4.2. Schemat zależności pomiędzy rozwojem finansowym i PKB. Liniami przerywanymi zaznaczono zależności pomiędzy zmiennymi z jednookresowym opóźnieniem. Linie ciągłe oznaczają brak opóźnień

Źródło: opracowanie własne

Przeprowadzone badanie wykazało wpływ rozwoju finansowego na poziom rozwoju gospodarczego. Należy podkreślić, że analiza związków pomiędzy ASF, KG oraz PKB dowiodła, że jedynie wzrost kapitalizacji giełdowej ma w bieżącym roku wpływ na przyrost PKB, natomiast aktywa sektora finansowego zagospodarowywane są i pomnażają dochód narodowy dopiero w następnym roku. Dzięki powyższej analizie ustalono, że bankowość inwestycyjna wywiera wpływ na wzrost gospodarczy po części w tym samym okresie, po części w okresie następnym, co wynika, jak pisaaliśmy, z upływu czasu potrzebnego do transformacji kapitału finansowego w przedsięwzięcia inwestycyjne zwiększające wzrost gospodarczy.

4.2.3. Praktyczne wykorzystanie modelu

Następnym krokiem przy analizie związków przyczynowo-skutkowych było przeprowadzenie symulacji dynamicznej⁴² modelu (w okresie próby) przy zastosowaniu algorytmu Gaussa–Seidela⁴³. W pakiecie E-views

42 Symulacja dynamiczna, w odróżnieniu od symulacji statycznej, wykorzystuje wartości historyczne dla opóźnionych zmiennych endogenicznych, jeżeli pochodzą one z okresu poprzedzającego zakres symulacji. Następnie w okresie symulacji wykorzystane są dla tych zmiennych wartości oszacowane na podstawie modelu. W zdecydowanej większości przypadków symulacje na modelach ekonometrycznych oparte są na rozwiązaniach dynamicznych modelu. Por. W. Dębski, *Przewidywanie i analizy symulacyjne w biznesie. Podręcznik menedżera*, First Business College, Warszawa 1995.

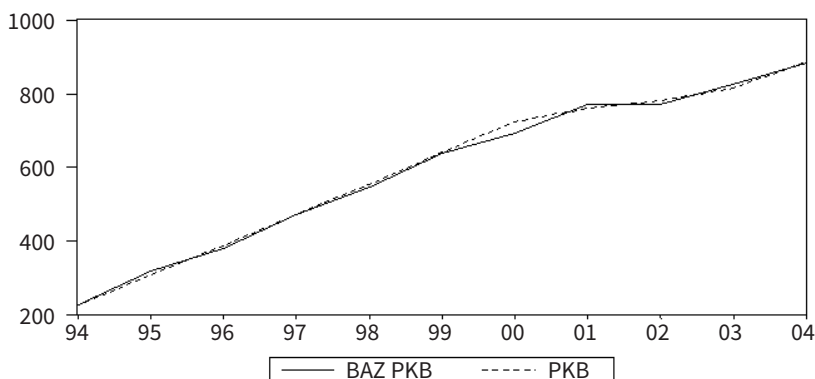
43 Metoda ta polega na pewnym iteracyjnym procesie uzyskiwania kolejnych przybliżeń wartości zmiennych endogenicznych w okresie t (wychodząc od zadanych

użytych do obliczeń ustalono następujące parametry symulacji – liczba iteracji 150, współczynnik zbieżności 0,00001.

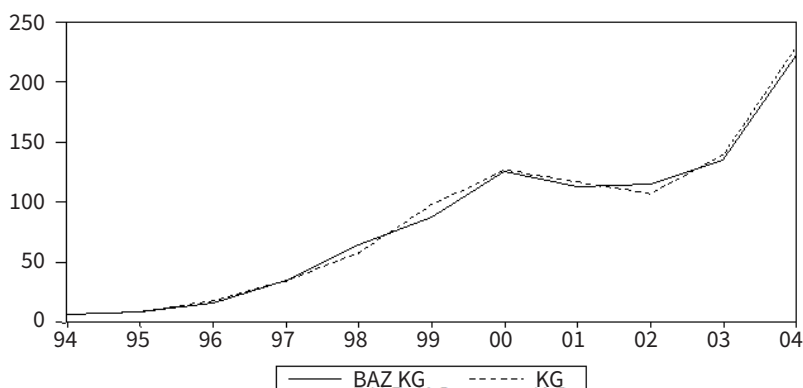
4.2.3.1. Rozwiązanie bazowe

Poniżej zaprezentowano wyniki symulacji dynamicznej w okresie próby, tj. z lat 1994–2004. Porównanie wartości rzeczywistych (linia przerywana) z wartościami otrzymanymi z modelu obliczonymi za pomocą symulacji dynamicznej (linia ciągła) dla poszczególnych zmiennych endogenicznych przedstawiają wykresy zamieszczone poniżej⁴⁴:

MAPE = 1,47%



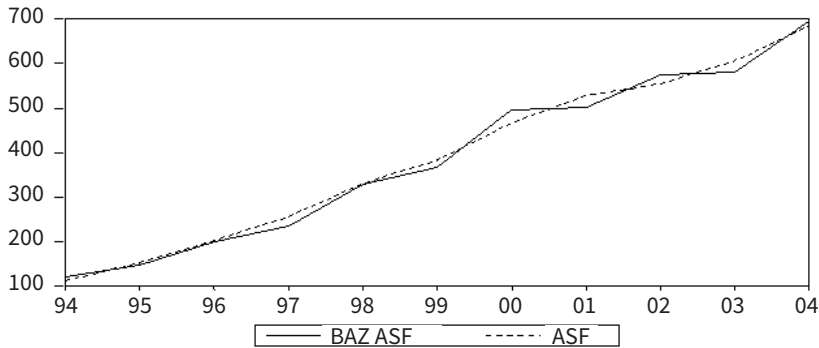
MAPE = 5,04%



początkowych wartości zmiennych endogenicznych współzależnych) aż do spełnienia określonego kryterium zbieżności procesu, którym jest wielkość różnicy pomiędzy wartościami zmiennych endogenicznych uzyskiwanymi w dwóch następujących po sobie iteracjach. Por. *ibidem*, s. 104–105.

⁴⁴ Sygnatura „BAZ” przy zmiennych oznacza rozwiązanie bazowe.

MAPE = 4,15%



Na podstawie analizy wartości MAPE⁴⁵ oraz wykresów można stwierdzić, że wyniki przeprowadzonej symulacji dynamicznej są zadowalające. Oznacza to, że wartości odchyień pomiędzy ścieżkami zmiennych wygenerowanymi przez model i ścieżkami rzeczywistymi są bardzo małe. Przyjmuje się w praktyce, że średni błąd prognozy (MAPE) nie powinien sięgać wartości wyższej niż 5% (w niektórych źródłach podaje się 10%). W przypadku tylko jednego równania, w którym objaśniana jest kapitalizacja giełdowa, uzyskany wynik był mniej zadowalający (MAPE = 5,04%). Ze względu na specyfikę zmiennej KG, charakteryzującej się dużymi wahaniami w ciągu roku (pomimo że dane statystyczne kapitalizacji giełdowej zostały uśrednione), uznano za dopuszczalne przyjęcie takiej wielkości średniego błędu prognozy dla równania opisującego kapitalizację giełdy. Na wykresie KG zaobserwować można, że od roku 2000 do około połowy roku 2003 trajektorie wyznaczające przebieg krzywych dość znacznie się różnią. Okres ten nie sprzyjał rozwojowi giełdy papierów wartościowych z uwagi na dekoniunkturę gospodarki polskiej i światowej. Podobnie rzecz się ma ze zmienną ASF, która również okazała się bardzo wrażliwa na jakiegokolwiek zmiany w gospodarce.

Rynek finansowy jest bardzo wrażliwy na gwałtowne zmiany w sferze realnej gospodarki – zarówno na jakiegokolwiek żywiołowe załamania, jak i na dynamiczną w niej poprawę. Potwierdzeniem tego wniosku jest analiza sytuacji gospodarczej w roku 2004, w którym nastąpiła widoczna poprawa koniunktury, co znalazło odzwierciedlenie na rynku finansowym. Spowodowało to, że wykresy danych rzeczywistych i wysymulowanych znalazły się na nieco odmiennych trajektoriach. Można wysunąć dość ryzykowną i daleko idącą w przypuszczeniach tezę, że bankowość inwestycyjna jest bardzo wrażliwa na zmiany zachodzące w gospodarce i bardzo szybko reaguje na płynące z niej sygnały.

45 Średni absolutny błąd procentowy.

Dokonując oceny jakości modelu należy stwierdzić, że jest on poprawny z merytorycznego i statystycznego punktu widzenia, a zatem można go nazwać modelem „dobrym”, co oznacza, że da się go wykorzystać do procesu prognozowania i symulacji *ex ante*.

4.2.3.2. Symulacje

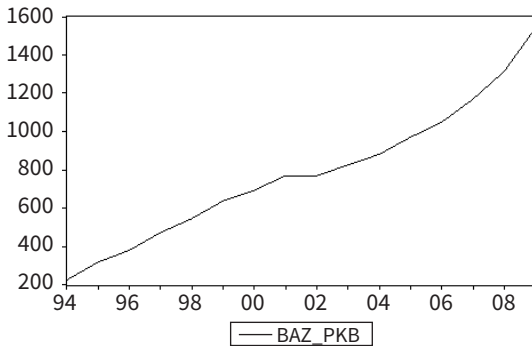
Wyniki oszacowanych parametrów modelu, które poddaliśmy weryfikacji merytorycznej i statystycznej w okresie *ex post* pozwalają na wykorzystanie modelu do obliczenia prognoz zmiennych endogenicznych na okres wykraczający poza zakres dostępnych danych empirycznych⁴⁶, czyli rok 2004. Jednakże, aby obliczyć te prognozy należy przyjąć odpowiednie wartości zmiennych egzogenicznych w okresie prognozowanym. Zostały one przyjęte na podstawie prognoz zmiennych egzogenicznych uzyskanych metodami ekonometrycznymi opartymi na szeregach czasowych tych zmiennych. Wykresy zmiennych egzogenicznych, wraz z wartościami ich prognoz, zawarte są w załączniku 2 niniejszego opracowania. Okres, na który sporządzono prognozy zmiennych endogenicznych modelu obejmuje pięć lat, tj. lata 2005–2009. Na taki okres sporządzono też prognozy zmiennych egzogenicznych.

Jedną z najczęściej stosowanych technik symulacji dla modeli nieliniowych sprowadza się do uzyskania rozwiązania układu równań opisującego dany system ekonomiczny. Symulacje przeprowadzane na modelu umożliwiają sprawdzenie zachowania się opisywanego układu gospodarczego w warunkach takich, jakie założono do przeprowadzenia badania, oraz takich, jakie może sobie wyobrazić konstruktor modelu⁴⁷. Bazowe rozwiązanie modelu, zawarte w punkcie 4.2.3.1, może zostać wydłużone poza próbę statystyczną (*ex ante*). Obliczeń dokonuje się zazwyczaj dla najbardziej prawdopodobnych wartości realizacji zmiennych egzogenicznych, czyli przyjętych wartości prognoz tych zmiennych.

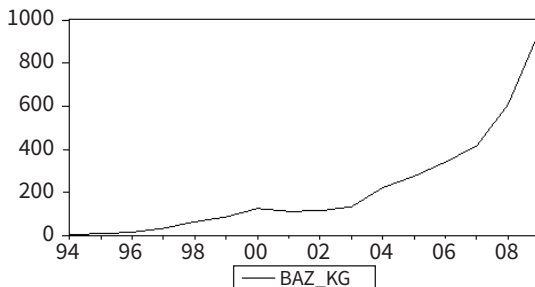
Poniżej przedstawiono wyniki analizy symulacji dynamicznej bazowej z prognozą do roku 2009 (rozwiązanie bazowe modelu do 2009 r.) oraz tempo roczne wysymulowanych zmian wartości bazowych.

46 Prognozowanie w przyszłość (*ex ante*) nazywane jest deterministycznym, gdy prognoza obliczana jest na podstawie konkretnych wartości występujących po prawej stronie równania. W sytuacji, gdy występuje składnik losowy, umieszczony addytywnie w równaniu, wówczas mówi się o prognozie stochastycznej (niekiedy nazywanej symulacją stochastyczną).

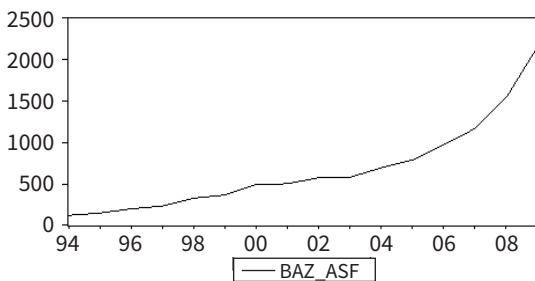
47 W. Dębski, *Przewidywanie i analizy symulacyjne w biznesie...*



	BAZ PKB	tempo
2005	970,85	0,101
2006	1049,72	0,081
2007	1169,90	0,114
2008	1314,54	0,124
2009	1541,94	0,173



	BAZ PKB	tempo
2005	275,83	0,238
2006	341,41	0,238
2007	416,28	0,219
2008	607,57	0,460
2009	947,90	0,560



	BAZ PKB	tempo
2005	787,24	0,135
2006	969,66	0,232
2007	1166,58	0,203
2008	1540,57	0,321
2009	2149,57	0,395

O wszystkich zmiennych można powiedzieć, że w latach 2005–2009 utrzymują ogólną tendencję, jaką przejawiały w okresie próby. Zauważyć należy, że zachowanie zmiennej *KG*, która w modelu reprezentuje *stricte* usługi bankowości inwestycyjnej, wykazuje najbardziej dynamiczny wzrost, szczególnie w latach 2007–2009.

4.2.3.3. Analiza mnożnikowa

Symulacja dynamiczna przeprowadzona w poprzednim punkcie i uzyskane wyniki stanowią podstawę do przeprowadzenia analizy mnożnikowej modelu⁴⁸. W literaturze przedmiotu rozróżnia się zasadni-

⁴⁸ Analiza mnożnikowa przeprowadzona na podstawie modelu skonstruowanego w pracy, który jest modelem nieliniowym, nie pozwala obliczyć wielkości reakcji

czo dwa podstawowe rodzaje mnożników, dlatego w modelu także zostaną one wykorzystane. Zalicza się do nich:

I. Mnożniki impulsowe.

II. Mnożniki zmian podtrzymywanych.

Ad. I. Mnożniki impulsowe

Mnożniki impulsowe oblicza się dla poszczególnych zmiennych endogenicznych modelu w efekcie zmiany wybranej zmiennej egzogenicznej w wybranym okresie (najczęściej jest to pierwszy okres *ex ante*). Mnożniki te wykorzystano w pierwszej części analizy badanego modelu. Wyniki obliczeń uzyskane dla okresu, w którym dokonano zmiany zmiennej egzogenicznej nazywane są mnożnikami bezpośrednimi, natomiast ich wartości uzyskane dla pozostałych okresów noszą nazwę mnożników pośrednich. W naszym przypadku mnożnikami bezpośrednimi będą ich wartości w 2005 r., a mnożnikami pośrednimi ich wartości w latach 2006–2009. Mnożniki bezpośrednie i pośrednie oblicza się poprzez porównanie rozwiązania modelu po zakłóceniu (zakłócenie następuje poprzez zmianę wybranej zmiennej egzogenicznej) z rozwiązaniem bazowym modelu. W naszym przypadku analizie poddano pięć wariantów (oznaczonych symbolem *W* z przypisanym mu numerem danego wariantu). W każdym z nich dokonano w roku 2005 odpowiedniej zmiany zmiennej egzogenicznej (jej oznaczenie pojawia się przy analizowanym wariancie). Poniżej przedstawiono te warianty.

W1: wzrost *BIZ* o 20%,

W2: wzrost *GFCF* o 20%,

W3: wzrost *EM* o 20%,

W4: wzrost *K* o 10%,

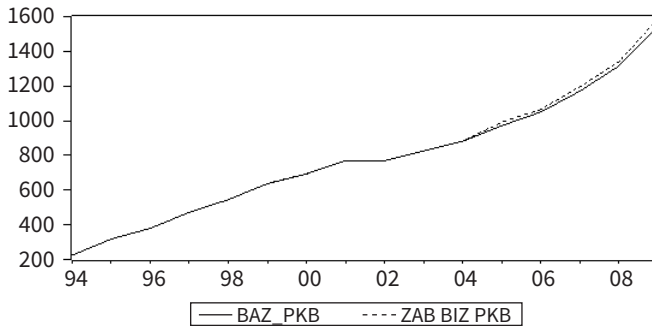
W5: wzrost *Z* o 2%.

Wybór takich zmian wartości dla zmiennych egzogenicznych został poprzedzony analizą historycznych zachowań tych zmiennych. Dodatkowo na ten wybór miały wpływ perspektywy i prognozy publikowane przez autorytatywne ośrodki badawcze, takie jak Ministerstwo Finansów, Rządowe Centrum Studiów Strategicznych, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową.

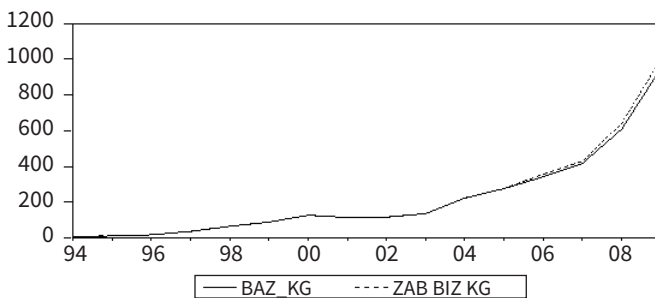
Poniżej dla każdego z analizowanych wariantów przedstawiono wykresy wartości zmiennych endogenicznych z rozwiązania bazowego oraz rozwiązania po zakłóceniu (w okresie *ex ante*), wybraną zmienną egzogeniczną w 2005 r. wraz z wartościami (w ramce obok rysunku) mnożników (symbol „BAZ” oznacza rozwiązanie bazowe, a symbol „ZAB” rozwiązanie po zakłóceniu).

modelu (zmiennych endogenicznych) na jednostkową zmianę wybranej zmiennej egzogenicznej w postaci dostępnej dla liniowych modeli wielorównaniowych. Można to zrobić jedynie poprzez rozwiązania modelu metodą Gaussa–Seidela.

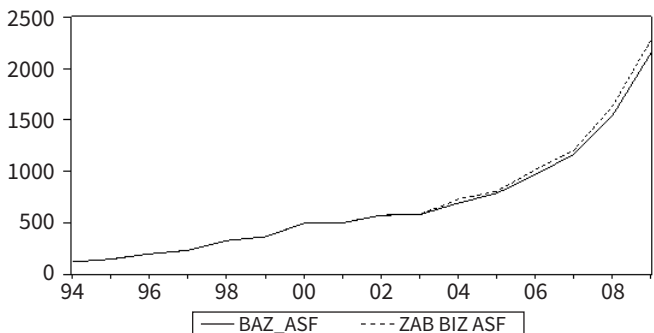
W 1:



2005	0,00%
2006	2,11%
2007	0,46%
2008	2,10%
2009	1,05%



2005	0,00%
2006	0,00%
2007	4,73%
2008	1,12%
2009	5,95%



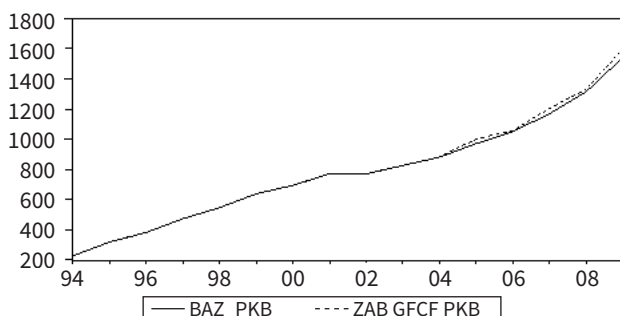
2005	5,44%
2006	0,00%
2007	5,14%
2008	1,22%
2009	6,47%

Powyzsze trzy wykresy obrazują, w jaki sposób dwudziestoprocentowa zmiana zmiennej *BIZ* w 2005 r. wpłynęła na zmienne endogeniczne modelu, czyli *PKB*, *KG* i *ASF*. Z obliczeń wynika, że wprowadzony do modelu impuls w postaci dwudziestoprocentowego wzrostu bezpośrednich inwestycji zagranicznych w 2005 r., przy innych warunkach niezmiennych, powoduje zmiany we wszystkich zmiennych objaśnianych. Relatywnie największy wpływ zakłócenie to wywarło na zmienną opisującą aktywa sektora finansowego oraz kapitalizację giełdową, a mniejszy na *PKB*. Oznacza to, że bezpośrednie inwestycje zagraniczne w Polsce w bezpośredni sposób oddziałują na sektor finansowy. Wzrost aktywów

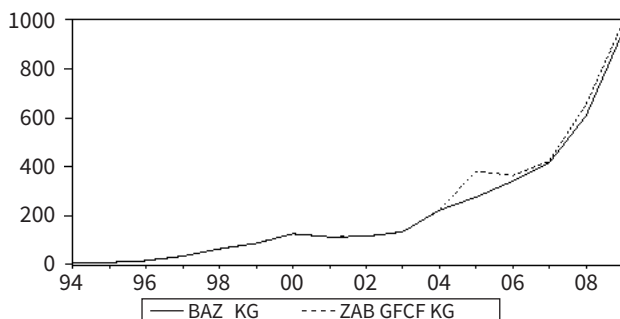
sektora finansowego oraz wzrost znaczenia giełdy papierów wartościowych w rozwoju gospodarczym wywołują dodatkowo zmiany w dochodzie narodowym, co widać poprzez wartości mnożników pośrednich przy zmiennej *PKB*. Mnożniki bezpośrednie przy zmiennej *PKB* i *KG* mają wartości zerowe ze względu na brak powiązań jednoczesnych w modelu pomiędzy *ASF* i *PKB* oraz następnie *PKB* i *KG*.

W 2:

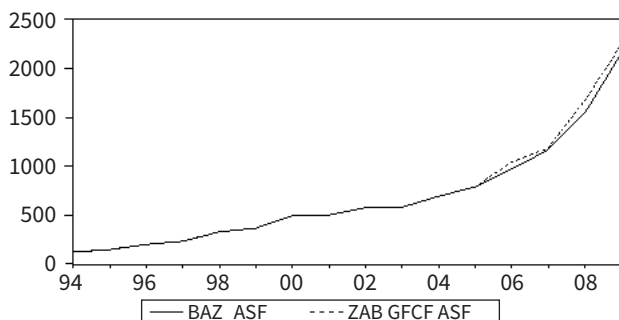
W wariancie drugim analizy przyjęto, że zakłócenie (szok) zmiennej *GFCF* nastąpi poprzez jej wzrost o 20% w 2005 r.



2005	0,00%
2006	7,39%
2007	1,55%
2008	8,25%
2009	4,06%



2005	38,25%
2006	6,79%
2007	1,43%
2008	7,58%
2009	3,73%



2005	3,24%
2006	0,65%
2007	2,99%
2008	1,34%
2009	3,54%

Wprowadzony do modelu impuls w postaci wzrostu nakładów inwestycyjnych o 20% w 2005 r. wywołał istotną zmianę w przebiegu trajektorii wyprognozowanych zmiennych objaśnianych, szczególnie jednak zmiana widoczna jest przy zmiennej *KG*. Na wykresie tej zmiennej widać, że mnożnik bezpośredni osiągnął wartość ponad 38%, co potwierdza wcześniejsze spostrzeżenia, że wzrost nakładów inwestycyjnych na środki trwałe w gospodarce wpływa bezpośrednio na wzrost wartości spółek oraz na wzrost kapitalizacji giełdowej. Zmiana ta wywołała wzrost *PKB* w tym samym roku o 3,24% i wzrost *ASF* w roku następnym o 7,39%. Z wartości mnożników wynika, że wprowadzenie jednoprocetowej zmiany *GFCF* powoduje prawie dwukrotny wzrost wartości notowanych na giełdzie spółek. W następnych okresach jest wytlumiony i oscyluje wokół wyprognozowanej ścieżki trajektorii.

Wprowadzone zakłócenie w postaci impulsu zadanego przez dwudziestoprocentowy wzrost nakładów inwestycyjnych wpływa z opóźnieniem na zmiany aktywów sektora finansowego. Efekty zmian widoczne są zatem w kolejnych latach, co wynika z braku jednoczesnej relacji w modelu pomiędzy *PKB* i *ASF*.

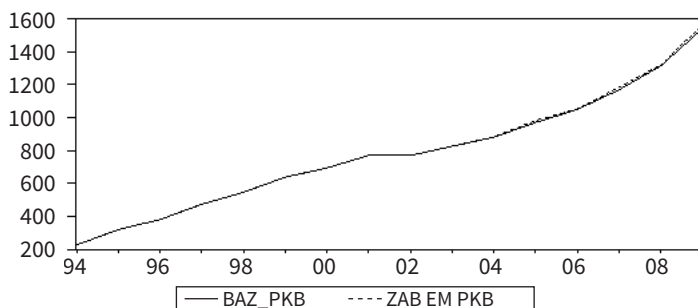
Oddziaływanie polityki gospodarczej na decyzje inwestycyjne przedsiębiorstw jest bardzo istotne i ta polityka powinna zmierzać w kierunku inicjowania zachęt dla podejmujących inwestycje przedsiębiorstw, takich jak np. przyspieszona amortyzacja czy ulgi podatkowe. A zatem podsumowując można stwierdzić, że wzrost nakładów inwestycyjnych na środki trwałe może przyczynić się do przyspieszenia rozwoju gospodarczego, co potwierdzają także wyniki obliczeń przedstawione na powyższych wykresach.

Taki konsekwentny kierunek polityki gospodarczej, nastawiony na wspieranie rozwoju przedsiębiorstw poprzez stwarzanie dogodnych warunków do podejmowania inwestycji o charakterze trwałym, powoduje, że rozwija się nie tylko rynek kapitałowy, lecz także pozostałe filary systemu finansowego (rozwój finansowy), jak np. fundusze inwestycyjne bądź fundusze emerytalne. Można zatem wysunąć tezę, że bankowość inwestycyjna bezpośrednio przyczynia się do rozwoju finansowego, a ten z kolei do wzrostu gospodarczego.

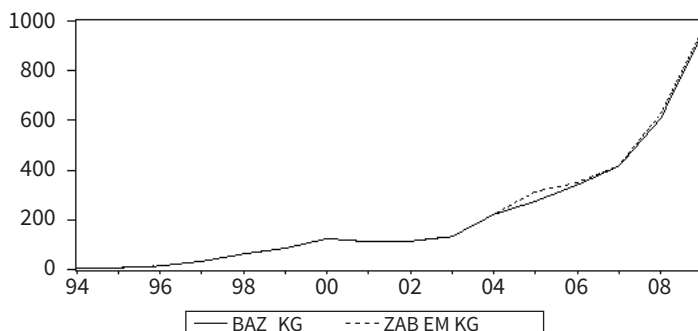
W 3:

W wariacie trzecim przyjęto wzrost emisji papierów wartościowych w ofertach publicznych o 20% w 2005 r. Wprowadzony impuls wywarł w tym samym roku istotny (13,91%) wpływ na zmienną *KG*, co jest zgodne ze stwierdzeniem, że poziom kapitalizacji giełdy zależy m.in. w dużym stopniu od wartości plasowanych na nim papierów wartościowych. Wartości mnożników pośrednich są już znacznie mniejsze, a mnożniki

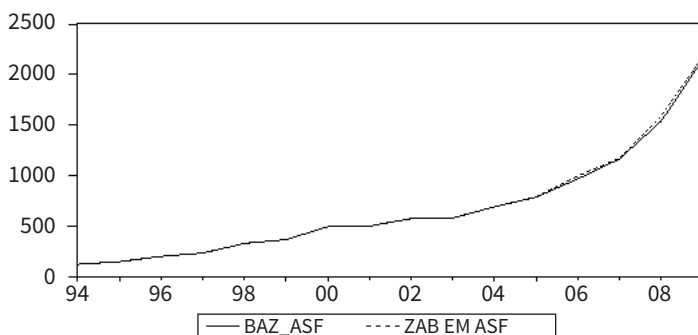
bezpośrednie i pośrednie w odniesieniu do zmiennych i *ASF* są bardzo małe, co oznacza, że emisje papierów wartościowych spółek notowanych na giełdzie w niewielkim stopniu przekładają się na aktywa sektora finansowego i wzrost gospodarczy.



2005	1,29%
2006	0,26%
2007	1,18%
2008	0,53%
2009	1,38%



2005	13,91%
2006	2,65%
2007	0,57%
2008	2,92%
2009	1,46%



2005	0,00%
2006	2,88%
2007	0,61%
2008	3,18%
2009	1,58%

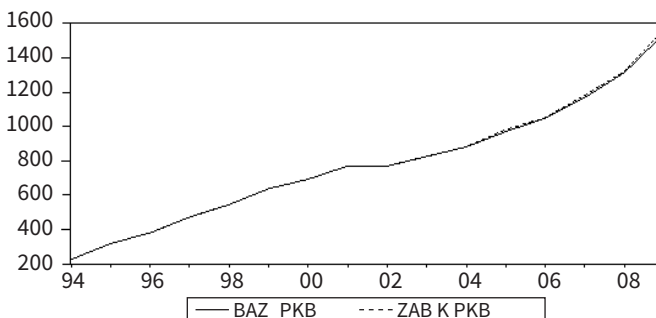
Wpływ emisji (zmienna *EM*) na kapitalizację giełdy (zmienna *KG*) obserwowany poprzez mnożnik bezpośredni, a następnie mnożniki pośrednie można interpretować jako wpływ rozwoju usług bankowości inwestycyjnej (IPO oraz nowe emisje podmiotów już notowanych na giełdzie) na rozwój rynku kapitałowego i dalej (choć wpływ ten, wynikający z mnożników, jest bardzo mały) na PKB, czyli wzrost gospodarczy.

W hipotetycznej sytuacji, gdyby było zachowane tempo dokonywanych emisji poprzez dalsze prywatyzowanie spółek oraz stwarzane były warunki sprzyjające wchodzeniu na parkiet nowych podmiotów (szczególnie z segmentu małych i średnich przedsiębiorstw), to rynek kapitałowy zapewne rozwijałby się w szybszym tempie niż obrazuje to wyprognozowana krzywa *KG* (przy innych warunkach niezmiennych). Ogólny wniosek, który można wyprowadzić z analizy wariantu trzeciego, sprowadza się do stwierdzenia, że jednoprocentowy wzrost wartości emisji papierów wartościowych w ofertach publicznych wywołuje 0,7% wzrost kapitalizacji giełdowej w tym samym okresie oraz bardzo nikłe wzrosty w okresach następnych. Oznaczać to może dalej, że tylko odpowiednio wysokie tempo plasowania papierów wartościowych na giełdzie papierów wartościowych może przyczynić się do jej długotrwałego rozwoju.

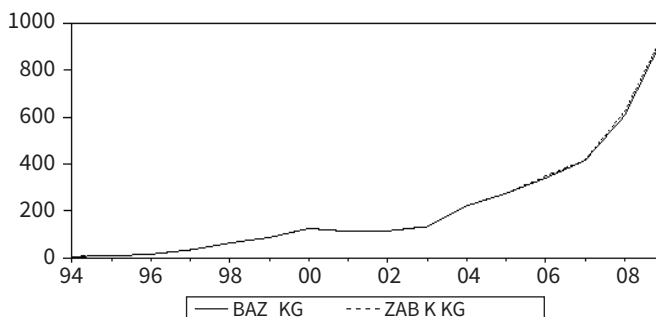
W 4:

W wariancie 4 analizie poddano wpływ zmiany zmiennej egzogenicznej *K* (jest to zmienna objaśniająca w równaniu *PKB*) dokonanej w 2005 r. na zmienne endogeniczne modelu. Zmienną *K* zwiększono o 10% w stosunku do wartości bazowej, czyli jej pierwotnej prognozy.

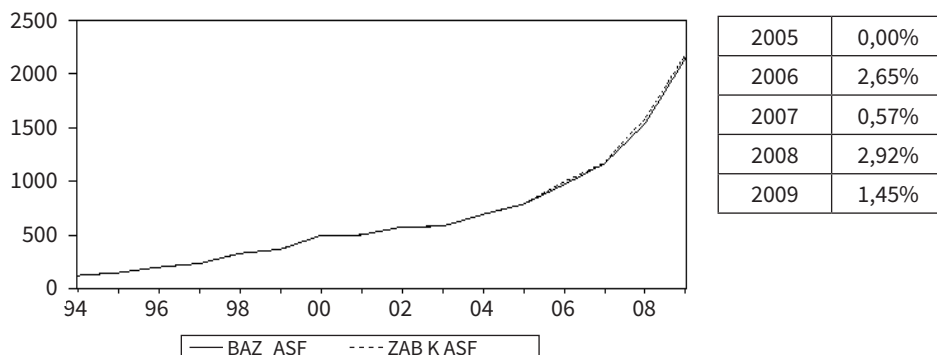
Poniższe wykresy przedstawiają zachowanie się zmiennych objaśnianych po tym zakłóceniu wartości zmiennej *K* w roku 2005.



2005	1,19%
2006	0,24%
2007	1,09%
2008	0,48%
2009	1,27%



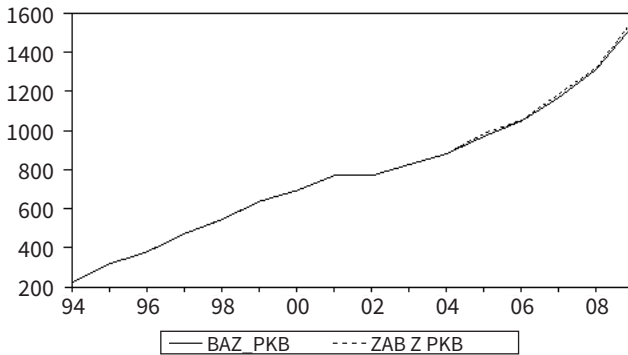
2005	0,00%
2006	2,44%
2007	0,52%
2008	2,69%
2009	1,34%



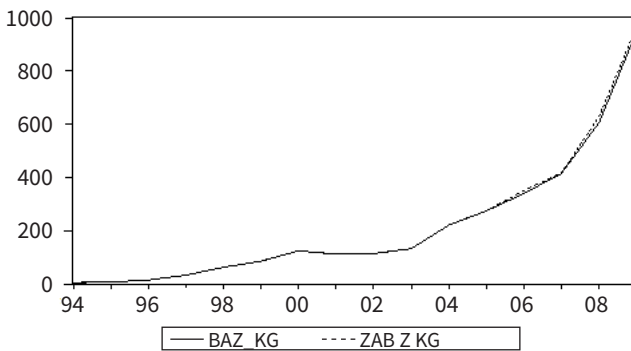
Wprowadzone do modelu zmiennej K zakłócenie wywiera w pierwszej kolejności wpływ na zmienną PKB (jednoprocentowy wzrost K powoduje wzrost PKB o 0,12% w tym samym okresie) oraz zmiany w KG i ASF , ale dopiero w okresie następnym (brak jest w modelu jednoczesnych powiązań pomiędzy PKB a KG i ASF). Oddziaływanie to jest jednak wyższe, gdyż jednoprocentowa zmiana K powoduje w okresie następnym zmianę KG o 0,24% i ASF o 0,26%, a więc dwukrotnie wyższą niż w przypadku PKB .

W 5:

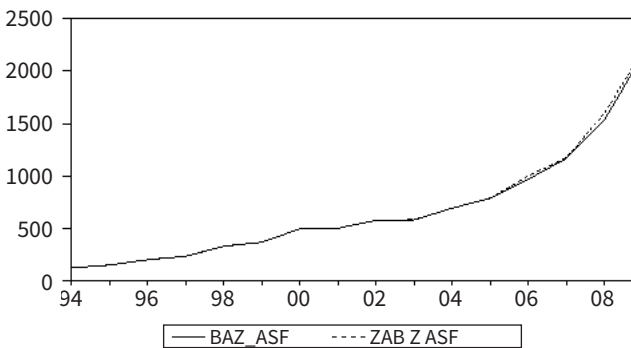
Wariant 5 z kolei zakłada zbadanie hipotetycznego wpływu jednorazowej zmiany zmiennej Z (zatrudnienie w gospodarce narodowej) w równaniu objaśniającym PKB . Założona zmiana wynosi 2% i została dokonana, tak jak poprzednio, tylko w 2005 r. W jej wyniku PKB wzrasta w tym samym okresie (mnożnik bezpośredni) o 1,51%. Przenosi się ona dalej, ale dopiero w następnym roku na KG i ASF i zmiany te (mnożniki pośrednie dla pierwszego okresu) wynoszą odpowiednio 3,12 i 3,39%, a więc są wyższe niż w przypadku PKB dla roku 2005. Wynika to również z braku jednoczesnych powiązań pomiędzy PKB a zmiennymi KG i ASF (powiązania te występują z jednorocznym opóźnieniem). W efekcie sprzężenia zwrotnego możemy również obserwować zmianę PKB w roku 2006 (mnożnik pośredni dla pierwszego okresu), jednakże zmiana ta wynosi tylko 0,3%. Wykresy zmiennych endogenicznych wraz ze wskazanymi wyżej wartościami mnożników dla wariantu 5 zamieszczono poniżej.



2005	1,51%
2006	0,30%
2007	1,39%
2008	0,62%
2009	1,63%



2005	0,00%
2006	3,12%
2007	0,67%
2008	3,45%
2009	1,71%



2005	0,00%
2006	3,39%
2007	0,72%
2008	3,74%
2009	1,86%

Porównując otrzymane mnożniki dla zmiennej Z z mnożnikami dla zmiennej K należy stwierdzić, że mnożniki względem jednostkowej zmiany, tzn. 1%, zmiennej Z są wyższe od takich samych mnożników dla zmiennej K , co wynika z faktu otrzymania wyższego współczynnika elastyczności PKB względem zatrudnienia niż względem majątku produkcyjnego. Z kolei wyższy współczynnik elastyczności PKB względem zatrudnienia może wynikać z faktu coraz wyższego udziału usług w wytwarzaniu dochodu narodowego (PKB). Wzrost zatrudnienia w gospodarce właśnie poprzez rozwój sektora usług, powoduje w danym roku

wzrost dochodów osobistych ludności, które tworzą przyrost oszczędności (następuje ich kumulowanie się), a te dalej (w modelu wskazywalimy, że z opóźnieniem jednorocznym) zamieniane są w różne aktywa finansowe. Wraz z rozwojem rynku finansowego i usług bankowości inwestycyjnej dochodzi do wzrostu zainteresowania podejmowaniem się inwestycji oraz lokowaniem wolnych nadwyżek środków finansowych na rynku kapitałowym.

Bardzo dynamicznie rozwijają się fundusze inwestycyjne, ubezpieczeniowe oraz emerytalne, którym powierzane są do zagospodarowania wolne środki finansowe. Wzrasta zatem rola inwestorów instytucjonalnych w gospodarce i rynek kapitałowy może stać się głównym mobilizatorem oszczędności w gospodarce oraz pełnić funkcję transformatora tychże oszczędności. Zaznaczyć należy, że inwestorzy instytucjonalni zdobywają coraz większy udział w rynku, wykorzystując do budowy swoich portfeli instrumenty charakterystyczne dla bankowości inwestycyjnej. Bankowość ta umożliwia zatem dywersyfikację ryzyka w portfelach aktywów finansowych oferując adekwatną do jego różnych poziomów stopę zwrotu.

Podsumowując dokonaną analizę mnożnikową dla zmian impulsowych należy stwierdzić, iż uzyskane wartości mnożników bezpośrednich i pośrednich nie są całkowicie zadowalające, gdyż w wielu miejscach wskazują na pewną „wybuchową” cykliczność zmian zmiennych endogenicznych w okresie *ex ante* spowodowanych dokonaniem zakłóceniem (zmianą) w jednym okresie (rok 2005) wybranej zmiennej egzogenicznej (będącej określonym instrumentem sterowania rozważanym układem gospodarczym. Niepokoi zwłaszcza fakt, że w wielu miejscach wartości mnożników pośrednich są wyższe od wartości mnożników bezpośrednich, co może wskazywać na pewną niestabilność przedstawionego modelu (stabilność ta nie była badana). Potrzeba więc dalszych badań nad rozważanymi problemami dotyczącymi współzależności pomiędzy rozwojem finansowym a rozwojem gospodarczym. Powinny one być dokonywane na większej liczbie obserwacji. Problemy te leżą w sferze zainteresowań autorki i z pewnością do nich powróci.

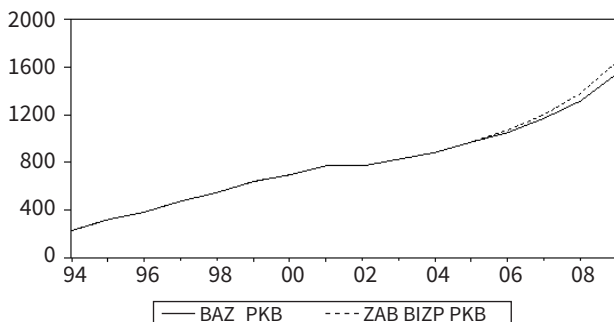
Ad. II. Analiza mnożników podtrzymywanych

WP 1:

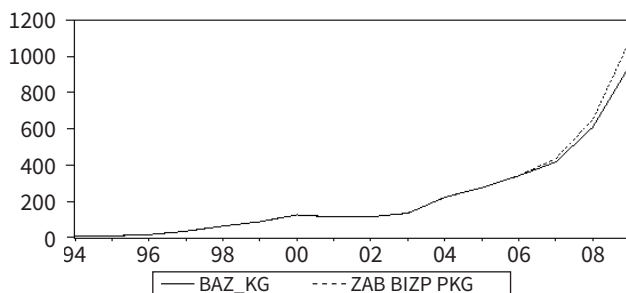
Druga część przeprowadzonej analizy mnożnikowej dotyczy mnożników podtrzymywanych. W czasie tej analizy bada się zachowanie rozpatrywanego układu gospodarczego (zmiennych endogenicznych modelu) na zmianę wybranej zmiennej egzogenicznej (danego instrumentu polityki gospodarczej) dokonaną w pewnym okresie, np. w całym okresie *ex ante*. W naszym przypadku wprowadzone w 2005 r. zaburzenie, które

było dokonywane w poprzednich wariantach (dla zmian impulsowych) zostało przedłużone do roku 2009, czyli na cały okres *ex ante*. Poniżej na wykresach prezentujemy wartości zmiennych endogenicznych modelu po takim zaburzeniu (linia przerywana) oraz wartości rozwiązania bazowego (linia ciągła) i wartości uzyskanych mnożników dla zmian podtrzymywanych (w ramce do danego wykresu). Badane warianty oznaczono symbolem WP (P oznacza wariant dla zmian podtrzymywanych), po którym następuje numer danego wariantu.

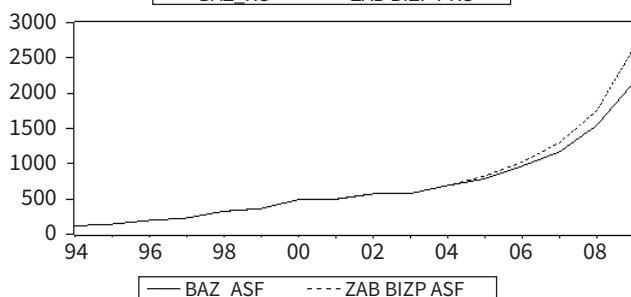
Pierwszą zmienną egzogeniczną w modelu, dla której dokonano analizy mnożników podtrzymywanych, jest *BIZ*. Założono, że bezpośrednie inwestycje zagraniczne rocznie będą większe o 20% od ich wartości wyprognozowanych w okresie 2005–2009. Poniższe wykresy prezentują zmiany wywołane zaburzeniem zmiennej *BIZ* wprowadzonym do modelu i podtrzymywanych przez pięć kolejnych lat.



2005	0,00%
2006	2,11%
2007	2,63%
2008	4,91%
2009	6,50%



2005	0,00%
2006	0,00%
2007	4,73%
2008	6,63%
2009	14,42%

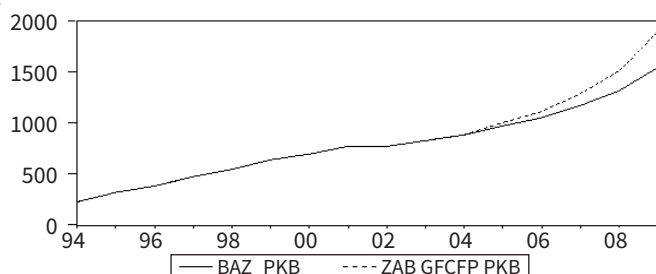


2005	5,44%
2006	5,58%
2007	11,14%
2008	13,46%
2009	22,61%

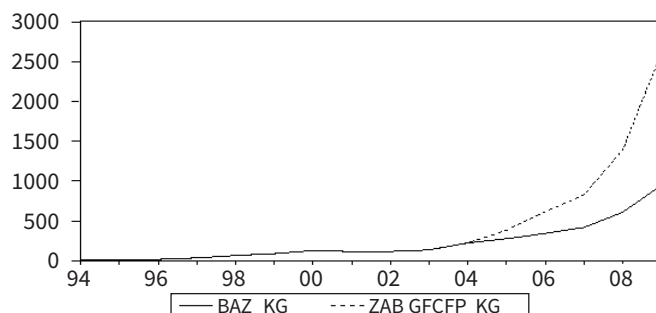
Z wykresów wynika, że wprowadzone zaburzenie wywołało dość znaczące zmiany w zachowaniu się zmiennych endogenicznych modelu w okresie pięciu badanych lat. Analizując wykres oraz wyniki mnożników dla aktywów sektora finansowego oraz kapitalizacji giełdowej, dochodzimy do wniosku, że wpływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych na te zmienne w badanym okresie oznaczać może wyższe i rosnące rokrocznie tempo rozwoju finansowego. Poprzez rozwój finansowy następuje wzrost gospodarczy, co widać po mnożnikach dla zmiennej *PKB*. Zerowe wartości mnożników w okresie pierwszym (*PKB*) oraz pierwszym i drugim dla *KG* wynikają z braku jednoczesnych powiązań w modelu, o czym pisano wcześniej.

WP 2:

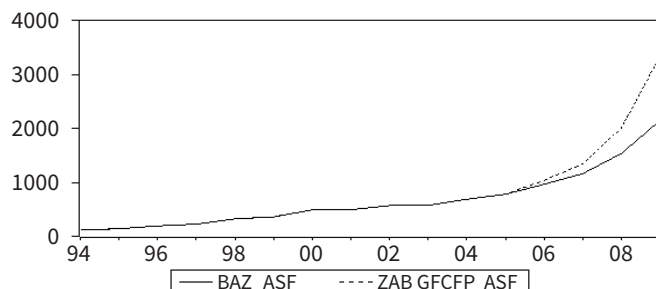
W wariacie tym przyjęto, że zmiana egzogeniczna reprezentująca nakłady na inwestycje w środki trwałe (*GFCF*) wyniesie 20% w całym okresie *ex ante*. Poniżej prezentowane są mnożniki dla tak zdefiniowanej zmiany podtrzymywanej.



2005	3,24%
2006	5,98%
2007	10,00%
2008	14,70%
2009	22,63%



2005	38,25%
2006	80,39%
2007	98,03%
2008	128,18%
2009	175,33%



2005	0,00%
2006	7,39%
2007	15,28%
2008	30,35%
2009	54,96%

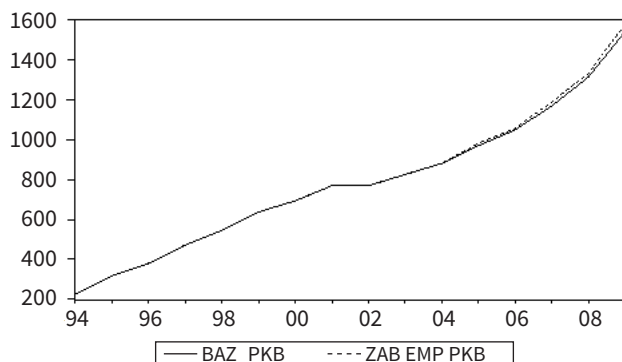
W wyniku przeprowadzonej analizy mnożnikowej dla hipotetycznego wzrostu nakładów na inwestycje o 20% w roku 2005 i utrzymywania go przez okres kolejnych pięciu lat uzyskano informację, że model jest bardzo wrażliwy na wprowadzoną zmianę.

Ponieważ zaburzona *GFCF* jest zmienną objaśniającą w równaniu na kapitalizację giełdową (*KG*), to największe zmiany (wartości mnożników podtrzymywanych) otrzymano dla niej właśnie. W roku 2005 jednoprocentowy wzrost *GFCF* powoduje 1,9% zmianę *KG*, a w roku 2009 ten wzrost wynosi 8,75%. Świadczy to o dużej wrażliwości tej zmiennej względem *GFCF*. Zmiany pozostałych zmiennych endogenicznych nie są już tak duże, gdyż jednoprocentowa zmiana *GFCF* wywołuje 2,7% zmianę aktywów sektora finansowego (*ASF*) oraz 1,1% zmianę *PKB* w 2009 r. Analizowany wariant może wskazywać na sposób dochodzenia do odpowiedniego poziomu kapitalizacji giełdy w Polsce.

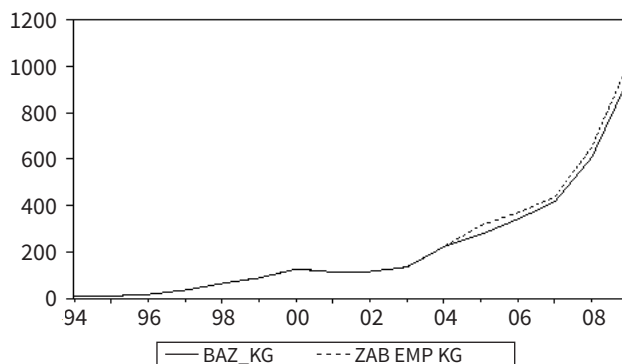
Zakładając, że w gospodarce panuje sprzyjający klimat (np. stabilna sytuacja polityczna oraz jasno sformułowana strategia rozwoju kraju na najbliższe lata) dla planowanych inwestycji, przedsiębiorstwa będą podejmowały się ich realizacji. Ocena obecnej i przyszłej sytuacji gospodarczej jest bardzo istotna także dla instytucji finansowych, które uczestniczą w finansowaniu tych projektów. Perspektywy rozwoju gospodarczego kraju oraz gwarancja stabilności prowadzonej działalności gospodarczej sprzyjać powinny podejmowaniu przez przedsiębiorstwa realizacji inwestycji. Kapitał niezbędny do ich realizacji może zostać zdobyty poprzez wprowadzanie nowych spółek na giełdę, a także plasowanie nowych transz papierów wartościowych podmiotów obecnych na parkiecie. Inwestorzy, dostrzegając poprawiającą się sytuację gospodarczą, także zaczęną więcej środków przeznaczać na konsumpcję, a nadwyżki na inwestycje kierować na rynek kapitałowy.

WP 3:

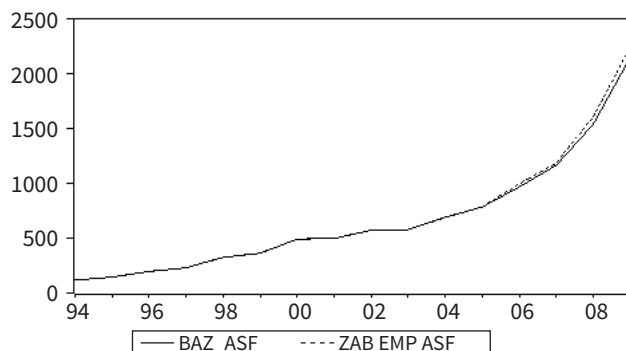
Kolejną zmienną egzogeniczną, dla której wprowadzono zmiany podtrzymywane przez pięcioletni okres *ex ante*, jest EM_t . Zmienną tę również zmieniono o 20% w stosunku do jej wartości prognozowanych. Poniższe wykresy prezentują mnożniki podtrzymywane dla tej zmiany.



2005	1,29%
2006	0,79%
2007	1,61%
2008	1,42%
2009	2,38%



2005	13,91%
2006	8,30%
2007	5,03%
2008	7,05%
2009	7,00%



2005	0,00%
2006	2,88%
2007	1,89%
2008	4,37%
2009	4,32%

Zmienna *EM* reprezentująca wartość plasowanych emisji papierów wartościowych na rynku publicznym jest zmienną objaśniającą w równaniu opisującym *KG* (kapitalizację giełdową), co oznacza, że jej zmiany w pierwszej kolejności wywołują zmiany właśnie *KG*. Z jej wykresu dokonanego dla analizowanego wariantu wynika, że jednoprocetowa zmiana *EM* wywołuje 0,7% zmianę *KG* w 2005 r. i około 0,4% w pozostałych latach. Zmiana *KG* przekłada się dalej na *PKB*, jednakże zmiany nie są tutaj duże, gdyż *PKB* w 2005 r. rośnie o 0,06 i 0,12% w 2009 r. Widzimy zatem

oddziaływanie rozwoju rynku kapitałowego (tutaj jego części reprezentowanej przez kapitalizację giełdową) na wzrost gospodarczy. Przedstawione mnożniki są tego przykładem. A ponieważ wzrost kapitalizacji giełdowej odbywa się poprzez usługi bankowości inwestycyjnej, to w rezultacie można stwierdzić, że jej rozwój powoduje również wzrost gospodarczy (oczywiście *via* rynek kapitałowy).

W tym miejscu nasuwa się istotne spostrzeżenie, że polityka gospodarcza państwa powinna być nastawiona na stymulowanie rozwoju rynku kapitałowego przez stosowanie różnego rodzaju zachęt dla potencjalnych inwestorów do korzystania z usług bankowości inwestycyjnej, np. ulgi podatkowe związane z inwestycjami w papiery wartościowe. Dobrze rozwinięty rynek kapitałowy może stanowić bardzo ważne źródło finansowania rozwoju gospodarczego.

Jednym z przykładowych rozwiązań stymulujących rozwój rynku kapitałowego mogą być ulgi podatkowe przy zakupie obligacji gminnych. Dzięki emisji obligacji komunalnych gminy po zwykle niższym koszcie w stosunku do kredytów bankowych mogą realizować przedsięwzięcia inwestycyjne. Wzrost realizowanych projektów inwestycyjnych w gminach wywołać powinien wzrost zapotrzebowania na pracę poprzez zatrudnienie osób pozostających bez pracy. Zwiększenie liczby miejsc pracy to wzrost dochodów ludności i mniejsze wydatki gmin z tytułu wypłacanych świadczeń socjalnych. Nowe miejsca pracy spowodować powinny wzrost zamożności społeczeństwa.

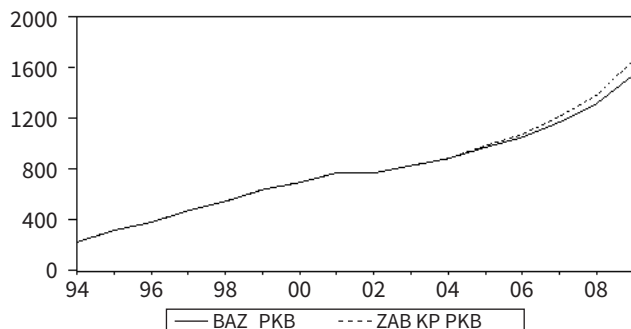
Oddawanie inwestycji gminnych do eksploatacji wpłynąć powinno także na lepszą jakość świadczonych usług komunalnych, np. infrastrukturę drogową. Wykup obligacji przez gminę po upływie ich terminu zapadalności dokonany może być m.in. z wpływów uzyskanych z tytułu eksploatacji inwestycji oraz z podatków uzyskanych od przedsiębiorstw, które są podwykonawcami usług realizowanych inwestycji.

Analizując dalej prezentowany wariant symulacyjny należy stwierdzić, że zmiana *PKB* wywołana zmianą wartości emisji na rynku publicznym wpływa z jednorocznym opóźnieniem na wielkość aktywów sektora finansowego, które również z opóźnieniem wpływają na *PKB* (sprzężenie zwrotne). Patrząc na przedstawiony wykres zmiennej *ASF* można zauważyć, że jednoprocetowy wzrost *EM* w 2005 r. wywołuje wzrost o 0,14% *ASF* w 2006 r. oraz o 0,22% w 2009 r. Opóźnienie we wzajemnym oddziaływaniu pomiędzy *PKB* i *ASF* może wynikać z faktu, że musi upłynąć pewien okres (albo wzrost gospodarczy musi być odpowiednio duży), aby wzrost gospodarczy przełożył się na zwiększenie zatrudnienia, które powodować będzie dalej wzrost dochodów osobistych ludności, a te z kolei przełożą się na przyrost gromadzonych oszczędności. Ogólnie można stwierdzić, że lokowanie przez społeczeństwo nadwyżek finansowych na

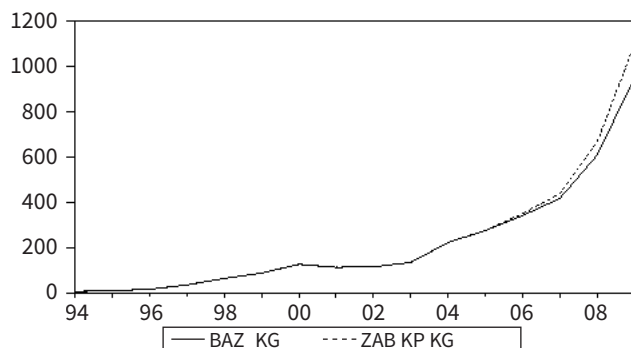
rynku finansowym następuje w momencie, gdy poziom dochodów do dyspozycji pozwala na dokładanie części środków finansowych w postaci lokat lub inwestowanie ich na rynku papierów wartościowych.

WP 4:

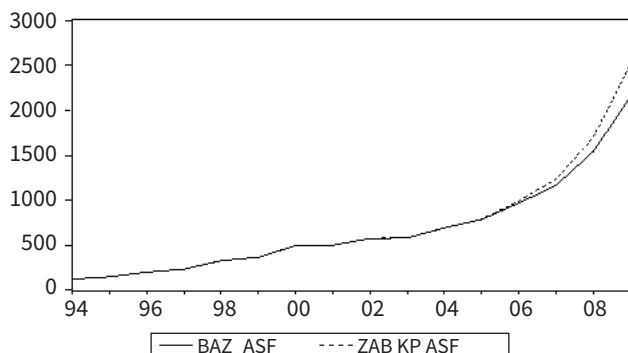
Czwarty wariant symulacyjny dla zmian podtrzymywanych charakteryzuje się tym, że bada się zmiany zmiennych endogenicznych pod wpływem 10% wzrostu majątku trwałego w gospodarce (zmienna K) dokonanego w latach 2005–2009. Poniższe wykresy prezentują mnożniki podtrzymywane dla tak zdefiniowanego zaburzenia.



2005	1,19%
2006	2,28%
2007	3,60%
2008	5,15%
2009	7,44%



2005	0,00%
2006	2,44%
2007	5,13%
2008	9,21%
2009	15,20%

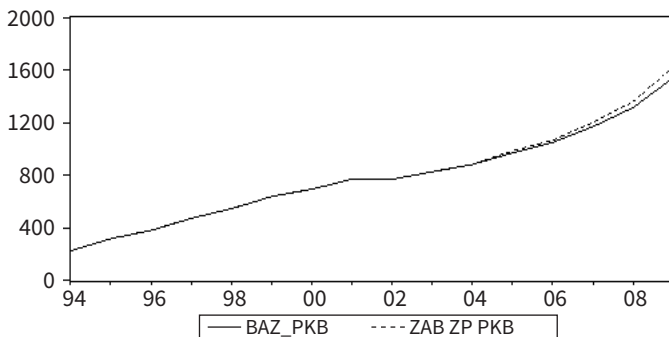


2005	0,00%
2006	2,65%
2007	5,58%
2008	10,03%
2009	16,59%

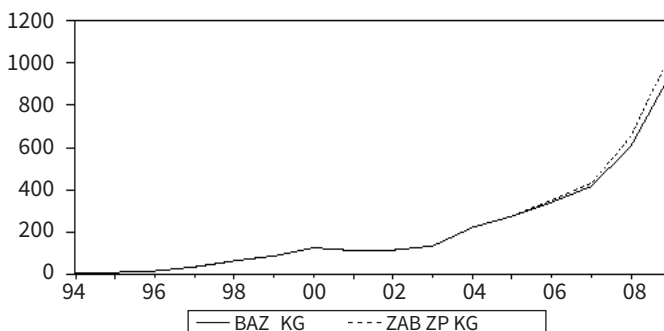
Ponieważ zmienna K jest zmienną objaśniającą w równaniu opisującym PKB , to w pierwszej kolejności wpływa na tę zmienną. Z przedstawionego wykresu zmiennej PKB można zauważyć, że jednoprocentowy wzrost majątku trwałego w gospodarce (K) powoduje wzrost PKB o 0,12% w 2005 r. i o 0,74% w 2009 r. (oczywiście po uwzględnieniu sprzężeń zwrotnych występujących w modelu). Zmiany te przekładają się dalej z jednorocznym opóźnieniem na KG i ASF . Zmienna KG rośnie odpowiednio o 0,24% w 2006 r. i o 1,52% w 2009 r., a zmienna ASF o 0,26% w 2006 r. i 1,66% w 2009 r. Przedstawione mnożniki również potwierdzają wzajemne zależności pomiędzy rozwojem gospodarczym (zmienna PKB) i rozwojem finansowym (zmienna KG i ASF), który dokonuje się za pośrednictwem bankowości inwestycyjnej.

WP 5:

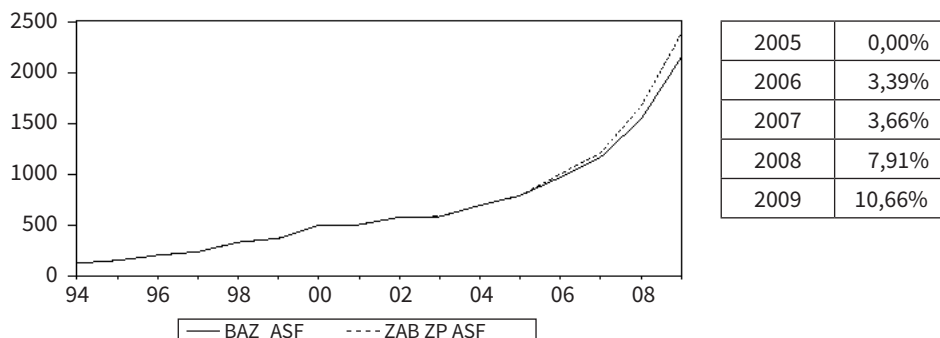
W kolejnym wariantcie symulacyjnym dla zmian podtrzymywanych analizie poddaje się wpływ zmiany zatrudnienia (zmienna Z) dokonanej w okresie 2005–2009 na zmienne endogeniczne. Na poniższych wykresach prezentowane są wartości mnożników podtrzymywanych dla dwuprocentowego wzrostu zatrudnienia.



2005	1,51%
2006	1,51%
2007	2,87%
2008	3,40%
2009	5,28%



2005	0,00%
2006	3,12%
2007	3,37%
2008	7,27%
2009	9,78%



Ponieważ zatrudnienie (Z), podobnie jak majątek trwały w gospodarce (K), jest zmienną objaśniającą w równaniu opisującym PKB , to w pierwszej kolejności obserwuje się wpływ jej zmian właśnie na PKB . Z przedstawionego wykresu dla tej zmiennej można zauważyć, że jednoprocentowy wzrost zatrudnienia w gospodarce powoduje 0,75% wzrost PKB w 2005 r. i 2,6% w 2009 r. (po uwzględnieniu sprzężeń zwrotnych modelu). Zmiany te dalej z jednorocznym opóźnieniem przekładają się na wzrost kapitalizacji giełdowej (KG) i aktywów sektora finansowego (ASF). Obie te wielkości rosną w podobnym tempie, czyli około 1,65% w 2006 r. i 5% w 2009 r.

Istnieje zatem podstawa do stwierdzenia, że aktywna polityka gospodarcza państwa w obszarze zatrudnienia może w znaczący sposób wpłynąć na wzrost w gospodarce oszczędności, wzrost inwestycji oraz wzrost gospodarczy.

Podsumowując przedstawione obliczenia mnożników dla zmian podtrzymywanych należy stwierdzić, iż przyniosły one interesujące z naukowego punktu widzenia rezultaty. Potwierdzają przede wszystkim zachodzenie określonych współzależności pomiędzy rozwojem finansowym, widzianym przez pryzmat usług bankowości inwestycyjnej, a rozwojem gospodarczym, którego reprezentantem w modelu jest wzrost gospodarczy.

4.2.3.4. Analiza scenariuszowa

Pewną odmianą analizy mnożnikowej modelu jest analiza scenariuszowa⁴⁹, której celem jest uogólnienie badań kierunków polityki gospodarczej. W naszym przypadku przedmiotem dalszej analizy modelu jest

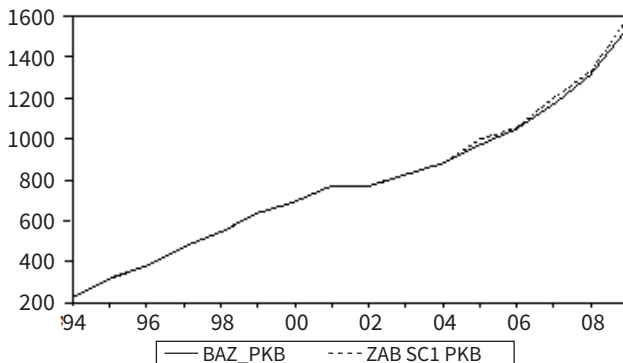
49 Scenariusz jest rozumiany tutaj jako określony zestaw wejść do modelu w oznaczonym przedziale czasowym. Wejścia te mogą dokładnie odpowiadać wielkościom instrumentów przyjętych do realizacji w określonej polityce gospodarczej lub tworzyć ich konkretne kombinacje. Przeprowadzany eksperyment symulacyjny dla takiego scenariusza pozwala na natychmiastowe prześledzenie jego łącznych efektów, a więc ustalenie następstw przyjętej do realizacji polityki gospodarczej. Por. W. Dębski, *Przewidywanie i analizy...*, s. 112–113.

zbadanie reakcji zmiennych endogenicznych modelu na jednoczesną zmianę kilku zmiennych egzogenicznych. Określone zostały zatem pewne scenariusze zmian⁵⁰ wartości zmiennych egzogenicznych, dla których bada się wywołane nimi zmiany zmiennych endogenicznych.

Podbudowę konstrukcji prezentowanych w badaniu scenariuszy stanowiła teoria ekonomiczna. W sumie przeanalizowano dziewięć różnych wariantów zachowania się zmiennych, z których ostatecznie wybrano cztery dla sformułowania kierunków polityki gospodarczej w obszarze rozwoju usług bankowości inwestycyjnej w Polsce.

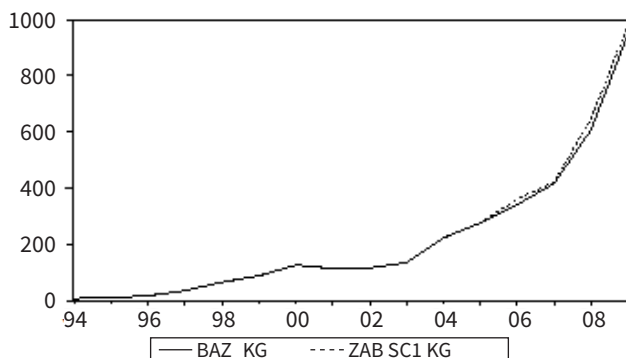
Scenariusz 1

Pierwszy z wybranych scenariuszy (oznaczony sc1), zakłada, że jedynie w roku 2005 wzrośnie jednocześnie wartość dwóch zmiennych egzogenicznych: majątku trwałego brutto (K) o 10% oraz zatrudnienia (Z) o 2%. Wpływ na poszczególne zmienne endogeniczne okazał się istotny. Łączny wzrost zatrudnienia oraz majątku trwałego w gospodarce o zadane wielkości powoduje przejście na inną ścieżkę trajektorii zmiennych ASF , KG oraz PKB . Poniżej na wykresach przedstawiono mnożniki dla opisanego powyżej scenariusza (sc1).

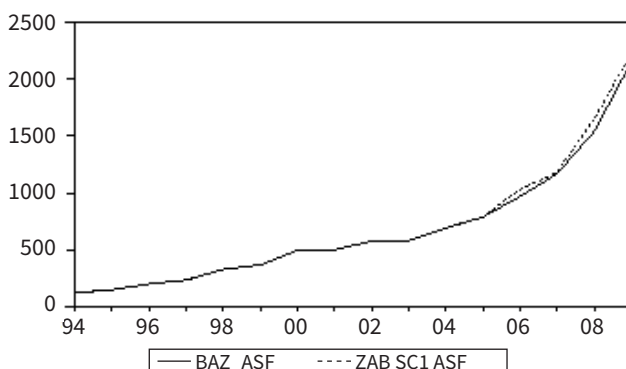


2005	2,72%
2006	0,54%
2007	2,50%
2008	1,12%
2009	2,96%

50 W analizie scenariuszowej rozpatruje się reakcje modelu na zmianę całej ścieżki czasowej wybranych zmiennych egzogenicznych. Analizę taką można przeprowadzić dla okresów przeszłych i wtedy ma ona charakter analizy *ex post* lub też dla okresów przyszłych – wtedy ma charakter projekcji w przyszłość. Por. *Opisowe modele ekonometryczne. Elementy teorii*, red. N. Łapińska-Sobczak, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 1998.



2005	0,00%
2006	5,67%
2007	1,20%
2008	6,31%
2009	3,12%



2005	0,00%
2006	6,17%
2007	1,30%
2008	6,87%
2009	3,39%

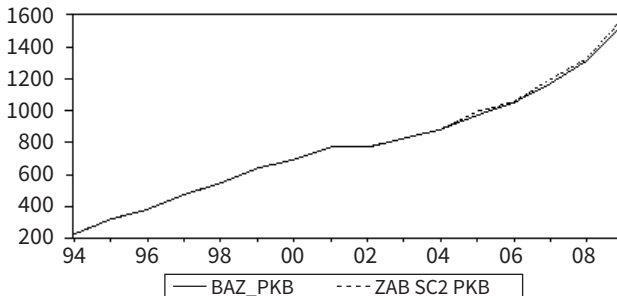
Scenariusz ten w zasadzie może pełnić jedynie funkcję kontrolną dla obliczeń mnożników przeprowadzonych w 4. i 5. wariancie symulacyjnym dla zmian impulsowych (w pierwszym zmieniono K w 2005 r. o 10%, a w drugim Z o 2%). Uzyskane wartości mnożników bezpośrednich i pośrednich są praktycznie sumą obu tych rodzajów mnożników otrzymanych w wariancie 4. i 5., co potwierdza poprawność poprzednio przeprowadzonych obliczeń. Można zauważyć, że zachowanie przedstawianych mnożników w całym badanym okresie nie jest monotonicznie malejące, lecz cechuje je pewna rosnąca cykliczność.

Scenariusz 2

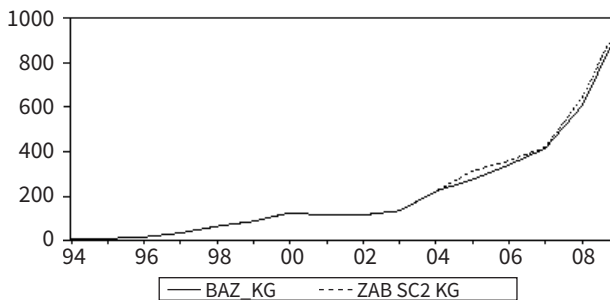
Innym hipotetycznym scenariuszem, który założono, jest wzrost emisji papierów nieskarbowych na rynku giełdowym w 2005 r. o 20% oraz wzrost majątku trwałego o 10%. W scenariuszu tym (oznaczonym symbolem $sc2$) przyjęto, że efektem polepszającej się ogólnej sytuacji gospodarczej kraju, przejawiającej się np. we wzroście zysków przedsiębiorstw z tytułu prowadzonej przez nie działalności, będzie wzrost zainteresowania firm dalszą realizacją projektów inwestycyjnych. Objawiać się to po-

winno wzrostem popytu firm na kapitał, który mogą one zdobyć dokonując plasowania papierów wartościowych na rynku kapitałowym (wzrost zmiennej EM o 20% w 2005 r.).

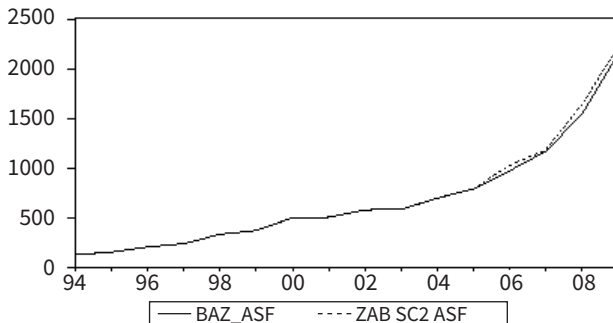
Na poniższych wykresach przedstawiono skutki zmian wzrostu emisji ofert o 20% w roku 2005 r. na rynku publicznym, jak też zwiększenia majątku trwałego K o 10%.



2005	2,49%
2006	0,50%
2007	2,29%
2008	1,02%
2009	2,71%



2005	13,91%
2006	5,18%
2007	1,10%
2008	5,76%
2009	2,85%



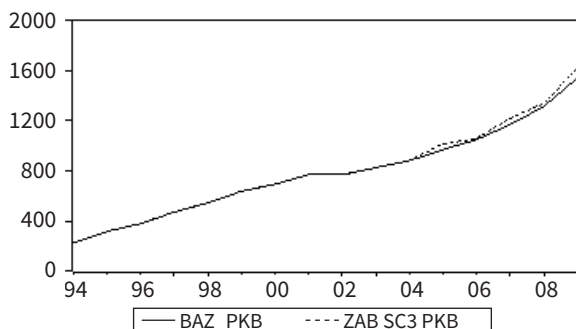
2005	0,00%
2006	5,64%
2007	1,19%
2008	6,27%
2009	3,10%

Patrząc na przedstawione wyniki można ogólnie stwierdzić, że zwiększenie roli usług bankowości inwestycyjnej zainicjowanej rozwojem gospodarczym oraz wynikającym z tego wzrostem majątku trwałego w gospodarce (w tym wydatki rządowe na rozwój infrastruktury), wpływać

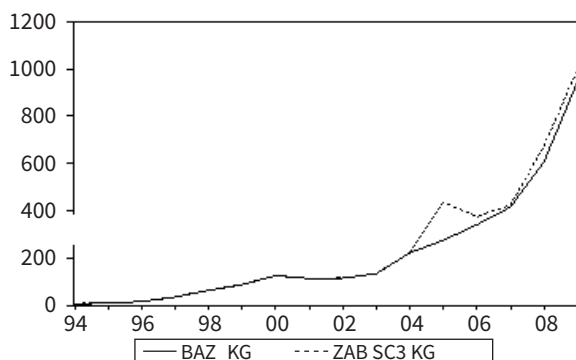
może na trwały, długookresowy wzrost poziomu PKB⁵¹. Potwierdza to jeszcze raz hipotezę postawioną we wprowadzeniu do monografii, że istnieje dwukierunkowa zależność przyczynowo-skutkowa pomiędzy rozwojem bankowości inwestycyjnej (rozwojem finansowym) i rozwojem gospodarczym.

Scenariusz 3

W scenariuszu trzecim założono, że w 2005 r. wystąpi jednoczesny wzrost emisji plasowanych papierów wartościowych (*EM*) o 20% oraz wzrost nakładów na środki trwałe w gospodarce (*GFCF*) również o 20%. Na poniższych wykresach pokazano, jak wprowadzony do modelu łączny i jednorazowy impuls wyżej wymienionych zmiennych przekształca trajektorie zmiennych endogenicznych modelu i jakie otrzymano wartości mnożników.

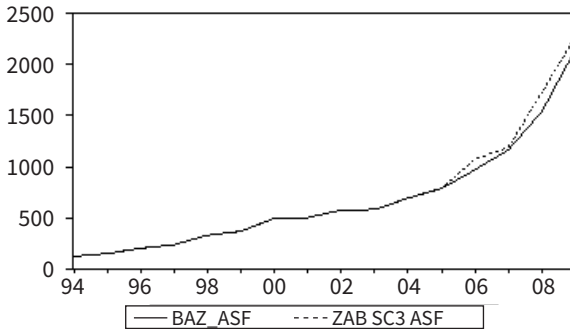


2005	4,57%
2006	0,92%
2007	4,24%
2008	1,90%
2009	5,07%



2005	57,47%
2006	9,71%
2007	2,03%
2008	10,93%
2009	5,35%

51 Prawdopodobnie w hipotetycznej sytuacji, w której dokonywane byłyby emisje papierów wartościowych przez firmy z przeznaczeniem na inwestycje produkcyjne, roczne przyrosty majątku trwałego w gospodarce podtrzymane byłyby w dłuższym okresie. Wówczas wpływ bankowości inwestycyjnej na poziom dochodu narodowego, rozwoju finansowego oraz wartości aktywów finansowych byłby większy, a trajektorie wyznaczone przez zmienne objaśniane w okresie prognozy utrzymywałyby się na nieco odleglejszych od siebie poziomach.



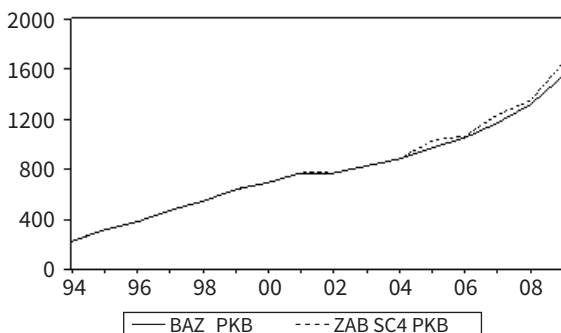
2005	0,00%
2006	10,58%
2007	2,20%
2008	11,91%
2009	5,81%

Ponieważ w tym scenariuszu obie zaburzane zmienne są zmiennymi objaśniającymi równania opisującego kapitalizację giełdową (KG), to jest oczywiste, iż wartości tej zmiennej zmieniają się w największym stopniu – widać to wyraźnie na wykresie zmiennej KG . Z wykresu wynika, że jednoprocenowy łączny wzrost EM i $GFCF$ dokonany w 2005 r. powoduje wzrost zmiennej KG o prawie 2,9%. Zwraca to uwagę na stopień „przełożenia” dokonywanych emisji papierów wartościowych na rynku publicznym, a zarazem nakładów na środki trwałe w gospodarce (a więc realizacji przedsięwzięć inwestycyjnych), na wzrost kapitalizacji giełdowej, czyli wartości rynkowej spółek publicznych. Wzrost ten w następnych okresach nie jest już duży – najwyższy w roku 2008, dla którego wynosił około 0,5%. Ponieważ w modelu wpływ kapitalizacji giełdowej przenosi się bezpośrednio na PKB , to w roku 2005 jego wzrost odnotowano na poziomie 0,23%. Impuls ten przenosi się dalej z opóźnieniem jednorocznym na aktywa sektora finansowego (zmienna ASF). Z wykresu dla zmiennej ASF widzimy, że jednoprocenowy łączny wzrost EM i $GFCF$ dokonany w 2005 r. powoduje w roku następnym wzrost ASF o 0,53%.

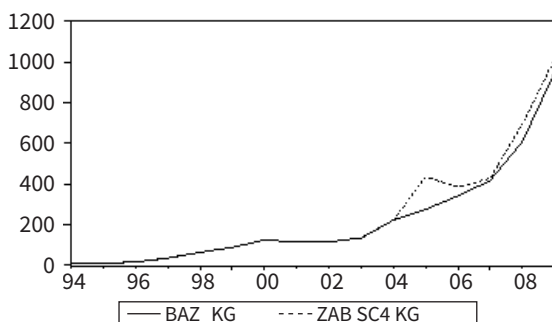
Na podstawie przedstawionego scenariusza można powiedzieć, że wpływ bankowości inwestycyjnej zainicjowany w tym przypadku przez wzrost zapotrzebowania przedsiębiorstw na środki z przeznaczeniem na realizację inwestycji w majątek trwały wpływa bardzo znacząco na kapitalizację giełdową. Jak widać z wartości mnożników, takie działanie (choć jego efekt jest krótkotrwały) wspomogłoby znacznie rozwój rynku kapitałowego. Można jedynie wyrazić wątpliwość, czy poprzez tak istotny wzrost obu tych zmiennych (EM i $GFCF$) nie nastąpiłaby destabilizacja systemu finansowego. Jego stabilność mogłaby zostać zakłócona, jeżeli dla przykładu w efekcie wzrostu plasowanych papierów wartościowych w ofertach publicznych oraz nakładów na środki trwałe nie następowałby odpowiedni wzrost majątku trwałego. Mogłoby to bowiem oznaczać, że oszczędności nie są efektywnie zamieniane na rynku kapitałowym w majątek trwały, tylko np. w majątek obrotowy.

Scenariusz 4

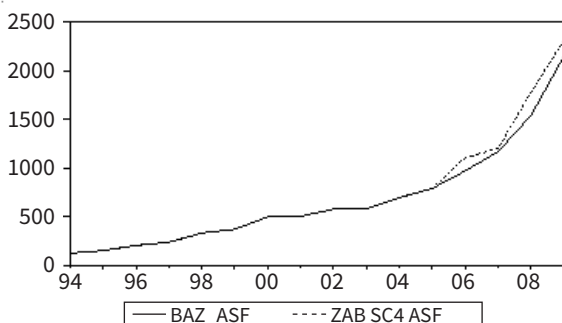
W scenariuszu czwartym, dla pewnego podsumowania prowadzonej analizy mnożnikowej, postanowiono przeanalizować efekty wpływu trzech czynników na zmienne endogeniczne modelu. W scenariuszu tym w roku 2005 zwiększono wartość emisji na rynku publicznym o 20% i wartość majątku w gospodarce o 10%. Poprzez ten scenariusz, mający czysto hipotetyczny charakter, postanowiono sprawdzić, jak badany układ gospodarczy, odzwierciedlany przez zbudowany model „wytrącony” tak znacznie z równowagi, będzie do niej powracał. Autorce zależało również na zbadaniu długookresowych efektów oddziaływania na model. Poniższe wykresy prezentują trajektorie zmiennych endogenicznych po opisanym wyżej zaburzeniu wraz z uzyskanymi wartościami mnożników.



2005	5,81%
2006	1,17%
2007	5,43%
2008	2,43%
2009	6,53%



2005	57,47%
2006	12,51%
2007	2,59%
2008	14,19%
2009	6,89%



2005	0,00%
2006	13,64%
2007	2,81%
2008	15,48%
2009	7,50%

Z zaprezentowanych wykresów zmiennych endogenicznych dla tego scenariusza wynika, że jednoczesna jednoroczna zmiana trzech czynników (instrumentów oddziaływania na układ) i to tak znaczna, wytrąciła na dłuższy okres badany układ z równowagi. Trajektorie zmiennych endogenicznych po zaburzeniu (impulsowym) w ciągu badanych pięciu lat nie wróciły na swoje poprzednie ścieżki wzrostu. Należy więc przyjąć, że oddziaływanie trzech analizowanych w tym scenariuszu czynników jest długotrwałe.

Reasumując przedstawioną do tej pory analizę mnożnikową zbudowanego modelu można stwierdzić, że istnieje w Polsce współzależny związek pomiędzy rozwojem bankowości inwestycyjnej a rozwojem gospodarczym. Związek ten można by ukazać z pewnością jako bardziej wyraźny, a zarazem zbadać jego stabilność, gdyby Polska nie była krajem przechodzącym transformację gospodarczą. Fakt ten powoduje bowiem, że szeregi czasowe, na podstawie których zbudowano model i dokonuje się analizy, są zbyt krótkie, jak też charakteryzują się dużą zmiennością (zobacz dla przykładu wartości zmiennych *KG* i *EM*).

4.2.3.5. Badanie wrażliwości zmian intensywności oddziaływania wybranych parametrów modelu

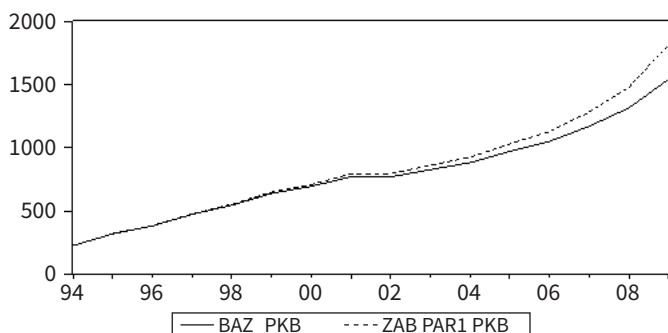
W następnej części praktycznego wykorzystania modelu (analizy symulacyjnej) postanowiono sprawdzić jego zachowanie się pod wpływem zmiany wartości niektórych ocen parametrów stojących przy zmiennych objaśniających w poszczególnych równaniach modelu. Zmiana wartości oceny danego parametru świadczy o zmianie „intensywności” oddziaływania danego instrumentu polityki gospodarczej (czynnika egzogenicznego) na poszczególne zmienne objaśniane w modelu. Zmianie mogą również podlegać oceny parametrów stojących przy zmiennych innych niż zmienne egzogeniczne, np. przy zmiennych endogenicznych opóźnionych lub nieopóźnionych pełniących funkcję zmiennych objaśniających w danym równaniu modelu. Jest to rodzaj analizy symulacyjnej, która często jest stosowana przez kreatorów polityki gospodarczej chcących wiedzieć, w jaki sposób podejmowane przez nich decyzje o stopniu intensywności oddziaływania danego parametru sterowania układem gospodarczym przekładają się na wyniki, które można uzyskać zarządzając tym układem.

Poniżej przedstawiono cztery warianty zmian „intensywności” oddziaływania wybranych wartości ocen parametrów stojących przy zmiennych objaśniających danego równania. Bada się w ten sposób wrażliwość zbudowanego modelu (zmiennych endogenicznych) na zmianę stopnia tego oddziaływania.

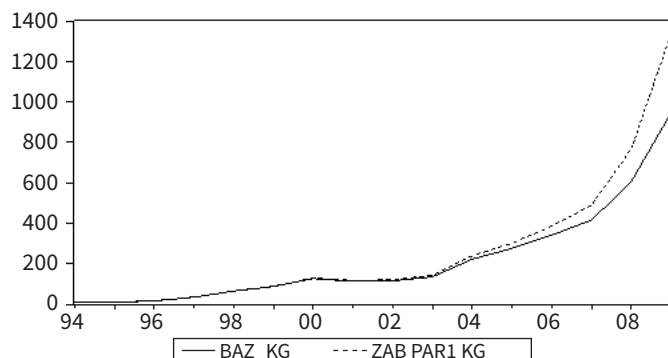
W pierwszym wariancie dokonywanej analizy zmieniono ocenę parametru stojącego przy zmiennej objaśniającej PKB_{t-1} w równaniu opisującym ASF (zaburzenie to zostało oznaczone jako $PAR1$). Ocenę tę zmieniono o 1%. A zatem równanie na ASF przyjęło następującą postać:

$$\ln ASF_t = 4,405 + \mathbf{0,0023} PKB_{t-1} + 0,033 BIZ_t$$

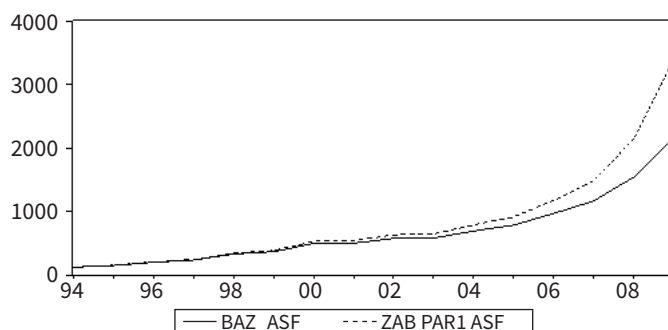
Poniżej natomiast zaprezentowano wykresy zmiennych endogenicznych wraz z wartościami mnożników dla opisanego wariantu analizy symulacyjnej.



2005	6,1%
2006	7,4%
2007	9,6%
2008	12,5%
2009	17,7%



2005	9,4%
2006	13,2%
2007	17,6%
2008	26,5%
2009	40,9%

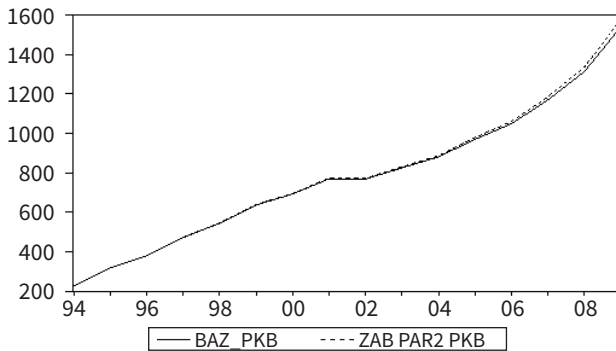


2005	16,2%
2006	21,3%
2007	27,1%
2008	38,8%
2009	57,7%

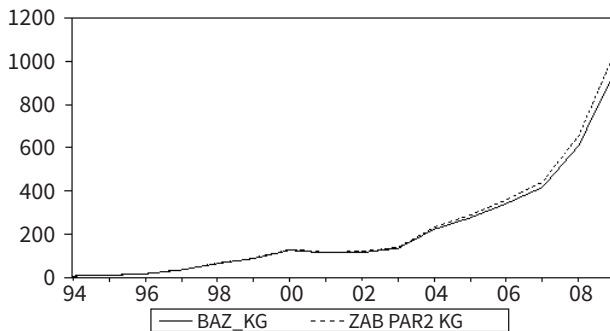
W wyniku takiego badania okazało się, że jednoprocentowy wzrost wartości oceny parametru stojącego przy PKB_{t-1} w równaniu ASF dosyć istotnie zwiększa aktywa sektora finansowego w gospodarce, gdyż w roku 2005 rosła one o 16,2%, a w 2009 r. o prawie 58%. Świadczy to o wysokim stopniu wrażliwości zmiennej ASF na oddziaływanie opóźnionego o rok PKB . Ponieważ dalej w modelu ASF oddziałuje na PKB , to wartości tej zmiennej rosła odpowiednio o 6,1% w 2005 r. i 17,7% w 2009 r. Takie zmiany PKB wpłynęły następnie na KG (kapitalizację giełdową), która wzrosła o 9,4% w 2005 r. i prawie 41% w 2009 r. Widać więc, że wszystkie zmienne endogeniczne charakteryzują się wysokim stopniem wrażliwości na dokonaną zmianę. Wariant ten potwierdza raz jeszcze hipotezę o istnieniu wzajemnej zależności pomiędzy wzrostem gospodarczym a rozwojem finansowym.

W drugim wariantcie analizy wrażliwości badano wpływ jednoprocentowego zwiększenia wartości oceny parametru stojącego przy PKB_{t-1} (zaburzenie oznaczone symbolem $PAR2$) w równaniu opisującym KG . Równanie to po zmianie przyjęło postać:

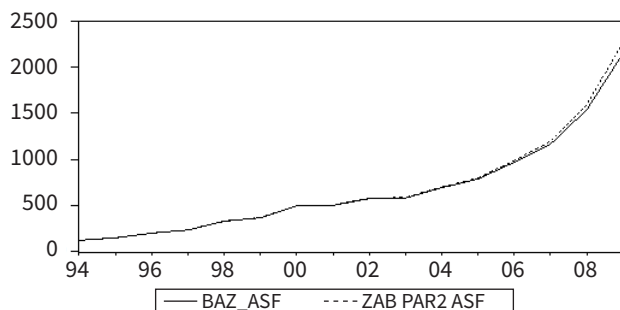
$$\ln KG_t = 0,919 + \underline{0,0021} PKB_{t-1} + 0,014 GFCF_t + 0,031 EM_t$$



2005	0,9%
2006	1,1%
2007	1,3%
2008	1,7%
2009	2,3%



2005	4,3%
2006	5,0%
2007	5,9%
2008	7,3%
2009	9,3%



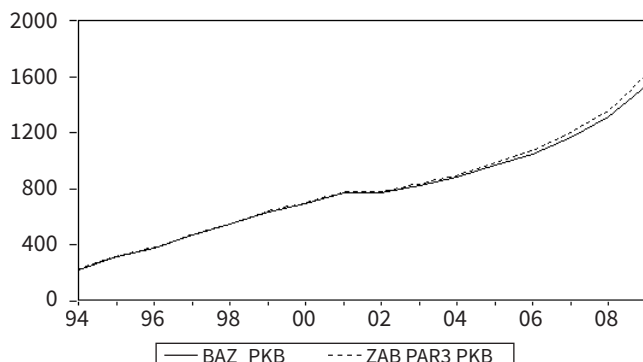
2005	1,5%
2006	1,9%
2007	2,5%
2008	3,6%
2009	5,2%

Z przedstawionych wykresów wynika, że jednoprocentowy wzrost wartości oceny stojącej przy zmiennej objaśniającej PKB_{t-1} w równaniu KG zmienił jej wartości od 4,3% (2005 r.) do 9,3% (2009 r.). Zmienna ta spowodowała dalej wzrost PKB odpowiednio o 0,9% w 2005 r. i o 2,3% w 2009 r. W rezultacie tej zmiany wzrosły także wartości ASF . Powiększyły się one od 1,5% w 2005 r. do 5,2% w 2009 r. Na podstawie tych wyników można stwierdzić, że model jest znacznie mniej wrażliwy na analizowaną zmianę niż w pierwszym wariancie analizy.

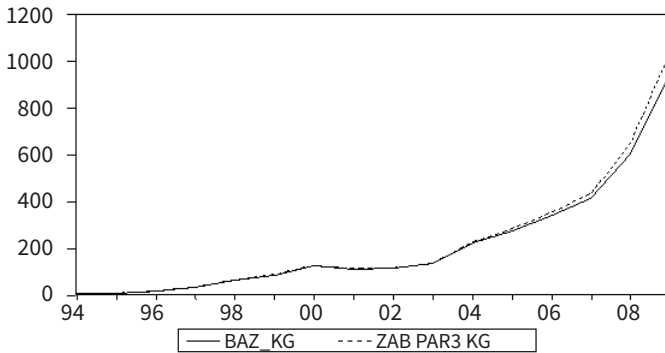
W następnym wariancie analizy wrażliwości zbadano wpływ zmiany oceny parametru stojącego przy zmiennej objaśniającej KG w równaniu opisującym PKB . Jest to współczynnik elastyczności PKB względem kapitalizacji giełdowej (KG). Współczynnik ten zwiększono o 1%, co oznacza, iż równanie na PKB przyjęło postać (zaburzenie to oznaczono symbolem $PAR3$):

$$\ln PKB_t = 0,56 + \mathbf{0,1} \ln KG_t + 0,394 \ln ASF_{t-1} + 0,212 \ln K_t + 0,612 \ln Z_t$$

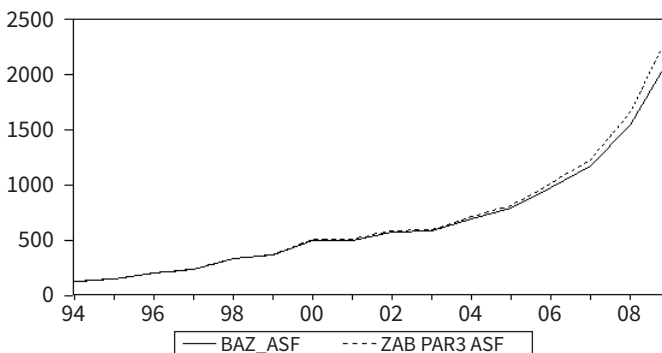
Wpływ takiej zmiany KG na zmienne endogeniczne wraz z wartościami mnożników prezentują poniższe wykresy:



2005	1,9%
2006	2,2%
2007	2,7%
2008	3,4%
2009	4,5%



2005	2,9%
2006	3,8%
2007	4,9%
2008	6,9%
2009	9,8%

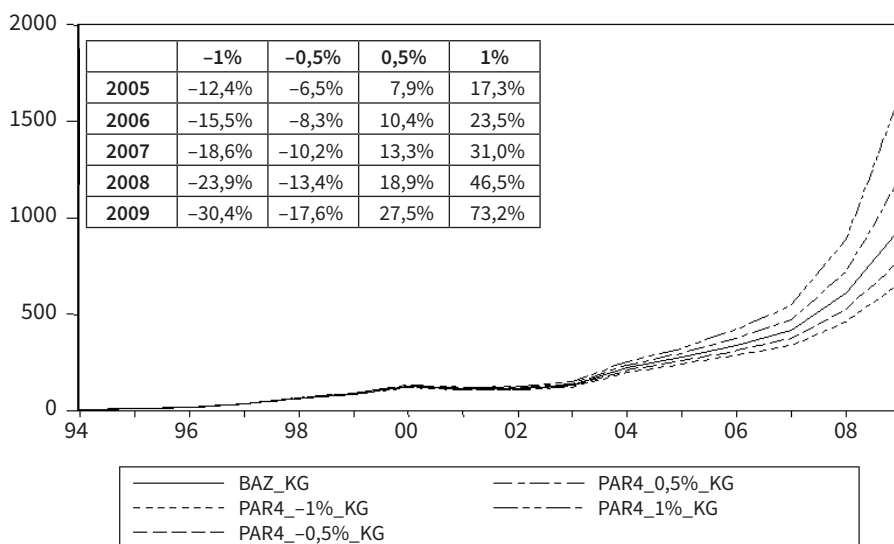
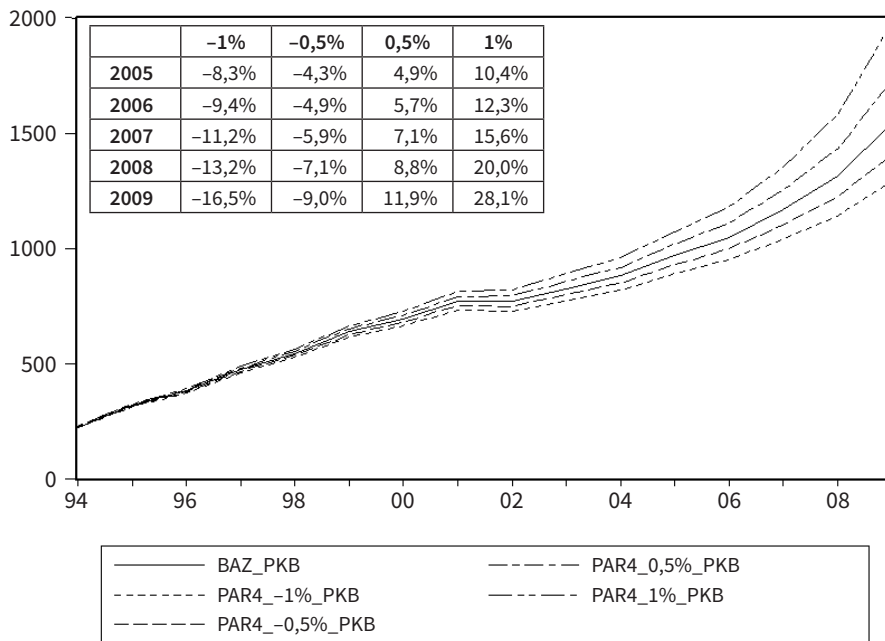


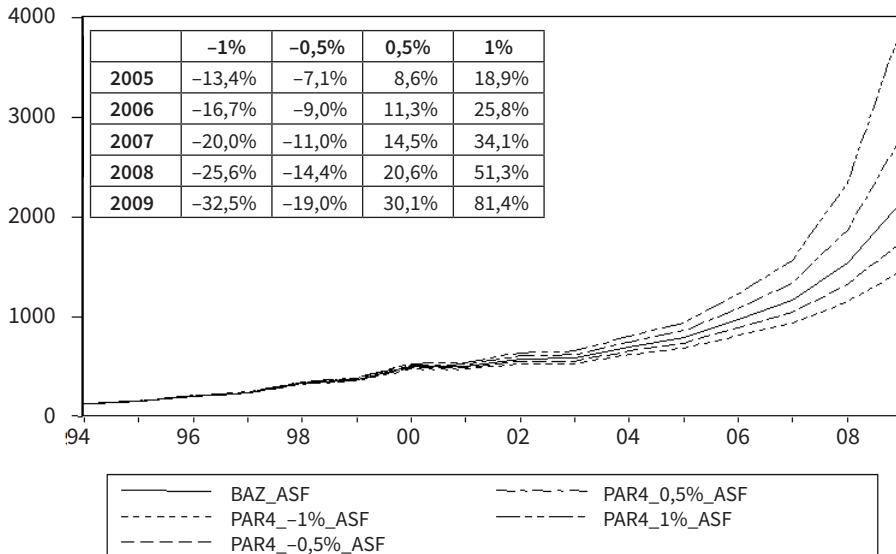
2005	3,2%
2006	4,2%
2007	5,4%
2008	7,5%
2009	10,7%

Wprowadzona zmiana w pierwszej kolejności zadziałała na wzrost *PKB*, który zwiększył się z 1,9% (2005 r.) do 4,5% (2009 r.). W wyniku tego oddziaływania zmienna *KG* wzrosła o 2,9% w 2005 r. i o 9,8% w 2009 r., a zmienna *ASF* odpowiednio o 3,2% (2005 r.) i 10,7% (2009 r.). Oznacza to również dosyć znaczną wrażliwość zmiennych endogenicznych modelu na zmianę oceny parametru stojącego przy zmiennej odzwierciedlającej kapitalizację giełdową w równaniu opisującym wzrost gospodarczy (*PKB*).

W ostatnim wariantcie analizy wrażliwości modelu postanowiono kontrolnie sprawdzić, w jaki sposób zmienne endogeniczne zareagują na zmianę parametru stojącego przy zmiennej objaśniającej ASF_{t-1} w równaniu opisującym *PKB* (zaburzenie oznaczone symbolem *PAR4*). Zmieniono więc współczynnik elastyczności *PKB* względem ASF_{t-1} . Dokonano symulacji modelu dla zmian oceny tego parametru o następujące wielkości: $\pm 1\%$ oraz $\pm 0,5\%$ w stosunku do rozwiązania bazowego (oznaczone odpowiednio symbolami: *PAR4* -1% ; *PAR4* $-0,5\%$; *PAR4* $0,5\%$; *PAR4* 1%). Poniższe wykresy prezentują efekty wprowadzonych zmian, natomiast wewnątrz każdego wykresu zamieszczono procentowe zmiany

danej zmiennej endogenicznej dla badanych czterech przypadków tego wariantu symulacyjnego.





Przedstawione wyniki obliczeń wskazują na bardzo wysoką wrażliwość modelu na dokonane hipotetyczne zmiany. Jednoprocentowe zwiększenie oceny parametru przy ASF_{t-1} w równaniu opisującym PKB zwiększa dochód narodowy z 10,4% (2005 r.) do 28,1% (2009 r.). Zmiana ta powoduje dalej zmianę kapitalizacji giełdowej od 17,3% (2005 r.) do 73,2% (2009 r.). Podobne do opisanej wyżej zmiany w kapitalizacji giełdowej wywołuje jednoprocentowy wzrost oceny parametru przy zmiennej ASF_{t-1} na zmianę w aktywach sektora finansowego – zmienna endogeniczna ASF rośnie od 18,9% (2005 r.) do 81,4% (2009 r.).

Można zauważyć, że pomimo iż zmiany oceny parametru przy ASF_{t-1} dokonywane są o wielkości tego samego rzędu (*in plus* oraz *in minus*), reakcje zmiennych endogenicznych nie są „symetryczne”, tzn. zmiana ujemna przy parametrze ASF_{t-1} , wprowadzona do modelu, np. jednoprocentowa wielkość *in minus*, wywołuje relatywnie mniejsze spadki niż wzrost wywołany wprowadzoną dodatnią jednoprocentową zmianą. Przykładowo, gdyby współczynnik elastyczności PKB względem ASF_{t-1} był o 1% niższy, to produkt krajowy brutto byłby mniejszy od 8,3% w 2005 r. do 16,5% w 2009 r., kapitalizacja giełdowa odpowiednio od 12,4% do 30,4%, a aktywa sektora finansowego od 13,4% do 32,5%.

Podsumowując, przeprowadzone eksperymenty symulacyjne w ramach analizy wrażliwości wykazały, że istnieje wysoka wrażliwość zmiany intensywności oddziaływania poszczególnych zmiennych tworzących sprzężenie zwrotne zachodzące pomiędzy wzrostem gospodarczym

(PKB) a sektorem finansowym reprezentowanym w modelu przez kapitalizację giełdy (KG) oraz aktywa sektora finansowego (ASF). Dla kreatorów polityki gospodarczej oznacza to konieczność bardzo ostrożnego posługiwania się tego typu instrumentem.

4.2.4. Podsumowanie wyników badania

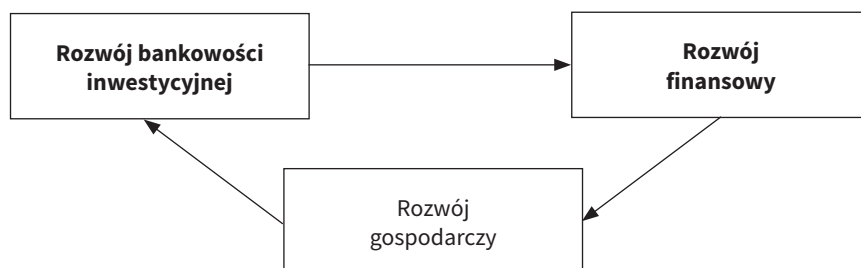
Podstawowym celem budowy modelu było zbadanie, czy istnieją wzajemne zależności pomiędzy rozwojem systemu finansowego i rozwojem gospodarczym. Pozytywna weryfikacja merytoryczna oraz statystyczna równań modelu pozwoliła na dokonanie dalszych pogłębionych analiz. Wyniki symulacji w okresie próby umożliwiły dokonanie symulacji dynamicznej w okresie *ex ante* oraz przeprowadzenie analizy mnożnikowej.

Dzięki badaniu ekonometrycznemu dokonano z pozytywnym skutkiem weryfikacji hipotez przedstawionych we wprowadzeniu. Wyniki badań można zapisać w prezentowany poniżej sposób:

I.
ROZWÓJ BANKOWOŚCI INWESTYCYJNEJ
⇒ **ROZWÓJ FINANSOWY** ⇒ **ROZWÓJ GOSPODARCZY**

II.
ROZWÓJ GOSPODARCZY ⇒ **ROZWÓJ BANKOWOŚCI INWESTYCYJNEJ** ⇒ **ROZWÓJ FINANSOWY**

Zapisy powyższe można również zilustrować graficznie:



Rys. 4.3. Schemat zależności pomiędzy rozwojem bankowości inwestycyjnej a rozwojem gospodarczym

Źródło: opracowanie własne

Według powyższego schematu, który jest graficznym ujęciem wyników przeprowadzonych badań empirycznych, można stwierdzić, że rozwój gospodarczy przejawia się wzrostem dochodu narodowego, wyższym poziomem inwestycji, wyższą stopą oszczędności, wyższym stopniem prywatyzacji majątku państwowego oraz większym udziałem przedsiębiorstw prywatnych w tworzeniu PKB, *etc.* Koniunktura gospodarcza sprzyja rozwojowi przedsiębiorstw, którego niezbędnym warunkiem jest dostęp do kapitału. Małe i średnie firmy w zasadzie opierają swój rozwój na środkach finansowych pozyskanych pośrednio na rynku finansowym (głównie poprzez banki), natomiast wiele z tych średnich firm oraz duże korporacje poszukują kapitału na realizację inwestycji bezpośrednio na rynku kapitałowym. Taki scenariusz zależności stanowi dla podmiotów świadczących usługi bankowości inwestycyjnej wyzwanie, oznacza też pilną potrzebę zaspokojenia zgłaszanych przez firmy potrzeb finansowych. Reakcja instytucji finansowych, działających szczególnie na rynku kapitałowym, na sygnały z zewnątrz jest bardzo szybka. Podmioty zajmujące się usługami bankowości inwestycyjnej dopasowują lub „szyją na miarę” produkty i usługi według potrzeb zgłaszanych przez przedsiębiorstwa. Ponieważ pozostali uczestnicy rynku finansowego (pozostałe instytucje finansowe) także dokonują rekonstrukcji swoich ofert produktowych w odpowiedzi na zmieniające się otoczenie gospodarcze, można stwierdzić, że następuje rozwój całego systemu finansowego. Podstawowa różnica pomiędzy poszczególnymi filarami systemu finansowego sprowadza się do czasu, jaki musi upłynąć, aby nastąpiła reakcja poszczególnych uczestników rynku finansowego na dynamicznie zachodzące zmiany warunków gospodarowania.

Szybkość i elastyczność dostosowywania ofert produktowych przez podmioty świadczące usługi bankowości inwestycyjnej sprawiają, że właśnie te czynniki można uznać za determinujące wzrost współczesnych gospodarek. Wzrost znaczenia tych usług w gospodarce to także wysokie tempo rozwoju finansowego, którego z kolei implikacją jest właśnie wzrost gospodarczy. Potwierdza to hipotezę badawczą opracowania, że zachodzi zależność pomiędzy rozwojem bankowości inwestycyjnej a rozwojem gospodarczym, także w Polsce. Kierunek przebiegu tej zależności odbywa się w sposób opisany powyżej, natomiast o sile tego związku mówią wyniki przeprowadzonych w niniejszym opracowaniu badań.

Wyniki badania empirycznego dostarczyły wielu interesujących wniosków, jeśli chodzi o wpływ wyróżnionych w modelu zmiennych na wzrost gospodarczy. W Polsce zmienne te wywierają istotny wpływ na tworzony dochód narodowy. W rezultacie badania okazało się, że spośród tych zmiennych największy wpływ ma zmienna reprezentująca nakłady inwestycyjne na środki trwałe. Zgodne jest to z hipotezą wysuniętą przez

A. Gerschenkrona oraz M. Abramowitza, według której kraje ubogie i słabiej rozwinięte mogą w pewnych warunkach rozwijać się w szybszym tempie niż kraje bogate, dzięki czemu zniwelowana może zostać istniejąca pomiędzy nimi różnica w poziomie dochodu. Czynnikiem, które sprzyjają mogą stosunkowo większemu wzrostowi gospodarczemu są inwestycje oraz nowe technologie. Te same czynniki wzrostu wymienia R. Solow w swojej pracy *A Contribution to the Theory of Economic Growth*. Kraje, w których wysokie nakłady przeznaczane są na inwestycje, rozwój nowych technologii oraz wiedzę są bogate, natomiast w tych gospodarkach, w których nakłady są niskie, uzyskuje się niski poziom rozwoju gospodarczego.

Przedsiębiorstwa planując przedsięwzięcia inwestycyjne, zanim podejmą się ich realizacji, muszą oszacować ich opłacalność. Nakłady na środki trwałe ponoszone są wówczas, gdy stopa zwrotu przewyższa koszty poniesione na jej osiągnięcie. Jednym z kluczowych składników szacowanego całkowitego kosztu planowanej inwestycji, zarazem niezbędnego przy jej realizacji, jest koszt pozyskania kapitału. Należy podkreślić, że w praktyce budowa struktury finansowania danego projektu opiera się na dostępności oraz analizie kosztu potrzebnego kapitału. Można zatem przyjąć, że im mniej ryzykowne przedsięwzięcie, tym łatwiej zdobyć fundusze na jego realizację.

Obniżone tempo wzrostu aktywów finansowych w gospodarce wpływa na dostęp spółek do kapitału oraz na jego cenę. Jeżeli w gospodarce z jakichś powodów (np. odpływ oszczędności za granicę) spada tempo gromadzonych środków finansowych, to w efekcie takich wydarzeń w roku bieżącym może zostać obniżona rentowność przedsiębiorstw, natomiast w roku następnym może obniżyć się tempo podejmowanych przez te firmy inwestycji.

Ograniczone zasoby kapitału w gospodarce oraz towarzyszące im rosnące koszty jego pozyskania nie wpływają pozytywnie na decyzje spółek odnośnie do plasowania kolejnych transz papierów wartościowych na rynku, a z kolei podmioty potencjalnie rozważające decyzje o wejściu na rynek publiczny zaczynają mieć wątpliwości w ramach analizowanych kosztów i korzyści finansowych związanych z publicznym notowaniem spółek. W związku z tym można przypuszczać, że brak rozwoju sektora finansowego oznacza dla gospodarki słabnące tempo wzrostu gospodarczego, a to z kolei negatywnie wpływa na rozwój bankowości inwestycyjnej.

Analizując inny aspekt łączący się z rozwojem bankowości inwestycyjnej w Polsce należy uznać, że ze względu na potencjał rozwojowy giełdy papierów wartościowych w Warszawie, wolno przyjąć, że znacznie zwiększy się jej znaczenie nie tylko na rynku kapitałowym, ale także w całej gospodarce. Jednakże niezbędne do urzeczywistnienia takiego scenariusza jest podjęcie intensywnych działań ze strony władz giełdy w celu przycią-

gnięcia inwestorów oraz ich oszczędności. Wpływ koniunktury giełdowej na kapitalizację giełdy, a także jej płynność jest ogromny, co wykazano w poprzednich podrozdziałach.

Dzięki przeprowadzonej analizie ekonometrycznej dowiedziono, że rozwój gospodarczy Polski i rozwój jej systemu finansowego odbywa się w sposób podobny do przebiegu tego zjawiska w państwach przechodzących transformację ustrojową lub krajach rozwijających się. W badaniach znalazły potwierdzenie wyniki międzynarodowych badań empirycznych, co spowodowało wysunięcie wielu ogólnych wniosków w kontekście polskiej gospodarki. Otóż w latach 90. ubiegłego stulecia rozwój gospodarczy w Polsce był finansowany głównie poprzez łatwy dostęp przedsiębiorstw do kredytów. Kapitał na kredyty w zasadniczej mierze pochodził z depozytów zgromadzonych w bankach. Rynek kapitałowy w owym czasie był stosunkowo płytki, co oznacza, że w zasadzie tylko duże firmy korzystały z notowania na giełdzie papierów wartościowych. Nieco inaczej przebiegał rozwój systemu finansowego w Polsce w samym końcu wieku XX. Analizując go dokładniej, w badanej próbie można wyróżnić dwa podokresy: a) lata 1994–1999(2000) oraz b) okres 1999(2000)–2004.

Z perspektywy przeprowadzonych badań można przyjąć, że w okresie 1994–1999(2000) występował w Polsce stosunkowo niski stopień rozwoju rynku finansowego. Dopiero od roku 1999(2000) zauważamy bardziej intensywny rozwój finansowy. Ten etap rozwoju rynku finansowego wynikał głównie z dynamicznego wzrostu aktywów finansowych w gospodarce za sprawą powstania funduszy emerytalnych, jak też zwiększenia znaczenia firm ubezpieczeniowych czy funduszy inwestycyjnych. W tym podokresie badanej próby aktywa sektora finansowego były zdecydowanie bardziej wrażliwe na jakiegokolwiek zmiany w gospodarce. W Polsce, pomimo rosnącego znaczenia usług bankowości inwestycyjnej w rozwoju gospodarczym, nadal mają one dla niego ograniczone znaczenie w porównaniu z rolą, jaką odgrywają w gospodarkach wysoko rozwiniętych. Tendencje na międzynarodowym rynku wskazują, że także nasza rzeczywistość gospodarcza ulegnie procesowi konwergencji, a zachowania podmiotów w niej uczestniczących będą bardzo zbliżone do rozwiązań światowych.

Biorąc pod uwagę fakt, że rozwój bankowości inwestycyjnej odbywa się w ogromnym stopniu dzięki rozwojowi inwestorów instytucjonalnych, można wnioskować, że w Polsce wzrost znaczenia tych inwestorów przyczyni się w dużej mierze do rozwoju bankowości inwestycyjnej. Pozwala to na stwierdzenie, że bankowość inwestycyjna przyczynia się do rozwoju finansowego, a ten z kolei implikuje wzrost gospodarczy. Odzwierciedleniem tego stwierdzenia jest fakt, że jednocześnie następuje powolna zmiana preferencji oszczędzających podmiotów w odniesieniu do sposobu i miejsca lokowania uzyskanych nadwyżek finansowych.

Wyniki badania empirycznego pokazały, że istnieją w Polsce określone współzależności pomiędzy rozwojem finansowym i rozwojem gospodarczym. Rozwój systemu finansowego w Polsce przebiega dwutorowo, co oznacza, że aktywa bankowe, aktywa firm ubezpieczeniowych oraz funduszy inwestycyjnych i emerytalnych z jednorocznym opóźnieniem, a także kapitalizacja giełdowa bez opóźnienia czasowego wpływają na wzrost dochodu narodowego. Co więcej, jednocześnie zachodzi odwrotna zależność, tj. *PKB* z jednorocznym opóźnieniem wpływa na rozwój sektora finansowego. Z punktu widzenia postawionych we wprowadzeniu hipotez badawczych dowiedziono dzięki badaniu ekonometrycznemu istnienia związku pomiędzy rozwojem bankowości inwestycyjnej i rozwojem gospodarczym, co pozwala na stwierdzenie, że w Polsce w badanym okresie rozwój usług bankowości inwestycyjnej wpływał na tempo rozwoju gospodarki.

Należy przypuszczać, że wykazana w badaniu stosunkowo wysoka wrażliwość sektora finansowego na zmiany w sferze realnej gospodarki wynika ze zbyt dużej zmienności szeregów czasowych w analizowanym okresie. Ponadto stopień tej wrażliwości mógł być różny w wyodrębnionych wyżej podokresach badanej próby, czego też nie można było stwierdzić, gdyż nie badano na przykład stabilności otrzymanych ocen parametrów strukturalnych modelu. Potwierdzeniem tego wniosku są przeprowadzone analizy symulacyjne, których przedmiotem było zbadanie wrażliwości zmian intensywności oddziaływania wybranych parametrów modelu na wprowadzane zmiany, zwłaszcza w przypadku, gdy przedmiotem analizy były zmiany wartości ocen parametrów stojących przy zmiennych reprezentujących aktywa sektora finansowego i kapitalizację giełdową. Sugeruje to również, że wartości ocen parametrów stojących przy tych zmiennych jako objaśniających w równaniu opisującym *PKB* (wzrost gospodarczy) mogą być zawyżone (mimo że są istotne ze statystycznego punktu widzenia). Nie można było tego niestety stwierdzić w ocenie merytorycznej modelu przeprowadzonej po estymacji równania, gdyż tego typu badanie wykonywane jest w Polsce po raz pierwszy i nie ma jakichkolwiek punktów odniesienia w zakresie przyjmowanych przez te parametry wartości. Ponadto stosunkowo krótka próba (11 obserwacji) i jej niejednorodność, o której już pisaliśmy, mogły spowodować tego typu zakłócenie.

W opracowaniu wielokrotnie podkreślano znaczenie inwestycji w gospodarce, podobnie jak wydatków ponoszonych przez przedsiębiorstwa na ich realizację. Analiza mnożnikowa (zob. scenariusz WP2) dostarczyła empirycznego potwierdzenia znaczenia tego czynnika w gospodarce. Hipotetyczny wzrost nakładów na inwestycje o 1% w kolejnych pięciu latach wskazał, że badany układ gospodarczy okazał się bardzo wrażliwy na

wprowadzoną zmianę. Przykładowo jednoprocentowy wzrost nakładów na środki trwałe rokrocznie w latach 2005–2009 w badanym układzie gospodarczym wywołał wzrost poziomu PKB w 2009 r. o około 1,1%, kapitalizacji giełdowej o około 9% (w 2005 r. – 1,9%), natomiast aktywów sektora finansowego o około 2,77%.

Tak znaczne zmiany w zachowaniu się kapitalizacji giełdowej wynikają z opisanych wcześniej zależności pomiędzy rozwojem firm a wzrostem kapitalizacji giełdowej w wyniku wprowadzania do obrotu publicznego nowych spółek oraz plasowania papierów wartościowych firm już notowanych. Oznaczać to może, że wzrost emisji papierów wartościowych na rynku finansowym z przeznaczeniem na rozwój przedsiębiorstw przekłada się bezpośrednio na wzrost znaczenia rynku kapitałowego w gospodarce, tym samym na wzrost roli usług bankowości inwestycyjnej, co z kolei wpływa na wzrost gospodarczy.

Powyższe spostrzeżenie potwierdza prawdziwość wysuniętej hipotezy, według której bankowość inwestycyjna może bezpośrednio i w istotny sposób przyczynić się do dalszego rozwoju rynku kapitałowego w Polsce.

Przeprowadzone w opracowaniu badanie empiryczne pozwoliło również na weryfikację jednej z hipotez szczegółowych, która zakładała, że bankowość inwestycyjna oraz rynek kapitałowy w Polsce nabierają coraz większego znaczenia. W Polsce bowiem (zgodne jest to z wynikami międzynarodowych badań) za priorytetowe należy uznać w ramach prowadzonej polityki gospodarczej zwiększanie poziomu inwestycji w PKB. Realizacja inwestycji na podstawie rachunku ekonomicznego i mechanizmów gospodarki rynkowej pozwoli na efektywne zagospodarowanie kapitału. Dalsze wykorzystywanie atutów bankowości inwestycyjnej w rozwoju przedsiębiorstw może przyspieszyć proces rozwoju gospodarczego, tym samym bogacenie się Polaków. Generalnie wzrost zamożności obywateli oraz stabilne warunki makroekonomiczne sprzyjają wyzwaniu w nich „ducha przedsiębiorczości”, a także zakładaniu nowych firm, których jedynym majątkiem jest często pomysł wdrożenia do produkcji nowej technologii. Zwiększanie udziału inwestycji w PKB uwarunkowane jest z kolei wzrostem poziomu gromadzonych oszczędności. Dobrze rozwinięty, sprawnie funkcjonujący rynek finansowy może w optymalny sposób dokonać transformacji zgromadzonych oszczędności w gospodarce. Dominującą rolę w transformacji kapitału powinien odgrywać rynek papierów wartościowych, a w jego obszarze szczególnie bankowość inwestycyjna.

W ramach ostatniej z hipotez szczegółowych, postawionej we wprowadzeniu, dowiedziono, że wzrost konkurencji między instytucjami finansowymi oznaczać będzie lepszy w skali Unii Europejskiej mechanizm alokacji kapitału, a zarazem korzyści dla firm i konsumentów. Można stwierdzić, że konkurencja na rynku finansowym, będąca wynikiem

ścierania się systemowych rozwiązań finansowych, powinna pozytywnie oddziaływać na wzrost przedsiębiorczości w polskiej gospodarce. W zakresie zapewnienia konkurencji pomiędzy instytucjami finansowymi regulacje prawne winny precyzyjnie definiować podmioty uprawnione do świadczenia określonych usług finansowych. Autorzy tych regulacji stają przed dylematem zapewnienia konkurencji między różnymi instytucjami finansowymi i jednoczesnego uniknięcia „rywalizacji cenowej” między nimi. Skutki takich „działań cenowych” mogą bowiem wywoływać kryzysy systemu finansowego. Należy jednak jeszcze raz podkreślić (na co zwrócono szczególną uwagę w pierwszym rozdziale), że konkurencja na rynku finansowym ze względu na specyfikę działalności wymusza na uczestnikach rynku ogromną odpowiedzialność za ich postępowanie. Temu mają służyć, oprócz przestrzegania prawa, także dobrowolne działania firm, jak np. przyjmowanie oraz przestrzeganie zasad ładu korporacyjnego (*Corporate Governance*).

Podsumowując należy podkreślić, że współczesna bankowość inwestycyjna nie przystaje do prostych wzorców, które można łatwo przenieść na grunt polskiej gospodarki. Sprawia to, że w niniejszym opracowaniu autorka, dzięki przeprowadzonym badaniom, daleka jest od formułowania kategoriycznych ocen. Wypada szczególnie eksponować fakt, że przeprowadzone badanie jest pionierskie w tym obszarze i ze strony autorki można oczekiwać kontynuacji i dalszych dociekań oraz formułowania wniosków, na bazie których wskazane zostaną instrumenty polityki gospodarczej państwa odpowiednie do podejmowanych działań. Dzięki takim bądź podobnym badaniom prowadzonym systematycznie w Polsce, można by zyskać podstawę do określania kierunku ewolucji polskiego systemu finansowego, jak i jego przyszłej architektury. Należy również stwierdzić, że analiza symulacyjna przeprowadzona na zbudowanym modelu była interesującym eksperymentem z naukowego punktu widzenia. Na jej podstawie można było bowiem „odkryć” pewne jeszcze niedoskonałości modelu, których nie dało się zauważyć przy ocenie merytoryczno-statystycznej postaci strukturalnej.

4.3. Przestanki rozwoju bankowości inwestycyjnej w Polsce

W momencie przystąpienia Polski do Unii Europejskiej w samej Unii dominował model systemu zorientowanego bankowo. Dlatego, a także z kilku innych przyczyn, Polska nie mogła integrować się z nią, opierając

swój system finansowy na rynku kapitałowym. Za główny powód takiego stanu uznać można choćby niedostateczny rozwój sektora inwestorów instytucjonalnych⁵² oraz historycznie ukształtowaną pozycję banków depozytowo-kredytowych.

Dzięki temu, że po roku 1989 banki komercyjne w Polsce zyskały należytą rangę wśród pozostałych instytucji finansowych na rynku finansowym, ich rola w rozwoju gospodarczym jest bardzo znacząca. Wielkość zgromadzonych aktywów, podobnie jak skala działania determinują decyzje przedsiębiorstw w zakresie zdobywania kapitału na realizację projektów inwestycyjnych. Chociaż rola banków w systemie finansowym odgrywa kluczową rolę, rynek kapitałowy w Polsce, kształtowany od roku 1991, nabiera w rozwoju gospodarczym coraz większego znaczenia. Jeżeli przyjmiemy, że wraz z rozwojem rynku kapitałowego następuje rozwój bankowości inwestycyjnej, to w Polsce na początku transformacji systemowej bankowość inwestycyjna nabierała coraz większego znaczenia w procesie prywatyzacji przedsiębiorstw w celu zwiększenia ich efektywności w gospodarce rynkowej. Początkowo w okresie transformacji bankowość inwestycyjna miała udział w niezbędnej restrukturyzacji nierentownych przedsiębiorstw. Doradztwo finansowe w opracowywaniu strategii rozwoju firm odegrało także kluczową rolę we wzroście ich konkurencyjności zarówno wewnętrznej, jak i zewnętrznej.

Czynniki wpływające na rozwój bankowości inwestycyjnej można ogólnie podzielić na czynniki zewnętrzne oraz wewnętrzne. Do tych pierwszych zaliczyć można:

- koniunkturę światowej gospodarki,
- stabilność polityki zagranicznej,
- poziom zaufania inwestorów do rynków kapitałowych,
- wzrost ryzyka inwestycyjnego towarzyszącego zawieraniem transgranicznie transakcjom gospodarczym.

W ramach czynników zaliczanych do grupy wewnętrznych wymienić trzeba:

- wysokie w polskiej gospodarce realne stopy procentowe,
- wysoki deficyt budżetowy oraz rosnący dług publiczny,
- duże potrzeby inwestycyjne w gospodarce narodowej,
- niestabilne i niekorzystne warunki działania przedsiębiorstw (np. niestabilny, a zarazem skomplikowany system podatkowy).

Spadek konsumpcji w następstwie zmniejszenia wartości posiadanych przez gospodarstwa domowe papierów wartościowych podczas

52 Por. A. Stawiński, *Rozwój sektora finansowego a wzrost gospodarczy*, [w:] *Warunki zapewnienia wysokiego tempa wzrostu gospodarczego w średnim okresie*, PTE, Warszawa 2000, s. 46–50.

zawirowań na rynku giełdowym spowodować może spadek popytu globalnego. W konsekwencji negatywnym skutkiem takich wydarzeń może być zmniejszenie oszczędności oraz kapitału dostępnego dla podmiotów gospodarujących. Osłabienie działań podejmowanych przez firmy w zakresie projektów inwestycyjnych skutkować może pojawieniem się tendencji recesyjnych. A zatem wypada podkreślić, że zarówno czynniki zewnętrzne, jak i wewnętrzne mają ogromny wpływ na proces rozwoju bankowości inwestycyjnej oraz kształtowanie się koniunktury na rynku kapitałowym.

Z powyższych konstatacji wypływa konkluzja, że odpowiednio prowadzona aktywna polityka gospodarcza państwa powinna stwarzać takie warunki gospodarowania, aby wszelkie zalety, jakie niesie rozwój bankowości inwestycyjnej dla rozwoju gospodarczego, były maksymalnie wykorzystane. W kolejnym podrozdziale uwaga zostanie skierowana na analizę potencjalnych czynników sprzyjających rozwojowi usług bankowości inwestycyjnej w Polsce, a także na bariery hamujące jej rozwój.

4.3.1. Czynniki wpływające na rozwój usług bankowości inwestycyjnej

Upatrując szans na dalszy rozwój bankowości inwestycyjnej w Polsce można wymienić następujące elementy go determinujące⁵³:

- 1) ogólny poziom rozwoju gospodarczego kraju,
- 2) uwarunkowania prawno-instytucjonalne,
- 3) zmiana preferencji gospodarstw domowych odnośnie do alokacji oszczędności,
- 4) decyzje przedsiębiorstw odnośnie do finansowania przedsięwzięć inwestycyjnych poprzez emisje papierów wartościowych,
- 5) wzrost znaczenia inwestorów instytucjonalnych (fundusze emerytalne, fundusze inwestycyjne,
- 6) wzrost zapotrzebowania na innowacje finansowe, dzięki którym nastąpi wzrost inwestycji infrastrukturalnych,
- 7) dalsze procesy prywatyzacyjne,
- 8) konwergencja w międzynarodowym systemie finansowym.

Rozpatrując poszczególne czynniki wpływające na rozwój bankowości inwestycyjnej, jak też go hamujące, należy podkreślić, że są one związane z opisanymi w opracowaniu funkcjami pełnionymi przez rynek kapitałowy. Sprawnie działający rynek kapitałowy może być jednym z czynników

53 A. Wolski, *Szanse na rozwój bankowości inwestycyjnej w Polsce*, [w:] *Bankowość korporacyjna i inwestycyjna*, red. J. Stacharska-Targosz, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej, Poznań 2003.

determinujących rozwój gospodarki rynkowej. Bankowość inwestycyjna wychodzi naprzeciw problemom, z którymi do tej pory nie radziła sobie bankowość komercyjna. Poza tym można stwierdzić, że usługi bankowości inwestycyjnej są komplementarne względem usług świadczonych przez bankowość komercyjną.

Wskazanie szans rozwoju bankowości inwestycyjnej w Polsce rozpoczyna analiza czynników o charakterze instytucjonalnym. Katalizatorami rozwoju tej bankowości w Polsce, a także – szerzej – rynku usług finansowych, były: stopniowe otwieranie się gospodarki, wyrażające się wzrostem wymiany handlowej z zagranicą oraz rosnącym zainteresowaniem inwestorów zagranicznych inwestycjami w polskiej gospodarce, jak również integracja Polski z międzynarodowymi i regionalnymi strukturami współpracy gospodarczej. Bardzo ważną rolę odegrało przystąpienie Polski do WTO i porozumień Rundy Urugwajskiej, a następnie OECD, jak również przystąpienie do struktur Unii Europejskiej⁵⁴. Integracja polskiego rynku finansowego z rynkiem finansowym Unii Europejskiej formalnie w zasadzie została zakończona. Funkcjonowanie systemu bankowego zharmonizowano z dyrektywami obowiązującymi w Unii, natomiast w zakresie rynku kapitałowego proces wprowadzania zgodności z prawem unijnym jest bliski zakończenia. Poniżej rozpatrzono dane o charakterze jakościowym z punktu widzenia rozwoju bankowości inwestycyjnej.

Przełomowy dla publicznego rynku kapitałowego był rok 2004, w którym od 1 maja polski rynek kapitałowy stał się częścią wspólnego rynku Unii Europejskiej. Nastąpiła jakościowa zmiana w obszarze funkcjonowania rynku, nadzoru oraz regulacji. W obszarze polskiego rynku kapitałowego (tym samym szans rozwoju usług bankowości inwestycyjnej) do najważniejszych obszarów o charakterze jakościowym, podlegających ujednoczeniu w ramach integrujących się rynków kapitałowych w Unii Europejskiej, należą:

- 1) sporządzanie i wzajemne uznawanie prospektów emisyjnych przy ofertach publicznych,
- 2) funkcjonowanie i wzajemne uznawanie działalności firm inwestycyjnych,
- 3) zapewnienie przestrzegania zasad uczciwego obrotu, w tym zakazu wykorzystywania informacji poufnych i manipulacji kursami papierów wartościowych,
- 4) wprowadzenie systemu zabezpieczania inwestorów powodującego wypłatę środków finansowych w przypadku upadłości firm inwestycyjnych.

54 B. Kotecka, *Bankowość inwestycyjna w procesie integracji Polski z Unią Europejską oraz systemem gospodarki globalnej*, TWIGGER, Warszawa 2003.

W związku z powyższym, z dniem 1 lipca 2005 r. przypadł termin implementacji dyrektywy 2003/71/EC zawierającej nowe elementy dotyczące:

- 1) ujednoczenia zasad odnoszących się do ofert publicznych, w szczególności wprowadzona została zasada *single passport* w miejsce *mutual recognition* względem prospektów emisyjnych i ofert transgranicznych,
- 2) ujednoczenia wymogów prospektowych związanych z publicznym oferowaniem oraz z wprowadzaniem papierów wartościowych do notowań na rynku regulowanym,
- 3) nadania uprawnień właściwym władzom państw członkowskich (tu: KNF).

Ogólnie korzyści wynikające z integracji europejskich rynków finansowych podzielić można, według kryterium beneficjentów integracji rynków kapitałowych, na trzy następujące grupy:

- 1) korzyści dla emitentów,
- 2) korzyści dla firm inwestycyjnych,
- 3) korzyści dla inwestorów.

Wśród wynikających z integracji rynków kapitałowych korzyści dla emitentów wymienia się zharmonizowane wymogi prawne i regulacyjne, dzięki czemu emitenci mogą kierować swoje papiery wartościowe do wszystkich europejskich inwestorów na podstawie jednego zezwolenia, wydawanego przez organ nadzoru kraju macierzystego (*single passport*).

Dla firm inwestycyjnych integracja europejskich rynków kapitałowych oznacza ujednoczenie wymagań prawnych i regulacyjnych dotyczących zakładania i prowadzenia działalności przez te podmioty na podstawie jednego zezwolenia, podobnie jak w poprzednim przypadku wydawanego przez organ nadzoru państwa macierzystego (*single passport*).

Inwestorom integracja europejskich rynków finansowych pozwoli na uzyskiwanie jednolitych informacji. Klientom firm inwestycyjnych integracja umożliwi także ujednoczenie zasad świadczenia usług finansowych przez firmy inwestycyjne, dzięki czemu wzmocniona zostanie ochrona prawna inwestorów. Działania te prowadzić mają do wzrostu możliwości inwestycyjnych inwestorów poprzez korzystanie z usług finansowych świadczonych przez domy maklerskie, przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania oraz inne firmy inwestycyjne z różnych państw Unii Europejskiej. Za istotne uważa się także to, aby w prywatyzacji, jak i plasowaniu papierów wartościowych nowych spółek na rynku pierwotnym brały udział wszystkie instytucje tworzące infrastrukturę polskiego rynku kapitałowego – inwestorzy instytucjonalni, emitenci oraz pośrednicy działający na rynku.

W niniejszym opracowaniu poruszano zmiany w regulacjach prawnych wybranych systemów finansowych, jak też najważniejsze rozwiąza-

nia stosowane w Polsce. Znaczenie obowiązujących regulacji prawnych sprzyjać bowiem może zmianom podejścia potencjalnych inwestorów indywidualnych czy firm niepublicznych do rynku kapitałowego. Przykładowo argumentem przemawiającym za podejmowaniem działań w kierunku tworzenia warunków sprzyjających rozwojowi usług bankowości inwestycyjnej, tym samym rozwojowi rynku kapitałowego, jest promocja i szczególna dbałość o mniejszościowy akcjonariat. Według badań ankietowych przeprowadzonych wśród biur maklerskich, udział indywidualnych inwestorów krajowych dynamicznie wzrasta w stosunku do inwestorów instytucjonalnych krajowych i zagranicznych, i przekroczył poziom jednej trzeciej (35%) w całej strukturze inwestorów. Poniżej, w tabeli 4.8, ujęto wyniki wspomnianej ankiety.

Tabela 4.8

Udział różnych grup inwestorów w obrotach giełdowych w latach 1997–2004 (w %)

Inwestorzy	Instrumenty	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Zagraniczni	akcje	38	39	34	28	34	35	32	33
	kontrakty terminowe	–	–	4	2	2	2	2	4
Krajowi indywidualni	akcje	38	39	44	50	37	29	29	35
	kontrakty terminowe	–	–	81	85	83	79	74	74
Krajowi instytucjonalni	akcje	24	22	22	22	29	36	39	32
	kontrakty terminowe	–	–	15	13	15	19	24	22

Źródło: dane pochodzą z badań ankietowych przeprowadzonych wśród biur maklerskich, www.gpw.com.pl.

Przedstawione w tabeli grupy inwestorów oraz ich udziały w obrotach w poszczególnych latach charakteryzują się pewną zależnością. Stwierdzić można, że inwestorzy zagraniczni na przestrzeni badanych lat utrzymywali relatywnie zbliżone poziomy udziały w obrotach giełdowych zarówno jeśli chodzi o akcje, jak i kontrakty terminowe. Jednym z wniosków nasuwających się w toku prowadzonej analizy jest to, że wrażliwość na zmiany koniunktury inwestorów zagranicznych, jak i inwestorów krajowych instytucjonalnych, jest wyższa niż inwestorów krajowych indywidualnych. Wynikać to może z faktu, że występuje asymetria informacji i dane na temat zmian docierają do inwestorów indywidualnych z pewnym opóźnieniem. Interesujące jest również to, że na przełomie lat 2003/2004, w okresie poprawiającej się koniunktury gospodarczej, wśród inwestorów krajowych występował pewien dysonans w podejmowaniu

decyzji o kupnie-sprzedaży akcji na giełdzie. Podczas gdy dynamicznie wzrósł udział inwestorów indywidualnych w obrotach na akcje (z 29% w 2003 r. do 35% w 2004 r.), to jednocześnie zauważyć można spadek udziału w obrotach na akcje na giełdzie inwestorów instytucjonalnych – z 39% w 2003 r. do 32% w 2004 r. Zatem można stwierdzić, że większa jest zmienność udziału inwestorów krajowych w obrotach na akcje w reakcji na oznaki poprawiającej się koniunktury gospodarczej niż inwestorów zagranicznych.

W rozwoju gospodarczym współczesnych gospodarek rynkowych istotną rolę odgrywa również działalność funduszy inwestycyjnych. Będąc instytucjami publicznego zaufania, działającymi według ścisłych reguł określonych przez ustawodawcę oraz tradycje poszczególnych krajów, fundusze inwestycyjne gromadzą oszczędności milionów obywateli. Oczekiwania lokujących nadwyżki w funduszach dotyczą uzyskania wyższej niż lokata bankowa stopy zysku. Doświadczenia rozwiniętych krajów potwierdzają, że im bardziej rozwinięty gospodarczo kraj, tym więcej działa w nim funduszy inwestycyjnych, tym samym gromadzą one duże wartości aktywów finansowych⁵⁵. Badania empiryczne dowodzą także, że im bardziej rozwinięty gospodarczo kraj, tym większy udział w rynku mają fundusze akcyjne. Z kolei udział funduszy obligacyjnych i rynku pieniężnego jest wyjątkowo duży w krajach określanych jako *emerging markets*⁵⁶.

W Polsce nadal największą popularnością cieszą się fundusze obligacyjne (37%), a następnie mieszane (33%), potem plasują się fundusze pieniężne (14%). Wydaje się, że perspektywa rozwoju gospodarczego kraju sprzyjać powinna w najbliższym czasie rozwojowi funduszy inwestycyjnych mieszanych oraz, w coraz większym stopniu, akcyjnych.

W Polsce w ciągu ostatnich kilku lat rynek funduszy inwestycyjnych przeżywał boom. Najlepiej radzą sobie towarzystwa, które wykorzystują sieć okienek bankowych. Najwięcej klientów przyciągały fundusze obligacji i stabilnego wzrostu. Przyniosły one duży zysk przy stosunkowo niskim ryzyku. Niektóre TFI, szukając możliwości rozwoju, a także zaspokajania potrzeb klientów tworzą nowe produkty finansowe. Przykładem jest uruchomiony w pierwszej połowie roku 2005 fundusz funduszy zagranicznych⁵⁷. W czerwcu 2005 r. aktywa funduszy inwestycyjnych sięgały 45 mld zł (czerwiec 2005 r.) w porównaniu z grudniem roku 2004 – 37,73 mld zł, grudniem roku 2003 – 33,23 mld zł, grudniem 2002 r.

55 A. Dorosz, *Fundusze inwestycyjne: oferta dla klienta indywidualnego i jej wpływ na funkcjonowanie rynku kapitałowego*, [w:] *Fundusze inwestycyjne na polskim rynku – znaczenie i tendencje rozwoju*, Zeszyty BRE Bank – CASE nr 42, Warszawa 1999.

56 *Ibidem*, s. 13.

57 S. Karpiński, *Dobra passa funduszy*, „Rzeczpospolita” z 8 lipca 2005 r.

– 23,06 mld zł. Dane te świadczą o dynamicznym tempie wzrostu poziomu aktywów Towarzystw Funduszy Inwestycyjnych w Polsce. Aktywa te muszą być przez fundusze odpowiednio zagospodarowane, stąd dużą rolę odgrywać może bankowość inwestycyjna i rozwiązania, jakie może ona wnieść w rozwój finansowy tudzież rozwój gospodarczy danego kraju.

Dla banków inwestycyjnych i instytucji zajmujących się bankowością inwestycyjną reforma systemu ubezpieczeń społecznych w Polsce oznacza zwiększony popyt na ich usługi ze strony zarówno funduszy emerytalnych, jak i osób fizycznych. Reforma systemu ubezpieczeń społecznych prowadzi także do rozwoju finansowego, mierzonego udziałem aktywów finansowych w PKB. Następuje przesunięcie oszczędności z tradycyjnych depozytów bankowych w stronę papierów wartościowych⁵⁸. Potwierdzeniem tego faktu jest przykład Chile, w którym powstałe w roku 1981 fundusze emerytalne systematycznie zyskiwały na znaczeniu na rynku finansowym. Wartość aktywów funduszy emerytalnych wzrosła do 40 mld USD w roku 2000, co stanowiło 40% PKB.

W Polsce przyrost aktywów netto wszystkich funduszy emerytalnych w roku 2004 osiągnął poziom 17,8 mld zł, przy poziomie nieco ponad 13 mld rok wcześniej. Przyrost łącznej wartości aktywów netto w roku 2004 zbliżył się do 40%, jednak zróżnicowanie między funduszami było dosyć wyraźne. Istotna z punktu widzenia rozwoju rynku kapitałowego oraz bankowości inwestycyjnej w Polsce jest analiza struktury portfela inwestycyjnego OFE. Struktura tego portfela na koniec roku 2004 dość istotnie różniła się od tej z roku 2003. Większą wartość aktywów skierowano na rynek instrumentów udziałowych wobec instrumentów dłużnych, głównie obligacji i bonów skarbowych. Zarządzający funduszami emerytalnymi uwzględniają bowiem w swych decyzjach inwestycyjnych ożywienie na GPW, mierzone nie tylko wartością indeksów, ale także wzmożoną aktywnością emitentów w zakresie plasowania nowych akcji na parkiecie. Generalnie OFE utrzymują średnio w portfelu ponad 30% instrumentów udziałowych⁵⁹.

Warunki realizacji polityki inwestycyjnej otwartych funduszy emerytalnych są w znacznej mierze determinowane kierunkami i dynamiką rozwoju gospodarki narodowej, w tym także innych instytucji finansowych. Aby dokonać próby zakreślenia prawdopodobnych scenariuszy rozwoju OFE na tle zasadniczych segmentów polskiego rynku finansowego (m.in. banki, fundusze inwestycyjne, zakłady ubezpieczeń, inwestorzy

58 K. Czerkas, *Bankowość inwestycyjna w systemie finansowym. Wnioski dla Polski*, „Materiały i Studia” [Zeszyt nr 93, NBP, Warszawa], sierpień 1999.

59 *Rynek Otwartych Funduszy Emerytalnych 2004*, Departament Komunikacji i Integracji Europejskiej, Warszawa 2005.

zagraniczni) należy skonfrontować je z opracowanymi kierunkami polityki gospodarczej państwa na najbliższe lata. Istotne z punktu widzenia inwestorów instytucjonalnych jest bowiem to, czy rosnące dynamicznie aktywa finansowe w gospodarce będą mogły zostać zamienione efektywnie na inne aktywa o charakterze mniej płynnym. Potencjalne źródło niewykorzystanych jak dotychczas możliwości stanowi sektor przedsiębiorstw. Podaż instrumentów finansowych krótko- czy długoterminowych zależy przede wszystkim od oceny perspektyw rozwojowych gospodarki oraz od planów inwestycyjnych i kosztu pozyskania kapitału. Dlatego ważną konsekwencją dla rozwoju bankowości inwestycyjnej czy rynku papierów wartościowych jest to, że w obliczu sprzyjających oznak makroekonomicznych rynek instrumentów komercyjnych będzie się rozwijał szybciej niż rynek instrumentów emitowanych przez sektor publiczny. Dodatkowym argumentem za takim rozwojem wydarzeń jest obserwowany w Polsce trend trwałego spadku stóp procentowych. Przedsiębiorstwa w ramach opracowywanych strategii rozwojowych powinny zwiększać liczbę projektów inwestycyjnych, których podstawowym źródłem finansowania może być rozwijający się rynek komercyjnych papierów wartościowych.

A zatem argumentem przemawiającym za wzrostem znaczenia bankowości inwestycyjnej w polskiej gospodarce jest wzrost znaczenia finansowania rozwoju firm alternatywnymi wobec kredytów bankowych instrumentami finansowymi. Dominujące znaczenie zaczną mieć emisje obligacji korporacyjnych, a ze względu na rozwój techniki finansowania na zasadach *project finance* oraz zastosowania koncepcji partnerstwa publiczno-prywatnego powinno wzrosnąć znaczenie obligacji przychodowych oraz komunalnych. Za przykład niech posłuży poznańska firma Aquanet, która odgrywa czołową rolę na rynku usług komunalnych. W zamian za udziały oferuje okolicznym gminom przyłączenie się do sieci w ramach świadczonych usług komunalnych. Jak do tej pory niewiele miast zdecydowało się na prywatyzację bądź partnerstwo publiczno-prywatne w sektorze wodnym w Polsce. Wstąpienie Polski w struktury Unii Europejskiej wymusza realizację inwestycji i poszukiwanie kapitałów na ich sfinansowanie. Wspomniana firma nosiła się z zamiarem pozyskania kapitału poprzez giełdę, ale dopiero około roku 2007. Innym przykładem jest Miejskie Przedsiębiorstwo Wodociągów i Kanalizacji (MPWiK) w Warszawie. Aby spełnić unijne zobowiązania dotyczące jakości odprowadzanych ścieków, firma modernizuje i rozbudowuje sieć. Na wszystkie zadania planowano wydać do roku 2013 4,2 mld zł, z czego 60% miała sfinansować Unia⁶⁰. MPWiK realizuje już dwa projekty o łącznej wartości 180 mld EUR, które w 63% są finansowane z funduszu ISPA.

60 M. Kozmana, *Ekspansja miejskich wodociągów*, „Rzeczpospolita” z 25.08.2005 r.

Jeżeli przyjmiemy, że rozwój bankowości inwestycyjnej stanowi czynnik determinujący rozwój współczesnych gospodarek, to brak tego rozwoju lub jego ograniczony zakres powodować może stagnację gospodarki, a w dłuższym okresie jej recesję.

A zatem polityka gospodarcza państwa powinna być nakierowana na działania zmierzające do stwarzania sprzyjających (stabilnych) warunków prowadzonej działalności gospodarczej, powinna też zostać ogłoszona jasno sformułowana strategia rozwoju gospodarczego kraju na najbliższe lata. Ramy prawne, w obszarze których przedsiębiorstwa prowadzą działalność gospodarczą, nie powinny krępować inicjatyw, których celem jest podejmowanie inwestycji prorozwojowych. Przytaczany wyżej przykład partnerstwa publiczno-prywatnego (PPP) w Polsce może oznaczać realizację zadań publicznych (np. budowa infrastruktury drogowej) z kapitałów prywatnych przedsiębiorców. Wdrażanie tej inicjatywy zależy będzie z jednej strony od woli sprawujących władzę w danych miastach czy gminach, a z drugiej strony od przepisów⁶¹ umożliwiających im zawarcie takiej umowy. Rozwój PPP w Polsce w dużym stopniu wpłynąć może na wzrost inwestycji w gospodarce, realizowanych w drodze zawieranych umów pomiędzy podmiotami państwowymi i prywatnymi. Istotne jest bowiem, że bezpośrednim beneficjentem wdrażania PPP są obywatele danego państwa, dla których świadczone są usługi komunalne.

Kolejnym aspektem branym pod uwagę, jeśli chodzi o rozwój i wzrost znaczenia usług bankowości inwestycyjnej, są wprowadzane na rynek finansowy innowacje finansowe, także w zakresie instrumentów pochodnych. Za główny czynnik szybkiego wzrostu obrotów nimi jest uznawana wzrastająca zmienność cen instrumentów finansowych w wyniku większej zmienności kursu złotego wobec walut obcych⁶², stóp procentowych⁶³, cen akcji na wtórnym rynku.

Wielokrotnie w opracowaniu poruszano aspekt związany ze zmianą struktury oszczędności w Polsce. Zgodnie z obserwowanymi tendencjami zmniejszeniu ulegnie znaczenie sektora bankowego, przy jednoczesnym zwiększeniu udziału w rynku inwestorów instytucjonalnych. W najbliższych latach impulsem do rozwoju usług bankowości inwestycyjnej będzie zapewne rosnący popyt na papiery wartościowe.

61 Ustawa z 28 lipca 2005 r. o partnerstwie publiczno-prywatnym (DzU, nr 169, poz. 1420, z 6 września 2005 r.).

62 Pełne upłynnienie kursu złotego, które nastąpiło 12 kwietnia 2000 r., oraz liberalizacja obrotów kapitałami krótkoterminowymi, do której doszło 1 października 2002 r., spowodowały, że w ich wyniku wystąpiła większa zmienność kursu złotego.

63 Za: E. Pietrzak, *Perspektywy rozwoju rynku kapitałowego*, [w:] *Perspektywy rozwoju...*, s. 25. Większa zmienność stóp procentowych wynika z zastępowania zmian jednokierunkowych tych stóp zmianami dwukierunkowymi.

4.3.2. Czynniki ograniczające rozwój bankowości inwestycyjnej

W okresie zastoju gospodarczego i recesji gospodarczej w Polsce na początku wieku XXI wzrosło ryzyko polityczne łączące się z niestabilnością prowadzonej działalności gospodarczej, rosnącym niezadowoleniem społecznym związanym z wysokim bezrobociem oraz brakiem rozwiązań o charakterze systemowym w zakresie reformy finansów publicznych. Stosunkowo wysoki dług publiczny, a także rosnące ogólne koszty obsługi długu⁶⁴ hamowały rozwój bankowości inwestycyjnej poprzez plasowanie na rynku dużej puli skarbowych papierów wartościowych. Takie działania stanowią poważną barierę dla rozwoju komercyjnych papierów dłużnych czy rynku akcji, gdyż aktywa inwestorów instytucjonalnych w dużej mierze kierowane są w takich warunkach w bezpieczne i stosunkowo rentowne papiery skarbowe.

W konsekwencji powyższych zdarzeń wzrosło w owym czasie ryzyko działalności kredytowej banków, gdyż zaczęły one postrzegać rodzime podmioty gospodarcze jako obciążone szczególnie wysokim ryzykiem. Dlatego kredyty bankowe w owym czasie udzielane były w zasadzie tym podmiotom, które były rentowne, a finansowane przez nie inwestycje nie stwarzały potencjalnie zagrożenia ich spłaty. Marże bankowe były stosunkowo wysokie, gdyż pozyskanie kapitału na działalność kredytową przez banki było tanie. W sytuacji niestabilności prowadzonej polityki gospodarczej i zmian zachodzących na rynku finansowym coraz częściej oszczędności gospodarstw domowych oraz przedsiębiorstw kierowane były właśnie do banków. Można zatem stwierdzić, że pogarszająca się koniunktura w gospodarce negatywnie wpływa na rozwój rynku papierów wartościowych i decyzje inwestycyjne przedsiębiorstw. Oznacza to, że zaufanie inwestorów, jak i czynniki makroekonomiczne determinują rozwój bankowości inwestycyjnej oraz rynku kapitałowego.

Innym istotnym kryterium oceny atrakcyjności i możliwości rozwojowych bankowości inwestycyjnej w przyszłości może być obecność kapitału zagranicznego w określonej dziedzinie gospodarki. Rosnący udział kapitału zagranicznego oznaczać może wzrost wykorzystania przez zagraniczne podmioty szans stwarzanych przez rynek kapitałowy, jednakże z drugiej strony w przypadku spełniania się założeń negatywnego scenariusza, odnoszącego się do spadku ich udziału w PKB, wzrosnąć może wolumen kredytów udzielanych zagranicznym firmom przez banki, które w ponad 70% aktywów sektora bankowego są własnością inwestorów zagranicznych.

64 Szerzej zjawisko to zostało opisane w artykule: A. Kamiński, *Nasz coraz droższy dług*, „Rzeczpospolita”, nr 59, z 11.03.2005.

Rynek kapitałowy w Polsce osiągnął pewne znaczenie w gospodarce, jednak bez dalszego jego systematycznego rozwoju wątpliwy okazać się może rozwój bankowości inwestycyjnej. Rynek kapitałowy jako konkurencyjne źródło pozyskania kapitału przez spółki w stosunku do systemu bankowego powiększa efektywność funkcjonowania całego systemu finansowego. Bez takich sekwencji działań dostęp do kapitału dla spółek okazać się może droższy lub trudniejszy, a to z pewnością nie służy poprawie konkurencyjności polskich firm na arenie międzynarodowej. W hipotetycznej sytuacji, gdy rynek kapitałowy przestanie stanowić istotne źródło finansowania rozwoju gospodarczego, jego znaczenie w gospodarce zmniejszy się. Spadnie również tempo rozwoju bankowości inwestycyjnej, która, zgodnie z tendencjami na światowym rynku, jest motorem wzrostu najbardziej rozwiniętych gospodarczo państw (o czym szczegółowo pisano w rozdziale 3). Dodatkowo zmniejszenie znaczenia rynku kapitałowego w gospodarce może przyczynić się do zmniejszenia przejrzystości polskiej gospodarki, mogą pojawić się też problemy z wyceną oraz dostępnością aktywów finansowych dla funduszy emerytalnych, inwestycyjnych lub sektora ubezpieczeniowego.

Punktem wyjścia dalszych rozważań może być teza mówiąca, że ograniczona rola rynku kapitałowego w gospodarce przekłada się bezpośrednio na niewykorzystanie potencjału, jaki wnosi do rozwoju gospodarczego rozwój bankowości inwestycyjnej.

Na przełomie marca i kwietnia 2004 r. przeprowadzono w Polsce badania ankietowe dotyczące identyfikacji czynników determinujących rozwój rynku akcji oraz zbywalnych instrumentów finansowych. Wyniki badań wskazują, że wśród badanych polskich przedsiębiorstw⁶⁵ wyróżniono zarówno czynniki skłaniające firmy do plasowania papierów wartościowych na giełdzie, jak i czynniki utrudniające te działania⁶⁶. Przeprowadzony projekt był pierwszym w Polsce badaniem ankietowym o takim zakresie, dotyczącym finansowania przedsiębiorstw na rynku kapitałowym⁶⁷.

65 Ankietą objęto bezpośrednio uczestników rynku kapitałowego – przedsiębiorstwa, które emitowały akcje i/lub instrumenty dłużne, jak też firmy niekorzystające dotychczas z tej formy pozyskania kapitału. Ze względu na specyfikę działalności wykluczono z badania banki i zakłady ubezpieczeń.

66 Badania realizowane w innych krajach koncentrują się głównie na wyborze struktury kapitału przedsiębiorstwa, a w niewielkim stopniu obejmują problematykę barier w rozwoju rynków. Na podstawie D. Brounen, A. De Jong, C. G. Koedij, *Corporate Finance in Europe: Confronting Theory with Practice*, „Financial Management” 2004, No 33, ss. 71–101.

67 *Wybrane determinanty rozwoju rynku akcji i korporacyjnych instrumentów dłużnych w Polsce. Wyniki badania ankietowego*, Narodowy Bank Polski, Warszawa, styczeń 2005.

Wśród czynników ograniczających możliwości rozwojowe rynku akcji, jak i rynku papierów dłużnych, wymieniany jest przykładowo brak zapotrzebowania na kapitał (szczególnie wyraźny wśród podmiotów, które do czasu przeprowadzenia ankiety nie wyemitowały ani akcji, ani instrumentów dłużnych). Autorzy badania przypuszczają, że ów brak zainteresowania pozyskiwaniem kapitału był spowodowany określoną fazą cyklu koniunkturalnego, w której przeprowadzono badanie, a powtórzenie badania w innej fazie mogłoby dostarczyć innych wyników. Poza powyższym, poniżej wymieniono czynniki zidentyfikowane w trakcie badania, które stanowią podstawowe bariery rozwoju zarówno rynku akcji, jak i rynku papierów dłużnych przedsiębiorstw. Zaliczono do nich⁶⁸:

- koszty finansowe związane z wejściem na rynek,
- koszty finansowe i niefinansowe związane ze zwiększeniem przejrzystości przedsiębiorstwa (np. koszty łączące się z przekazywaniem informacji instytucji nadzorczej, koszty ujawniania istotnych informacji o spółce),
- utrudnienia w kontroli spółki i w zarządzaniu nią,
- rozwiązania prawno-podatkowe związane z wejściem na rynek,
- wiedza o rynku.

W zakresie wykorzystania rynku akcji oceny dotyczące czynników takich, jak „koszty finansowe” oraz „koszty finansowe i niefinansowe związane z przejrzystością przedsiębiorstwa” zależą od praktycznej znajomości rynków finansowych. Okazało się, że im większe doświadczenie przedsiębiorstwa w działalności na rynku, tym wyższa ocena istotności tych czynników. Wyjątkiem były duże przedsiębiorstwa. Szczególnie często firmy wskazywały na koszty usług konsultingowych jako element budzący ich obawy. Z kolei koszty związane z działalnością podmiotów publicznych i infrastruktury (*KNF, GPW, KDPW*) nie były uznawane za istotne. Według zarządów badanych przedsiębiorstw konieczność wypełniania obowiązków informacyjnych wpływa negatywnie na podejmowanie decyzji o emisji akcji zarówno przez przedsiębiorstwa, które wyemitowały akcje, jak i te, które emitowały instrumenty dłużne. Kolejną barierę stanowiło dla firm ujawnianie informacji o swoich planach i strategiach rozwoju.

Według badanych przedsiębiorstw wprawdzie istniejące rozwiązania prawno-podatkowe związane z wejściem na rynek nie są istotnym czynnikiem oddziałującym na ich decyzje, jednak firmy wskazały na „utrudnienia w kontroli spółki i zarządzaniu nią” jako istotny czynnik wpływający na decyzje o wykorzystaniu emisji akcji. Także czynnik wiedzy został uznany przez autorów badania, na podstawie zebranych odpowiedzi, za istotną barierę w rozwoju rynku akcji.

68 *Ibidem*, s. 73.

W stosunku do wykorzystania publicznego rynku dłużnych papierów wartościowych przedsiębiorstwa uznały „koszty finansowe” za bardzo istotny czynnik warunkujący wejście na rynek. Z kolei za nieistotne uznano „utrudnienia w kontroli spółki i zarządzania nią”. W zakresie rozwiązań prawno-podatkowych dla firm obecnych na rynku publicznym oraz firm, które do czasu przeprowadzenia badania dokonały emisji papierów dłużnych, ten czynnik jest średnio istotny w kontekście podejmowanych przez przedsiębiorstwa decyzji.

W odniesieniu do czynnika wiedzy, przedsiębiorstwa nie wskazują na występowanie tej bariery. Paradoksalnie jednak znaczna grupa przedsiębiorstw nie orientuje się w zasadach dotyczących publicznych emisji obligacji. Firmy, które nie wyemitowały żadnych instrumentów finansowych nie dysponują z kolei praktyczną wiedzą umożliwiającą ocenę korzyści i kosztów finansowania poprzez emisję instrumentów dłużnych⁶⁹.

W stosunku do wykorzystania niepublicznego rynku dłużnych papierów wartościowych zdaniem przedsiębiorstw „koszty finansowe” wskazują, że są to mało istotne czynniki warunkujące wejście na rynek. W przypadku „utrudnienia w kontroli spółki i zarządzaniu nią” czynnik ten okazał się nieistotny. Rozwiązania prawno-podatkowe związane z wejściem na ten rynek oceniono jako średnio i mało istotne. Bariera wiedzy okazała się nieistotna w tej kategorii badanego rynku.

W Polsce wpływ na ograniczone wykorzystanie usług bankowości inwestycyjnej mają także wewnętrzne słabości rynku kapitałowego⁷⁰. Podstawowa kwestia, która stanowi ewenement na skalę światową, to fakt, że warszawska Giełda Papierów Wartościowych jest blisko w 100% własnością Skarbu Państwa⁷¹. Taka struktura własnościowa nie jest w stanie sprawić, by giełda mogła działać na podstawie mechanizmów gospodarki rynkowej. Jeżeli w najbliższym czasie nastąpi marginalizacja rynku kapitałowego, oznaczać to będzie wzrost znaczenia banków. Przejawiać się to może w następujących sprawach:

1. Wzrost wolumenu, jak i wartości udzielanych kredytów podmiotom gospodarczym. Z tej perspektywy wydaje się, że kredyt bankowy pozostanie w strukturze kapitałowej przedsiębiorstw jako główne zewnętrzne źródło finansowania ich rozwoju. Implikacje z tego wypływające są takie, że koszt kapitału dla firm nie będzie wykazywał tendencji spadkowych, ale raczej wzrostowe – brak jest bowiem konkurencyjnego źródła finansowania.

69 *Ibidem*, s. 74–75.

70 E. Pietrzak, *Perspektywy rozwoju rynku kapitałowego...*, s. 19–23.

71 Także Cypr ma giełdę z większościowym udziałem państwa.

2. Ze względu na to, że niedorozwój rynku kapitałowego również stanowi zagrożenie dla interesów banków, nieodzowne wydaje się ich większe zaangażowanie w działania przeciwdziałające dezintegracji rynku kapitałowego w Polsce. Głównie chodzi o przebudowę i dostosowanie obecnej organizacji rynku kapitałowego, aby małe i średnie firmy w coraz większym stopniu były uczestnikami rynku. Istotne jest także stworzenie im możliwości dostępu do różnego rodzaju funduszy podwyższonego ryzyka oraz *venture capital* i *private equity*.

W świetle dokonanych powyżej analiz można stwierdzić, że najwięcej istotnych barier w rozwoju bankowości inwestycyjnej w obszarze rozwoju przedsiębiorstw, w tym dostępności kapitału na ich rozwój, występuje w przypadku rynku akcji. Według badania przeprowadzonego przez NBP mniej barier uznanych za istotne udało się zidentyfikować w odniesieniu do publicznego rynku dłużnych papierów wartościowych.

Reasumując można ocenić, że istotną barierą rozwoju bankowości inwestycyjnej wykorzystywanej do rozwoju przedsiębiorstw są koszty finansowe wejścia na rynek. Drugą z uwypuklanych przez firmy barier są rozwiązania prawno-podatkowe, których waga, według badanych, nie jest jednak z pewnością najważniejsza. Nadal, pomimo piętnastu lat funkcjonowania rynku kapitałowego w Polsce, brak jest dostatecznej wiedzy o możliwościach finansowania poprzez emisję akcji oraz instrumentów dłużnych.

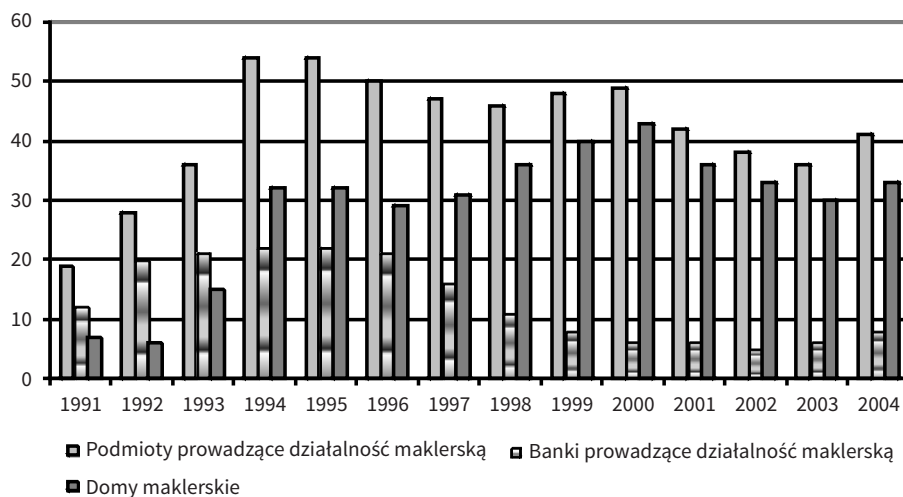
Dokonując ogólnego podsumowania wyżej opisanych szans i barier rozwoju bankowości inwestycyjnej w Polsce (punkty 4.3.1; 4.3.2) można stwierdzić, że istnieją podstawy, na gruncie zmian zachodzących w polskiej, jak też światowej gospodarce, do bardziej zintensyfikowanego rozwoju usług bankowości inwestycyjnej w Polsce w najbliższych latach.

4.3.3. Nowa architektura systemu finansowego – implikacje dla Polski

W tym punkcie rozprawy uwaga jest skierowana na ogólną charakterystykę modelu bankowości inwestycyjnej w Polsce, a opis rozpoczyna analiza otoczenia instytucjonalnego, które stanowi ramy dla rozwoju tych usług. Ostatecznym zadaniem jest wskazanie najważniejszych elementów, na które w najbliższym czasie powinny zostać skierowane aktywne działania władz odpowiedzialnych za rozwój gospodarczy państwa.

Na początku lat 90. wieku XX toczyła się w Polsce dyskusja na temat bazy, na podstawie której powinny powstawać banki inwestycyjne – czy w strukturach banków komercyjnych, czy na bazie domów maklerskich.

W Polsce próba usytuowania banków inwestycyjnych w strukturach banków komercyjnych w zasadzie się nie udała. Z banków uniwersalnych, które w swoich strukturach przewidują działalność banku inwestycyjnego, funkcjonuje w zasadzie jedynie Citibank. Bank Rozwoju Eksportu, kojarzony często z bankowością inwestycyjną, w zasadzie takiej działalności nie prowadzi⁷². Koncepcja tworzenia banków inwestycyjnych opartych na biurach maklerskich, jak dotąd również się nie powiodła. Powodem, dla którego można wysunąć taki wniosek jest obserwacja zmian liczby biur maklerskich na rynku polskim w latach 1991–2004, zaznaczonych na wykresie 4.13.



Wykres 4.11. Podmioty prowadzące działalność maklerską w latach 1991–2004

Źródło: dane KNF

Jedną z przyczyn takiego stanu stanowić może analiza fluktuacji obrotów w badanym okresie. Ich niewystarczająca wielkość powodowała, że trudno niekiedy było podmiotom prowadzącym działalność maklerską utrzymywać swoje struktury, dlatego też działalność ta powoli zaczęła słabnąć aż do końca roku 2003. Z wykresu 4.11 wywnioskować można, że w Polsce spadała sukcesywnie liczba domów maklerskich, które

72 Według opinii J. Chwedoruka, dyrektora Rothschild Polska, bank BRE wszedł mocno we własne inwestycje, co nie jest typową działalnością banku inwestycyjnego. Dodaje on, iż aby bank te inwestycje mógł przeprowadzić, musiał zbudować własne ekspertyzy, które nie były sprzedawane na zewnątrz.

funkcjonowały w grupach bankowych, w analogicznym okresie wzrastała natomiast gwałtownie liczba domów maklerskich działających poza strukturami banków. Wiązać się to mogło w owym czasie z ograniczaniem przez banki kosztów w każdym obszarze działalności (również maklerskiej) ze względu na kurczącą się marżę zysku. Idea, z początku lat 90. wieku XX, tworzenia banków inwestycyjnych (raczej domów inwestycyjnych) na bazie domów maklerskich wydaje się nadal aktualna i pożądana. Można poddać pod dalszą dyskusję dylemat, czy „domy inwestycyjne” miałyby być instytucjami *stricte* specjalistycznymi, czy też stanowić jedną z form działalności banków uniwersalnych. Jak dotąd problem ten nie został w ekonomii rozwiązany i trwa nadal polemika nad wyższością jednego z powyższych rozwiązań nad drugim.

Na podstawie przedstawionej analizy można stwierdzić, że nie istnieją jednolite rozwiązania dotyczące określenia struktur instytucjonalnych, w jakich rozwijać się będzie w Polsce bankowość *stricte* inwestycyjna. Wyjątkowo ważne jest, i powinno to być traktowane priorytetowo w ramach ustalanych kierunków polityki gospodarczej, by nie stwarzać dodatkowych barier w jej rozwoju i eliminować te, które stanowią przeszkodę w sprawnym wypełnianiu funkcji przez rynek kapitałowy. „Aby rynek kapitałowy danego państwa mógł dobrze spełniać swoje funkcje [...], musi się [...] rozwijać”⁷³. W odniesieniu do tego stwierdzenia rola regulatorów powinna sprowadzać się do zapewnienia właściwych warunków funkcjonowania i rozwoju rynku kapitałowego. Polski rynek kapitałowy ma dobrze rozwiniętą infrastrukturę instytucjonalną, prawną i techniczną. Istnieją więc powody do tego, aby rozwój polskiego rynku kapitałowego potęgował rozwój gospodarczy kraju. Doświadczenia i analizy zagranicznych rynków kapitałowych wskazują bowiem na ich pozytywny wpływ na rozwój gospodarek. Nie bez znaczenia jest fakt, że polski rynek kapitałowy jest jednym z największych w regionie, jednakże niedostatecznie dużym, by konkurować z rynkami zachodnimi. Rozwinięty rynek kapitałowy powinien charakteryzować się wysoką płynnością oraz bezpieczeństwem w zakresie przeprowadzanych transakcji. Nie należy mylić bezpieczeństwa z przeregulowaniem rynku. Potwierdzeniem tego niech będzie stwierdzenie byłego przewodniczącego KNF, J. Sochy, że: „nawet regulacje jak najlepsze nie zastąpią wiarygodności dla inwestora”. Coraz większej uwagi wymagają zagadnienia nadzoru korporacyjnego w celu odpowiedniego zabezpieczania praw i interesów akcjonariuszy i inwestorów instytucjonalnych. Bez zaufania dawców kapitału jego podaż ograniczy pełny rozwój rynku kapitałowego.

73 Szerzej w: W. Dębski, *Rynek kapitałowy jako potencjalny stymulator rozwoju...*, s. 511–519.

W Polsce nie ma racji bytu dyskusja nad usytuowaniem banków inwestycyjnych w strukturach banków uniwersalnych czy na bazie domów maklerskich. W drodze ewolucji polskiego systemu finansowego wykształcił się model, w którym banki depozytowo-kredytowe oraz banki inwestycyjne generalnie prowadzą działalność niezależną⁷⁴.

Z uwagi na to, że podstawą sformułowanych w niniejszej publikacji wniosków jest analiza związków przyczynowo-skutkowych pomiędzy rozwojem systemu finansowego a rozwojem gospodarczym poszczególnych krajów, których motorem są wyzwania współczesnego świata, ewolucja międzynarodowego systemu finansowego powoduje, że w jej rezultacie wypracowywane są najbardziej efektywne rozwiązania. Rynek kapitałowy i ściśle z nim związana bankowość inwestycyjna odgrywać powinny wiodącą rolę w przekształcaniach polskiego systemu finansowego. Aktywna polityka gospodarcza na bazie doświadczeń i rozwiązań zastosowanych w innych krajach musi wspierać rozwój bankowości inwestycyjnej w Polsce. Priorytetowe winny być działania zmierzające ku efektywnemu wykorzystaniu możliwości, jakie niesie rozwój bankowości inwestycyjnej. Także na jednolitym rynku Unii Europejskiej, którego elementem pozostaje polski rynek finansowy, polityka gospodarcza skierowana jest na rozwój rynku kapitałowego. Polski system finansowy jest bowiem częścią światowego „krwiobiegu” systemu finansowego.

Poniżej wymienione zostały najważniejsze, zdaniem autorki, implikacje dla Polski, którym powinna w najbliższym czasie zostać poświęcona szczególna uwaga polityków gospodarczych w kontekście określania kierunków funkcjonowania systemu ekonomicznego, w tym finansowego. Rezultatem rozwoju bankowości inwestycyjnej i jej wpływu na rozwój gospodarczy Polski są następujące działania⁷⁵:

1. **Wzrost stopy oszczędności w gospodarce** – gromadzenie oszczędności w celu finansowania realizacji projektów inwestycyjnych (w ramach działalności przedsiębiorstw prywatnych, jak też w ramach inwestycji infrastrukturalnych finansowanych z budżetu państwa). Przykładowo znoszenie barier w dalszym urzeczywistnianiu projektów w ramach **partnerstwa publiczno-prywatnego** może przyczynić się do poprawy sytuacji finansów państwa, jak też warunków ekonomicznych wielu przedsiębiorstw. Wspieranie przedsiębiorczości przez angażowanie podmiotów

74 Wprawdzie banki komercyjne dokonują transakcji na rynku kapitałowym, jednakże brak im cechy niepowtarzalności, tak charakterystycznej dla banków inwestycyjnych.

75 W tym miejscu ograniczono się do ogólnych stwierdzeń-wniosków, których szczegółowe treści opisano w poszczególnych rozdziałach opracowania.

gospodarujących z sektora małych i średnich firm w duże inwestycje infrastrukturalne może spowodować wzrost udziału małych i średnich firm w tworzeniu PKB. Dodatkowo wzrost świadomości społeczeństwa oraz rzetelne przekazywanie mu informacji o korzyściach i zagrożeniach wynikających z tej formy współpracy mogą stanowić motywację do podejmowania przez małe i średnie firmy polskie decyzji inwestycyjnych i zarazem wzrostu ich konkurencyjności w Unii Europejskiej. Usługi doradcze świadczone przez bankowość inwestycyjną w zastosowaniu partnerstwa publiczno-prywatnego doprowadzić mogą do zwiększenia liczby obiektów infrastrukturalnych w Polsce czy poprawy ich jakości, będących z kolei wynikiem podejmowanych w gospodarce przedsięwzięć inwestycyjnych.

2. Wykorzystywanie narzędzi polityki gospodarczej w celu **populacji inwestycji w środki trwałe**. Złożone projekty inwestycyjne finansowane na zasadach np. *project finance* wymagają nakładów inwestycyjnych i kapitałowych zarówno krajowych, jak i zagranicznych w celu przystosowywania poszczególnych działów gospodarki do nowych, konkurencyjnych warunków w nieustannie zmieniającym się otoczeniu. W polskich realiach *project finance* może przyczynić się do zdynamizowania rozwoju infrastruktury gospodarczej pomimo niesprzyjającego (pogarszającego się) stanu finansów publicznych.
3. **Rozwój rynku kapitałowego** (wspieranie rozwoju gospodarczego oraz atrakcyjności inwestycyjnej Polski jest osiągalne dzięki lepszemu funkcjonowaniu mechanizmów akumulacji kapitału oraz jego alokacji).

Jeżeli przyjmujemy za sformułowanymi wyżej wnioskami, że jedną z oznak rozwoju systemu finansowego jest **wzrost konkurencyjności pomiędzy instytucjami finansowymi**, to w efekcie funkcjonowania wielu pośredników finansowych powinny ulegać obniżeniu koszty pośrednictwa finansowego (koszty transakcyjne). Wnioskując można stwierdzić, że wzrost roli usług bankowości inwestycyjnej przyczynia się do bardziej efektywnego przepływu kapitału od podmiotów oferujących jego nadwyżki do podmiotów zgłaszających na niego zapotrzebowanie. Efektywna transformacja oraz alokacja kapitału w gospodarce stwarzają podmiotom gospodarującym „lepsze” warunki finansowania. W określeniu „lepsze” zawarte są takie elementy, jak np.:

- relatywnie **niższy koszt pozyskania kapitału** na realizację projektów inwestycyjnych,
- **wzrost płynności na rynku** w wyniku możliwości zamiany różnych aktywów finansowych,

- **wzrost dostępu do informacji oraz wzrost jej jakości**, które mogą spowodować lepszy monitoring podmiotów gospodarujących (obniżanie asymetrii informacyjnej).
- 4. **Przyciąganie do Polski kapitału zagranicznego** w formie bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Wzrost inwestycji w środki trwałe przez zagraniczne podmioty powinien zmobilizować podmioty krajowe do **poszerzania rozwiązań *project finance*** czy np. dotyczących **obligacji przychodowych**, aby móc stworzyć płaszczyznę porozumienia z inwestorami zagranicznymi. Dodatkowo stoi za tym fakt, że zagraniczni inwestorzy poszukują rynków, na których istnieje duży popyt na inwestycje, jakie mogą zrealizować (często we współpracy z firmami w kraju przeznaczenia).
- 5. Dalsza **prywatyzacja** (nie tylko przez giełdę) podmiotów państwowych i oparcie ich funkcjonowania na rachunku ekonomicznym.
- 6. **Konsolidacja** tych dziedzin gospodarki, które z ekonomicznego punktu widzenia zwiększą swoje zdolności konkurencyjne.
- 7. Wspomaganie instytucji finansowych w kreacji, a następnie we wprowadzaniu na rynek **nowych instrumentów finansowych**, jak np. listy zastawne, w celu rozwoju działalności budowlanej, lub obligacje przychodowe w finansowaniu inwestycji gminnych.

Reasumując, we współczesnej gospodarce rynkowej bankowość inwestycyjna jest niezbędnym elementem i czynnikiem jej rozwoju. Zakreślenie miejsca bankowości inwestycyjnej w modelu systemu finansowego w Polsce powinno być priorytetem przy ustalaniu polityki gospodarczej na najbliższe lata. Gospodarka polska, oraz wspierający jej rozwój dobrze rozwinięty system finansowy, może w najbliższych latach stać się jedną z najbardziej dynamicznie rozwijających się gospodarek w Unii Europejskiej. Silne powiązania z rynkiem europejskim, na którym zachodzą procesy integracyjne, a także duży nacisk położony na rozwój rynków kapitałowych powinny dodatkowo mobilizować lokalny rynek kapitałowy do poszukiwania efektywnych rozwiązań.

Zakończenie

Na skutek dynamicznych przemian zachodzących w gospodarce światowej istnieje pilna potrzeba rozwoju nauki oraz wzrostu refleksji naukowej nad problemami, jakie niosą owe przemiany we współczesnych systemach finansowych, także w Polsce. W monografii podjęto się analizy tendencji tudzież kierunku ewolucji zarówno światowego, jak i polskiego systemu finansowego. Na tym tle przeprowadzone w opracowaniu badania wykazały, że istnieje ścisły związek pomiędzy rozwojem finansowym (systemu finansowego) i rozwojem gospodarczym. System finansowy nie może funkcjonować bez sfery realnej, a sfera realna nie może sprawnie funkcjonować i rozwijać się bez systemu finansowego. Pokazano także, że występuje sprzężenie zwrotne pomiędzy rozwojem finansowym i rozwojem gospodarczym. Dało to asumpt do dalszych pogłębionych badań nad związkiem jednego z najbardziej dynamicznie rozwijających się segmentów rynku finansowego – bankowości inwestycyjnej z rozwojem gospodarczym. U źródeł dociekań leżało przekonanie, że procesy zachodzące w obszarze bankowości inwestycyjnej na etapie ciągle transformującej się polskiej gospodarki dają się opisać i wyjaśnić.

Przedstawiono także procesy rozwoju bankowości inwestycyjnej na świecie na tle ewolucji międzynarodowego systemu finansowego, z uwypukleniem najbardziej istotnych zmian zachodzących na światowym rynku. Ostatnie dziesięciolecia zaznaczyły się bardzo szybkim i nieoczekiwanym rozwojem wielu zjawisk w gospodarce światowej. Bankowość inwestycyjna jest wyjątkowo wrażliwa na bodźce z zewnątrz, które często stanowią przyczynę i/lub skutek rozszerzania zakresu badań i rozwoju, będących warunkiem pomyślnego funkcjonowania na coraz bardziej konkurencyjnych i technologicznie powiązanych rynkach globalnych. Innowacyjność wyznacza bowiem kierunek rozwoju rynku. Wysokie tempo zmian zachodzących we współczesnych gospodarkach nie pozostało bez wpływu na światowe systemy finansowe. W nauce ekonomii wiele tradycyjnych podejść teoretycznych uległo procesowi ewolucji lub

w ich miejsce pojawiły się nowe koncepcje teoretyczne. Ma to związek z pojawieniem się nowych potrzeb i naglących problemów współczesnego świata, w tym świata finansów.

W opracowaniu potwierdzona została teza mówiąca, że kapitał finansowy jest jednym z najważniejszych katalizatorów wzrostu gospodarczego. Dzięki tym usługom w gospodarce zachodzi efektywna realokacja oszczędności z inwestycji przynoszących relatywnie mniejszy dochód w stronę inwestycji o wyższej stopie zwrotu, przy najniższych kosztach transakcyjnych oraz akceptowanym poziomie ryzyka. Dlatego powinno wzrosnąć znaczenie aktywnej polityki gospodarczej, nakierowanej na mobilizację podmiotów do wzrostu skłonności do oszczędzania oraz wzrostu tempa podejmowania inwestycji w gospodarce.

Ze względu na to, że usługi bankowości inwestycyjnej stanowią segment usług sektora finansowego, ich wpływ na wzrost gospodarczy przejawia się poprzez funkcje, jakie pełni w gospodarce rynkowej system finansowy. Przykładowo bankowość inwestycyjna wspomaga wdrażanie reform strukturalnych, szczególnie w krajach przechodzących transformację ustrojową. Także w gospodarkach rozwijających się, pomimo że rozwój finansowy odbywa się poprzez bankowość komercyjną, w dłuższym okresie rozwój bankowości inwestycyjnej nie koliduje z rozwojem bankowości komercyjnej. Rozwój bankowości inwestycyjnej umożliwić może bankom komercyjnym uzyskanie dodatkowych źródeł przychodów w sytuacji kurczącej się marży odsetkowej banków depozytowo-kredytowych. Dlatego też zaangażowanie tych banków w operacje charakterystyczne dla bankowości inwestycyjnej może zapewnić dalsze funkcjonowanie i rozwój banków komercyjnych.

Osiągnięty został główny cel prowadzonych badań, który dotyczył wykazania, że w Polsce zachodzi współzależny związek pomiędzy kapitałem finansowym – mierzonym tutaj poprzez rozwój bankowości inwestycyjnej – a rozwojem gospodarczym.

Dowiedziano także, dzięki analizie wyników międzynarodowych badań empirycznych dotyczących związku rozwoju finansowego i rozwoju gospodarczego, prawdziwości tezy głoszącej, iż **wzrost gospodarczy pozostaje w ścisłym związku z rozwojem finansowym, a jego siła zależy od stopnia rozwoju finansowego danego kraju.**

Dzięki wnioskowaniu statystycznemu uzyskano potwierdzenie postawionej we wprowadzeniu tezy, że poziom rozwoju finansowego jest dobrym predyktorem przyszłego poziomu wzrostu gospodarczego, akumulacji kapitału oraz zmian technologicznych. Powszechnie pojawiające się twierdzenie, że giełda jest barometrem gospodarki, znalazło odzwierciedlenie w wynikach badań własnych autorki. Co więcej, dowiedziano, że stopień rozwoju bankowości inwestycyjnej *via* rynek kapitałowy może

w Polsce odgrywać rolę predyktora wzrostu gospodarczego. Przykładowo dynamiczny wzrost emisji nowych spółek na giełdzie przekłada się na wzrost realizowanych inwestycji, które mogą zostać sfinansowane poprzez plasowanie papierów wartościowych na rynku. Należy przy tym podkreślić, że warunkiem koniecznym zwiększenia nakładów inwestycyjnych na środki trwałe powinna być jasno sformułowana polityka gospodarcza państwa (np. polityka podatkowa), aby oczekiwania przedsiębiorstw z jednej strony a inwestorów z drugiej przełożyły się na podejmowane przez nich decyzje inwestycyjne. W sytuacji, gdy prognozy dotyczące rozwoju gospodarczego, głoszone przez autorytatywne ośrodki badawcze, są optymistyczne, podmioty gospodarujące uwzględniają te oceny w swoich strategiach rozwojowych. Z drugiej strony warunkiem niezbędnym wzrostu tempa inwestycji w gospodarce są oszczędności zgromadzone w kraju lub pozyskane z zagranicy (bezpośrednie inwestycje zagraniczne).

Ponadto w opracowaniu wykazano, że wielkość aktywów ogółem w gospodarce rośnie w miarę, jak obywatele się bogacą. Naprzeciw tym oczekiwaniom wyjść może bankowość inwestycyjna, której nieograniczone wręcz możliwości sprzyjają tworzeniu innowacyjnych instrumentów finansowych, a to z kolei sprzyjać może lepszej transformacji kapitału od podmiotów posiadających jego nadwyżki do podmiotów zgłaszających na niego zapotrzebowanie.

Dzięki wykorzystaniu w opracowaniu nowej subdyscypliny komparatyki finansowej, której immanentną cechą jest porównywanie, wykazano m.in., że w krajach o niskich i średnio-niskich dochodach *per capita* występuje wyższy stopień penetracji krajowych rynków finansowych przez zagraniczne banki zarówno jeśli chodzi o liczbę, jak i wielkość aktywów zagranicznych banków. Co więcej, w krajach o niskim dochodzie *per capita* właścicielem średnio 70% aktywów banków komercyjnych jest państwo, w gospodarkach o przeciętnym dochodzie *per capita* średnio 40%, natomiast w krajach najbogatszych państwo nie dzierży w swoich rękach własności żadnych aktywów banku komercyjnego.

Przeprowadzona komparatywna analiza porównawcza dała podstawę do sformułowania ogólnego wniosku, że w miarę jak poszczególne gospodarki rozwijają się, udział kredytów bankowych w finansowaniu działalności gospodarczej rośnie. Potwierdzeniem tego jest gospodarka polska z lat 90. wieku XX, w której przedsiębiorstwa prywatne finansowały swój rozwój głównie poprzez kredyt bankowy. W miarę rozwoju rynku finansowego, w tym szczególnie segmentu usług bankowości inwestycyjnej, notowano coraz większy ich udział w finansowaniu rozwoju podmiotów gospodarujących. Dlatego od około 2000 r. w krajach o niemiecko-japońskim systemie finansowym zauważyć można stopniowy spadkowy trend

udziału należności kredytowych banków od podmiotów prywatnych na korzyść wzrostu udziału plasowanych na rynku papierów wartościowych w finansowaniu rozwoju firm. Z wielu przytoczonych badań empirycznych wynika, że istnieje dodatnia korelacja pomiędzy wzrostem kapitalizacji giełdowej a wzrostem PKB *per capita*.

Podjęte w opracowaniu próby analizy dostępnych międzynarodowych danych statystycznych wykazały, że rozwój gospodarczy pobudza proces rozwoju finansowego. Jako jeden z argumentów weryfikujących tak postawioną tezę można przytoczyć fakt, że w efekcie dokonującego się rozwoju ekonomicznego poszczególnych krajów powinny rosnąć dochody ludności, a zatem istnieje przesłanka do wzrostu oszczędności w gospodarce. Bankowość inwestycyjna jako jeden z filarów systemu finansowego w krajach o rozwiniętych lub dynamicznie rozwijających się strukturach rynku kapitałowego może odgrywać kluczową rolę w mobilizacji i alokacji tychże oszczędności. To z kolei implikować powinno rozwój finansowy, szczególnie w ramach bankowości inwestycyjnej.

Istotnym czynnikiem, który sprawia, że wiele rozwijających się krajów ma nadal niską stopę wzrostu, na co zwrócono uwagę w opracowaniu, jest niedorozwój ich systemów finansowych, przejawiający się w nieefektywnym funkcjonowaniu tych systemów. Dowiedziono, że wzrost aktywów oraz rozwój bankowości inwestycyjnej wychodzi naprzeciw dynamicznie rozwijającym się gospodarkom, oferując paletę usług i produktów finansowych określanych w literaturze jako „szyte na miarę”, co potwierdza, że immanentnymi cechami rozwoju bankowości inwestycyjnej są innowacyjność i elastyczność dostosowywania oferty bankowości inwestycyjnej do potrzeb ekonomicznych krajów.

Dzięki obszernie zaprezentowanym w opracowaniu przykładom krajów o odmiennych systemach finansowych wykazano, że w obszarze finansowania rozwoju firm innowacyjnych system anglosaski potrafi lepiej sprostać ich potrzebom niż system oparty w przeważającym stopniu na bankach, w którym kładziony jest nacisk na długoterminowe relacje z klientami.

Podjęta została także próba oceny, na podstawie analizy teoretyczno-empirycznej, związków pomiędzy bankami a przedsiębiorstwami. Okazało się, że im dłuższe występują związki firmy z bankiem komercyjnym, tym bardziej zauważalne są pogarszające się warunki kredytowania. Ten wniosek autorka uznała za swoisty paradoks, który z kolei przy analizie związków między przedsiębiorstwami a bankami inwestycyjnymi nie potwierdził się. Oznacza to, że firmy poszukując alternatywnego sposobu finansowania w miarę rozwoju gospodarczego oraz potrzeb inwestycyjnych podmiotów gospodarujących znajdują środki finansowe na rynku kapitałowym. Jak wykazano, są one relatywnie tańszym źródłem finansowania niż kapitały pozyskane z banku depozytowo-kredytowego.

Podkreślić należy jednak, że aby skorzystać z możliwości finansowania na rynku kapitałowym, firmy w pierwszej kolejności korzystają z usług banków komercyjnych. W momencie, gdy warunki finansowania pogarszają się, przedsiębiorstwa podejmują decyzję o wejściu na giełdę. Za jedną z tego przyczyn można uznać fakt, że zadłużenie w postaci zobowiązań bankowych staje się droższe aniżeli kapitał pozyskany poprzez emisję papierów wartościowych na rynku finansowym. Jako przykład pokazano mechanizm, którego istota sprowadza się do tego, że rosnący dług bankowy w firmie w ocenie banków traktowany jest jako rosnące ryzyko (powyżej pewnego akceptowanego pułapu), bank nie może dalej finansować rozwoju danego przedsiębiorstwa. Z punktu widzenia przedsiębiorstwa proponowana cena za udostępniany kapitał jest zbyt wysoka i firma kieruje swoją ofertę bezpośrednio na rynek finansowy. Oczekiwania inwestorów dotyczące premii za dodatkowe ryzyko są również stosunkowo wysokie, jednak każdy z potencjalnych inwestorów „szacuje” jego wielkość przy podejmowaniu decyzji przy zakupie papierów wartościowych danej firmy.

Rozwój nowych przemysłów i wdrażanie nowych technologii ma bardziej skomplikowany charakter, a zapewnienie finansowania stanowi tylko jeden z elementów tego rozwoju. Zmiany w otoczeniu ekonomicznym stymulują instytucje finansowe do poszukiwania innowacji, które miałyby przynosić zyski. Przemysł finansowy (*financial industry*), podobnie jak inne, czerpie zyski ze sprzedaży swoich produktów i usług, w związku z tym wprowadzanie innowacji napędzane jest potrzebą odniesienia z tego tytułu korzyści ekonomicznych. Ogółem usługi, a w szczególności usługi finansowe, stanowią jedno z podstawowych źródeł bogactwa wysoko rozwiniętych gospodarek. Innowacje w obszarze usług finansowych oraz wydajność w produkcji uważane są za podstawowe czynniki sprzyjające rozwojowi gospodarczemu. Integracja jest procesem nieodwracalnym, a zarazem niesłabnącym, a jeśli prowadzi do osiągnięcia ekonomii skali czy też większej efektywności świadczonych usług, to instytucje finansowe będą dążyły do wprowadzania takich innowacji finansowych, które w pełni zaspokoją potrzeby klientów. „Banking is a driven technology” – wyrażenie to w pełni oddaje rolę, jaką odgrywa we współczesnym świecie postęp technologiczny. Wpływ automatyzacji, informatyzacji i telekomunikacji na działalność rynków finansowych jest czynnikiem, który powoduje głębokie przeobrażenia w sektorze finansowym. Wzmacnia globalizację i sekurytyzację, m.in. rozwój nowych produktów, nowych dróg ich dystrybucji oraz rozwój nowych metod zarządzania ryzykiem¹.

1 Z. Zawadzka, *Zagrożenia i szanse dla banków na początku XXI wieku*, „Bank i Kredyt” 2002, nr 10.

Rozwój technologii teleinformatycznych zmienił sposób komunikowania się, produkcji, handlu, świadczenia usług, w tym przede wszystkim w zakresie transakcji finansowych. Banki inwestycyjne potrafiły wykorzystać zmiany zachodzące w gospodarce dla swego rozwoju ze względu na to, że to ludzie stanowią podstawowe aktywa, a dopiero w następnej kolejności są to majątek trwały i struktura organizacyjna. Dzięki temu wykorzystanie nowych technologii przekazywania informacji pozwoliło zwiększyć znacznie wolumen i wartość zawieranych transakcji.

Podsumowując powyższe wnioski można stwierdzić, że w systemie zorientowanym na rynek papierów wartościowych, finansowanie nowych technologii odbywa się poprzez włączenie wielu inwestorów w finansowanie tych innowacyjnych projektów. Takie rozwiązanie odróżnia finansowanie pośrednie firm, które opiera się na decyzji menedżera, nie zaś na priorytetach inwestorów, czyli oddających w zarządzanie swoje środki finansowe. Powyższe rozumowanie opiera się na pozytywnie zweryfikowanej w opracowaniu hipotezie, według której w systemie zorientowanym bankowo dominuje finansowanie przemysłów tradycyjnych, natomiast w tzw. systemie prorynkowym dominuje finansowanie przemysłów nowych technologii.

W opracowaniu sformułowano ogólnie występującą zależność odnośnie do sposobów finansowania przedsiębiorstw. Według niej w gospodarkach o systemie anglosaskim firmy w większym stopniu opierają swój rozwój na funduszach wewnętrznych niż w systemie niemiecko-japońskim. Badania empiryczne, porównujące poszczególne gospodarki, wykazały, że różnice w wyborze finansowania firm w krajach zorientowanych na omówione wyżej systemy finansowe sprowadzają się w dużym stopniu do wyboru rynku prywatnego (kredyty bankowe) lub/i rynku publicznego (akcje i obligacje).

Przeprowadzona analiza na zagregowanym poziomie wykazała istniejący związek pomiędzy wzrostem firm a rozwojem finansowym. Okazało się, że zarówno rozwój systemu bankowego, jak i kapitalizacja giełdowa są pozytywnie skorelowane ze wzrostem wartości firm. Wrażliwość firm na podejmowane przez nie projekty inwestycyjne, finansowane wewnętrznymi zasobami finansowymi, jest większa w krajach, w których systemy finansowe są mniej rozwinięte.

Wyniki badań teoretyczno-empirycznych nad wpływem bankowości inwestycyjnej na wzrost gospodarczy dowodzą, że rozwój rynku papierów wartościowych jest nie tylko skorelowany ze wzrostem gospodarczym, ale także ten wzrost wzmaga.

Ze względu na to, że w obszarze zainteresowań autorki szczególnie miejsce zajmuje rola kapitału w systemie finansowy w Polsce oraz jego dynamicznie rozwijający się segment – rynek kapitałowy, dokonana zo-

stała w opracowaniu ocena stopnia jego obecnego rozwoju, z uwzględnieniem procesów integracyjnych zachodzących na międzynarodowym rynku finansowym oraz na jednolitym rynku Unii Europejskiej.

Bankowość inwestycyjna w Polsce jest dziedziną stosunkowo młodą i tradycje związane z jej rozwojem nie są tak odległe jak na opisanych wyżej wybranych rynkach finansowych. W wyniku przemian politycznych i gospodarczych z początku lat 90. ubiegłego stulecia zarysowały się szanse na rozwój bankowości inwestycyjnej. Powstałe możliwości wykorzystane zostały zarówno przez polskie, jak i zagraniczne instytucje finansowe. Jak wykazano, uwarunkowania polityczne oraz wysokie koszty społeczne reform zapoczątkowanych w latach 90. w ubiegłym stuleciu w Polsce miały wpływ na stopę bezrobocia, która była wyższa niż w innych państwach regionu. Ten czynnik przyczynił się m.in. do spowolnienia wzrostu gospodarczego w Polsce w końcu wieku XX, a następnie do stagnacji gospodarczej w początkach wieku XXI. Powiązania polskiej gospodarki z gospodarką światową powodują, że jakiegokolwiek zmiany na światowym rynku nie pozostają bez wpływu na zmiany w sferze realnej polskiej gospodarki, a przede wszystkim na zmiany na rynku finansowym.

W toku prowadzonych rozważań, mających charakter analizy teoretyczno-empirycznej, udowodniona została także hipoteza, że zastosowanie usług bankowości inwestycyjnej stanowi jeden z czynników determinujących rozwój współczesnej gospodarki rynkowej. W opracowaniu został również położony głęboki nacisk na analizę zależności pomiędzy rozwojem bankowości inwestycyjnej i wzrostem gospodarczym w Polsce. Wskazano, iż w polskiej gospodarce rosnąca rola usług bankowości inwestycyjnej spowoduje dalszy, bardziej intensywny rozwój rynku kapitałowego, przez co wzrośnie jego konkurencyjność, szczególnie na jednolitym rynku Unii Europejskiej.

Na podstawie przeprowadzonych badań wykazano także, że procesy zachodzące w polskiej gospodarce oraz rozwój usług bankowości inwestycyjnej mają na siebie wpływ zwrotny, co zgodne jest z wynikami międzynarodowych badań empirycznych. Na początku lat 90. wieku XX rozwój usług bankowości inwestycyjnej został wywołany z jednej strony powstaniem i wzrostem popytu na te usługi w rezultacie reform, restrukturyzacji oraz otwierania się polskiej gospodarki, z drugiej strony rozwój bankowości inwestycyjnej przyczynił się do przyspieszenia tych procesów. Można stwierdzić, że w Polsce istnieją warunki oraz przesłanki do dalszego rozwoju usług bankowości inwestycyjnej. Sprzyja temu stopień rozwoju rynku finansowego, w tym szczególnie rynku kapitałowego. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, poprzez wykorzystanie jej potencjału, może stanowić podstawę mechanizmu rozwoju gospodarczego. Stanowić powinna alternatywne źródło w stosunku do kredytów

bankowych w zakresie pozyskiwania kapitału na rozwój przez firmy oraz miejsce lokowania nadwyżek środków finansowych (oszczędności). Dlatego bardzo istotnym działaniem na rzecz rozwoju rynku kapitałowego jest stymulowanie przez aktywną politykę gospodarczą do kumulowania oszczędności i przekształcania ich w inwestycje poprzez rynek publiczny. W związku z tym, że względu na oczekiwania odnośnie do spadku udziału kredytów w finansowaniu działalności gospodarczej podmiotów krajowych, dominujące znaczenie powinny odgrywać emisje obligacji korporacyjnych. Odpowiednia płynność pozwalająca na wyjście z inwestycji w każdym momencie spowodować powinna, że funkcje powyższe będą na polskim rynku kapitałowym spełniane. Aby nadal usprawniać funkcjonowanie polskiego rynku kapitałowego należy podjąć pilne działania w kierunku rozwoju platformy dla dostępu finansowania przez małe i średnie firmy. Nie chodzi tutaj o polepszanie infrastruktury instytucjonalnej, gdyż rozwiązania dotychczas przyjęte oceniane są jako zadowalające.

W obszarze badań własnych autorki podjęto próbę weryfikacji wzajemnych zależności pomiędzy rozwojem gospodarczym a rozwojem bankowości inwestycyjnej *via* rozwój finansowy. Do budowy modelu ekonometrycznego o charakterze przyczynowo-skutkowym wykorzystano obserwacje danych statystycznych z lat 1994–2004, ze szczególnym uwzględnieniem usług bankowości inwestycyjnej. Niestety przyjęte w modelu dane charakteryzują się dużą zmiennością szeregów czasowych w okresie próby. Autorka ma świadomość przyjętych założeń i uproszczeń dopuszczonych w modelu. Dalsze prace nad tym modelem pozwolą na bardziej pogłębione wnioski oraz implikacje dla określenia roli kapitału finansowego w promowaniu wzrostu gospodarczego w Polsce.

Wyniki badania pokazały, że w polskiej gospodarce istnieje dwukierunkowy, ale nie zawsze jednoczesny, związek pomiędzy rozwojem finansowym i rozwojem gospodarczym. Przebiega on dwutorowo, co oznacza, że z jednej strony aktywa firm ubezpieczeniowych, funduszy inwestycyjnych oraz funduszy emerytalnych z jednookresowym opóźnieniem oraz kapitalizacja giełdy bez opóźnienia czasowego wpływają na wzrost PKB, a z drugiej strony PKB z jednorocznym opóźnieniem wpływa na rozwój sektora finansowego. Dzięki badaniu dowiedziono, że w Polsce w badanej próbie bankowość inwestycyjna wpływa na wzrost gospodarczy.

Warto w tym miejscu zwrócić uwagę, że ten wpływ odbywał się na takim poziomie, na jakim rozwinięty był system finansowy. W związku z tym zwrócono uwagę na dwa etapy rozwoju bankowości inwestycyjnej *via* rozwój finansowy w Polsce, dokonujące się w okresach 1994–1999 oraz 2000–2004, sklasyfikowane według kryterium rozwoju rynku finansowego w Polsce. Pokazano także, że w początkowym okresie transformacji polskiej gospodarki system finansowy opierał się na dominacji banków komercyj-

nych i w niewielkim stopniu na rynku kapitałowym. Dynamiczny wzrost aktywów finansowych w polskiej gospodarce rozpoczął się wraz z uruchomieniem programu otwartych funduszy emerytalnych oraz ze wzrostem roli, tym samym znaczenia, aktywów finansowych zgromadzonych przez fundusze inwestycyjne i firmy ubezpieczeniowe. Dzięki rozwojowi rynku papierów wartościowych w Polsce możliwe było zagospodarowanie tych aktywów na rynku kapitałowym poprzez kierowanie ich do przedsiębiorstw zgłaszających zapotrzebowanie na środki finansowe. W związku z powyższym druga połowa lat 90. wieku XX w Polsce zaznaczyła się głębokimi zmianami. Potwierdzeniem tego wniosku jest analiza rozwoju rynku kapitałowego w Polsce oraz pełnione przez ten rynek funkcje, które stanowią o istocie jego funkcjonowania w gospodarce rynkowej.

Zbudowany model umożliwił dokonanie symulacji uwzględniających hipotetyczne założenia przyjęte przez autorkę. Takie działania z punktu widzenia konstruktora modelu wydają się właściwe i celowe, gdy wnioski z nich wypływające mogą zostać wykorzystane do określania kierunków przyszłej polityki gospodarczej państwa. Do analizy wykorzystano instrumenty polityki gospodarczej do analizy mnożnikowej, a także do analizy, której celem było określenie wariantów pewnych scenariuszy, które mogłyby wystąpić w przyszłości. Dzięki takiej symulacji możliwe jest wyodrębnienie tych instrumentów oraz mechanizmów ich funkcjonowania, aby zbudowany model mógł być poddany pewnym eksperymentom. Wyniki dokonanych zabiegów dostarczyć mogą pewnych wskazówek politykom gospodarczym przy budowie programu m.in. strategii rozwoju gospodarczego kraju na najbliższe lata.

Można stwierdzić, że w efekcie przeprowadzonej analizy został osiągnięty podstawowy cel postawiony we wprowadzeniu, którym było wykazanie, iż rosnąca rola kapitału finansowego, w tym usług bankowości inwestycyjnej, w polskiej gospodarce powinna wpływać na dalszy rozwój gospodarczy, a ten z kolei implikować dalszy rozwój usług bankowości inwestycyjnej. Istnieją zatem przesłanki wnioskowania, że w Polsce usługi bankowości inwestycyjnej odgrywać będą coraz większą rolę w finansowaniu przedsiębiorstw, także tych, których podstawową wartością są perspektywy rozwojowe, wiedza czy kapitał ludzki.

Dla podsumowania powyższych wniosków poniżej przytoczona została znamienna wypowiedź J. Szomburga, według którego „Europa przegrywa ze Stanami Zjednoczonymi, bo otępienie duchowe i socjalhedonistyczny system wartości znacznie ograniczyły jej zdolności konkurencyjne”².

2 J. Szomburg, *Potrzeba rekolekcji narodowych*, „Rzeczpospolita”, nr 58, z 10 marca 2005.

Jego zdaniem, by móc budować w Polsce efektywne instytucje i regulacje prawne, należy lepiej zrozumieć istotę naszej kultury i tożsamości. Chodzi o to, że rozwiązania instytucjonalno-prawne powinny wspierać naszą inicjatywę i kreatywność, a nie hamować ich. Dlatego też bez wspólnego systemu wartości i tożsamości łatwiej będzie można podjąć reformy instytucjonalno-regulacyjne. Obala autor hipotezę, wedle której istnieją systemy lepsze od innych, obiektywnie stwierdza, że brak jest na świecie ładu instytucjonalnych obiektywnie lepszych od innych. Kontynuując stwierdza, iż „muszą być one zasadniczo zgodne z podglebiem kulturowym, inaczej nie będą działały dobrze”. Ślepa asymilacja rozwiązań zagranicznych bez ich głębszego zrozumienia przez obywateli i utożsamienia się z ich celami wywoła trudności, które nie tylko nie będą sprzyjały rozwojowi naszego kraju, ale zwiększać będą dysproporcje w stosunku do innych gospodarek rozwiniętych³.

Na skutek przemian strukturalnych na międzynarodowych rynkach finansowych o charakterze instrumentalnym, np. kwestii ustalenia nadzoru nad poszczególnymi segmentami systemu finansowego, szczególnie w obliczu ostatniego Globalnego Kryzysu Finansowego, wyłania się podstawowa i służebna rola bankowości inwestycyjnej wobec nowych zjawisk gospodarczych. Rola bankierów inwestycyjnych sprowadzała się i nadal sprowadza do wyszukania mechanizmów chroniących i redukujących ryzyko przez kreację innowacyjnych instrumentów i dywersyfikację rynków. Postępująca konwergencja, czyli przenikanie cech poszczególnych modeli, sprzyjać powinna powstawaniu efektywnych rozwiązań w zakresie rynków finansowych wspierających poszczególne gospodarki. Tworzenie nowych instrumentów i rynków, które w sposób optymalny odpowiadałyby oczekiwaniom inwestorów oraz emitentów w zakresie stopy zwrotu i poziomu ryzyka, stało się wyzwaniem bankowości inwestycyjnej lat osiemdziesiątych – i pozostało nim do dziś⁴.

W kolejnych podejściach podjęte zostaną kroki w dalszym badaniu wzajemnych zależności oraz próby szacowania optymalnego poziomu kapitału finansowego w Polsce w okresie od roku 1995 do chwili obecnej. Planowana jest dalsza respecyfikacja równań modelu oraz przeprowadzenie bardziej pogłębionych badań, np. w zakresie stabilności parametrów strukturalnych modelu.

3 *Ibidem*, s. 11.

4 *Ibidem*, s. 30.

Bibliografia

Książki i artykuły

- Acs Z., Audretsch D., *Small Firms and Entrepreneurship: An East-West Perspective*, Cambridge University Press, Cambridge, MA. 1993.
- Aghion P., Howitt P., Mayer-Foulkes D., *The Effect of Financial Development on Convergence: Theory and Evidence*, „Quarterly Journal of Economics” 2005.
- Allen C. G., *A Short Economic History of Japan*, G. Allen-Unwin, London 1946.
- Allen F., *Stock Markets and Resource Allocation*, [w:] C. Mayer, X. Vives, *Capital Markets and Financial Intermediation*, Cambridge University Press, Cambridge 1993.
- Allen F., Gale D., *Comparing Financial Systems*, MIT Press., Cambridge, Massachusetts, London 2000.
- Allen F., Gale D., *Diversity of Opinion and the Financing of New Technologies*, „Journal of Financial Intermediation” 1999, No 8, ss. 68–89.
- Allen F., Qian J., Qian M., *Law, Finance and Economic Growth in China*, „Journal of Financial Economics” 2005.
- Anand B., Galetovic A., *Information, Nonexcludability and Financial Market Structure*, „Journal of Business” 2000, No 73, ss. 357–402.
- Andres J., *The Role of the Financial System in the Growth-Inflation Link: The OECD Experience*, Banco de Espana Documento de Trabajo No 9920.
- Ankudowicz W., *Niska płynność słabości gieldowych spółek*, „Magazyn Finansowy”, nr 133, z 10.06.2002 r.
- Aoki M., Patrick H., *The Japanese Main Bank System: Its Relevance for Developing and Transforming Economies*, Oxford University, Oxford 1994.
- Aramowicz A., *Nadzór bankowy w Niemczech*, „Bank i Kredyt” 1994, nr 7.
- Atje R., Jovanovic B., *Stock Markets and Development*, „European Economic Review” 1993, No 37, ss. 632–640.
- Bagehot W., *Lombard Street*, Richard D. Irwin, Homewood, IL 1873 (edition 1962).
- Baker W., *Market Networks and Corporate Behavior*, „American Journal of Sociology” 2000, No 96, ss. 589–625.
- Bassanini A., *Economic Growth: The Role of Policies and Institutions. Panel Data Evidence from OECD Countries*, OECD Economic Department Working Paper, No 283.
- Beck T., *Financial Dependence and International Trade*, „Review of International Economics” 2003, No 11, ss. 296–316.
- Beck T., *Financial Development and International Trade: Is There a Link?*, „Journal of International Economics” 2002, No 57, ss. 107–131.
- Beck T., Demirguc-Kunt A., Levine R., *A New Database on Financial Development and Structure*, World Bank Working Paper No 2146, June 1999.
- Beck T., Demirguc-Kunt A., Levine R., *The Financial Structure Database*, [w:] *Financial Structure and Economic Growth: A Cross*

- Country Comparison of Banks, Markets and Development*, A. Demirguc-Kunt, R. Levine (eds.), MIT Press, Cambridge, MA 2001, ss. 17–80.
- Beck T., Demirguc-Kunt A., Levine R., Maksimovic V., *Financial Structure and Economic Development: Firm, Industry and Country Evidence*, [w:] *Financial Structure and Economic Growth: A Cross Country Comparison of Banks, Markets and Development*, A. Demirguc-Kunt, R. Levine (eds.), MIT Press, Cambridge, MA 2001, ss. 189–242.
- Beck T., Demirguc-Kunt A., Maksimovic V., *Financial and Legal Constraints to Firm Growth: Does Size Matter?*, „Journal of Finance” 2005.
- Beck T., Levine R., *New Firm Formation and Industry Growth: Does Having a Market or Bank-based System Matter?*, World Bank Working Paper No 2383, May 2000.
- Beck T., Levine R., *Stock Markets, Banks and Growth: Panel Evidence*, „Journal of Banking and Finance” 2004, ss. 423–442.
- Beck T., Levine R., Loayza N., *Finance and the Sources of Growth*, World Bank Policy Research Working Paper No 2057, February 1999.
- Beck T., Levine R., Loayza N., *Finance and the Sources of Growth*, World Bank Working Paper No 2059.
- Benston G. J., *The Origins of and Justification for the Glass-Steagall Act*, [w:] *Universal Banking: Financial System Design Reconsidered*, Chicago 1996.
- Benston G. J., *The Separation of Commercial and Investment Banking*, Macmillan and Department of Banking and Finance, City University Business School, London 1990.
- Bharat N. A., Galetovic A., *Investment Banking and Security Market Development: Does Finance Follow Industry?*, International Monetary Fund, Working Paper WP/01/90, July 2001.
- Biłski H., *Nowa międzynarodowa architektura finansowa (próba reformy systemu światowego)*, „Materiały i Studia” [NBP, Warszawa] 1999.
- Biskup R., *Wtórny obrót papierami wartościowymi*, Oficyna Wydawnicza Branta, Bydgoszcz–Lublin 2003.
- Bolton P., Scharstein D., *Optimal Debt Structure and the Number of Creditors*, „Journal of Political Economy” 1996, No 104, ss. 1–25.
- Boot A., *Relationship Banking: What do we Know?*, „Journal of Financial Intermediation” 2000, No 9, ss. 7–25.
- Boot A., Smith R., *Capital Raising, Underwriting and the Certification Hypothesis*, „Journal of Financial Economics” 1986, No 15, ss. 261–281.
- Boyd J., Smith B., *The Evolution of Debt and Equity Markets in Economic Development*, „Economic Theory” 1998, No 12, ss. 519–560.
- Brounen D., De Jong A., Koedij C. G., *Corporate Finance in Europe: Confronting Theory with Practice*, „Financial Management” 2004, No 33, ss. 71–101.
- Buschgen H. E., *Przedsiębiorstwo bankowe*, cz. I, Poltext, Warszawa 1997.
- Calvo G., Kumar M., *Financial Markets and Intermediation*, [w:] *Financial Sector Reforms and Exchange Arrangements in Eastern Europe*, Occasional Paper No 102, IMF, Washington 1993.
- Cameron R., *Banking in Early Stages of Industrialization. A Study in Comparative Economic History*, Oxford 1967.
- Canals J., *Strategie konkurencyjne w europejskiej bankowości*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997.
- Canals J., *Universal Banking, International Comparisons and Theoretical Perspectives*, Oxford 1997, s. 74–76.
- Carosso V. P., *Investment Banking in America: A History*, Harvard Press, Cambridge 1970.
- Chłopecki A., Dyl M., *Prawo rynku kapitałowego*, C. H. Beck, Warszawa 2003.
- Choe H., Msulis R., Nanda V., *Common Stocks Offerings Across Business cycle: Theory and Evidence*, „Journal of Empirical Finance” 1993, No 1, ss. 3–31.
- Chorafas D. N., *Financial Models and Simulation*, McMillan Press, London 1995.
- Classens S., Demirguc-Kunt A., Huizinga H., *How Does Foreign Entry Affect the Domestic Banking Market?*, World Bank mimeo, June 1997.
- Coase R., *The Economic Nature of the Firm*, Cambridge University Press, Cambridge 1986.

- Cull R., Xu L., *Institutions, Ownership and Finance: The Determinants of Profit Reinvestment Among Chinese Firms*, World Bank mimeo, 2004.
- Czerkas K., *Bankowość inwestycyjna w systemie finansowym. Wnioski dla Polski*, „Materiały i Studia” [NBP, Warszawa], sierpień 1999, z. 93.
- Czerkas K., Oppenheim R., *Banki inwestycyjne. Nowe spojrzenie na restrukturyzację finansową i prywatyzację*, OLYMPUS, Centrum Edukacji i Rozwoju Biznesu, Warszawa 1993.
- Daleko do nowoczesności*, „Rzeczpospolita”, nr 59, z 11.03.2005 r.
- Demirguc-Kunt A., Levine R., *Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross Country Comparisons*, World Bank, 2001.
- Demirguc-Kunt A., Levine R., *Bank-based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons*, World Bank Working Paper No 2143, July 1999.
- Demirguc-Kunt A., Levine R., *Stock Market Development and Financial Intermediaries: Stylized Facts*, „World Bank Economic Review” 1996, No 10, ss. 291–322.
- Demirguc-Kunt A., Levine R., *Stock Market Development and Financial Intermediary Growth: Stylized Facts*, „World Bank Economic Review”, May 1996.
- Demirguc-Kunt A., Levine R., Min H. G., *Opening to Foreign Banks: Issues of Stability, Efficiency, and Growth*, World Bank mimeo, July 1998.
- Demirguc-Kunt A., Maksimovic V., *Funding Growth in Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Evidence From Firm Level Data*, „Journal of Financial Economic” 2002, No 65, ss. 337–363.
- Demirguc-Kunt A., Maksimovic V., *Law, Finance and Firm Growth*, „Journal of Finance” 1998, vol. 53, No 6, ss. 2107–2137.
- Denizer C., *Finance and Macroeconomic Volatility*, Federal Reserve Board, International Finance Discussion Papers No 670, June 2000.
- Dębski W., *Przewidywanie i analizy symulacyjne w biznesie. Podręcznik menedżera*, First Business College, Warszawa 1995.
- Dębski W., *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.
- Dębski W., *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, wyd. 2, Warszawa 2005.
- Dębski W., *Rynek kapitałowy jako potencjalny stymulator rozwoju ekonomicznego*, „Ekonomista” [KEYTEXT, Warszawa] 2003, nr 4.
- Diamond P., *The Role of a Stock Market in a General Equilibrium Model with Technological Uncertainty*, „American Economic Review” 1967, No 57, ss. 759–776.
- Diedrigkeit R., *Rynek pieniądza i papierów wartościowych – przewodnik po rynkach*, Warszawa 1993.
- Dobre wieści dla gospodarki*, „Rzeczpospolita”, nr 189, z 13–15.08.2005 r.
- Domowitz I., Glen J., Madhavan A., *International Evidence on Aggregate Corporate Financing Decisions*, International Financing Decisions, January 2000.
- Dorosz A., *Fundusze inwestycyjne: oferta dla klienta indywidualnego i jej wpływ na funkcjonowanie rynku kapitałowego*, [w:] *Fundusze inwestycyjne na polskim rynku – znaczenie i tendencje rozwoju*, Zeszyty BRE Bank – CASE nr 42, Warszawa 1999.
- Dusza M., *Rynki finansowe: banki komercyjne a polski rynek kapitałowy*, „Materiały i Studia” [NBP, Warszawa], maj 1994, z. 43.
- Dzierżanowski M., Tamowicz P., *Giełda dla polskiej gospodarki*, „Rzeczpospolita”, nr 57, z 8.03.2004 r.
- Ekonometria*, red. M. Krzysztofiak, PWE, Warszawa 1978.
- Emmons W. R., Schmid F. A., *Universal Banking, Control Rights, and Corporate Finance in Germany*, Federal Reserve Bank of St. Luis, July–August 1998.
- The Financing of Technology-Based Small Firms*, Bank of England, London 2001.
- Fink G., Haiss P., Hristoforova S., *Bond Markets and Economic Growth*, Research Institute for European Affairs, Working Paper No 49, April 2003.
- Flejterski S., *Analizy porównawcze w finansach. Rzemiosło i sztuka*, [w:] *Zarządzanie finansami*, Uniwersytet Szczeciński, materiały konferencyjne, Szczecin 2003.
- Flejterski S., Romiszewska I., *Niemiecki system bankowy. Wnioski dla Polski*, Twigger, Warszawa 2004.

- Francis J. C., Taylor R. W., *Podstawy inwestowania*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2001.
- Frankel J. A., Romer D., *Does Trade Cause Growth?*, „American Economic Review” 1999, No 89(3), ss. 379–399.
- Friedman M., Schwartz A. J., *A Monetary History of the United States 1867–1960*, Princeton 1963.
- Gajda J., *Ekonometria praktyczna*, ABSOLWENT, Łódź 1994.
- Garretsen R., *Development of Stock Markets, Societal Norms and Legal Institutions*, mimeo, University of Groningen, Groningen 2000.
- Gątarek D., Maksymiuk R., Krysiak M., Witkowski Ł., *Nowoczesne metody zarządzania ryzykiem finansowym*, WIG-Press, Warszawa 2001.
- Geist Ch. R., *Investment Banking in the Financial System*, Prentice Hall, New Jersey 1995.
- Gerschenkron A., *Economic Backwardness in Historical Perspective. A Book of Essays*, Belknap, Cambridge 1962.
- Gębski Ł., *Szybszy pieniądz. Bankowość inwestycyjna – czym jest naprawdę?*, „Parkiet”, wkładka nr 10.
- Goldsmith R. W., *Financial Structure and Development*, Yale University Press, New Haven, CT. 1969.
- Graham J. R., Harvey C. R., *The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field*, „Journal of Financial Economics” 2001, vol. 60, No 2–3, ss. 187–243.
- Grossman S. J., Hart O. D., *Corporate Financial Structure and Managerial Incentives*, [w:] J. McCall, *The Economics of Information and Uncertainty*, University of Chicago Press, Chicago 1982.
- Gruszczyński M., *ABC kryzysu walutowego*, Bankowe ABC, „Bank i Kredyt” [NBP, Warszawa] 1999, nr 52, s. 5.
- Gruszczyński M. [w:] *Ekonometria*, red. M. Gruszczyński, M. Podgórska, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie – Oficyna Wydawnicza, Warszawa 2004.
- Gruszecki T., *Współczesne teorie przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.
- Grzegorzczak W., *Klienci rządzą rynkiem*, „Rzeczpospolita”, nr 174, z 27.07.2005 r.
- Guiso L., Sapienza P., Zingales L., *Does Local Financial Development Matter?*, NBER, Working Paper No 8922, 2002.
- Hanazaki M., Horiuchi A., *Can Financial Restraining Hypothesis Explain Japan’s Postwar Experience?*, NBER/CIRJE/CEPR Japan Project Meeting, August 2001.
- Hellwig M., *Banking, Financial Intermediation and Corporate Finance*, [w:] A. Giovannini, C. Mayer (eds.), *European Financial Integration*, Cambridge University Press, New York 1991, ss. 35–63.
- Hobijn B., Jovanovic B., *The Information Technology Revolution and the Stock Market: Evidence*, mimeo, New York University, April 2000.
- Jacklin N., *FED Expands Role of Section 20 Companies*, „International Financial Law Review”, April 1997.
- Jajuga K., Jajuga T., *Inwestycje*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000.
- Janc A. (red.), *Bankowość komercyjna w rozwiniętych systemach bankowych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2001.
- Jaworski W. L., *System bankowy w Polsce*, [w:] *Współczesny bank*, red. W. L. Jaworski, Poltext, Warszawa 2001.
- Jayarathne J., Strahan P. E., *The Finance-Growth Nexus: Evidence from Bank Branch Deregulation*, „Quarterly Journal of Economics” 1966, No 111, ss. 639–670.
- Jensen M. C., *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers*, „American Economic Review” 1986, No 76, ss. 323–329.
- Johnson S., McMillan J., Woodruff C., *Courts and Relational Contracts*, Unpublished working paper, M.I.T., Cambridge 2000.
- Kamiński A., *Nasz coraz droższy dług*, „Rzeczpospolita”, nr 59, z 11.03.2005 r.
- Karpiński S., *Dobra passa funduszy*, „Rzeczpospolita” z 8.07.2005 r.
- Kaufman G. G., *The US Financial System: Money, Markets and Institutions*, 6th ed. Englewood Cliffs, NJ, Prentice Hall 1995.
- King R. G., Levine R., *Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right*, „Quarterly Journal of Economics”, August 1993, No 108(3), ss. 717–738.

- King R. G., Levine R., *Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and New Evidence*, „Journal of Monetary Economics” 1993, vol. 32, ss. 513–542.
- King R. G., Levine R., *Financial Intermediation and Economic Development*, [w:] *Financial Intermediation in the Construction of Europe*, eds. C. Mayer, X. Vives, Centre for Economic Policy Research, London 1993, ss. 156–189.
- Kołecka B., *Bankowość inwestycyjna w procesie integracji Polski z Unią Europejską oraz systemem gospodarki globalnej*, TWIGGER, Warszawa 2003.
- Konieczny J., *Bankowość inwestycyjna na świecie i w Polsce*, Centrum Edukacji i Rozwoju Biznesu, Olympus, Warszawa 1996.
- Kowalewski O., *Bankowość uniwersalna. Zmiany strukturalne we współczesnych systemach bankowych*, Wyd. Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego, Equis, Warszawa 2003.
- Kozmana M., *Ekspansja miejskich wodociągów*, „Rzeczpospolita” z 25.08.2005 r.
- Krzyżkiewicz Z., *Tradycje i ewolucja polskiej bankowości*, [w:] *Współczesny bank*, red. W. Jaworski, Poltext, Warszawa 2001.
- Kulawik J., *Wpływ sektora finansowego na rozwój ekonomiczny*, „Ekonomista” 1997, nr 6.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., *Government Ownership of Commercial Banks*, „Journal of Finance” 2002, No 57, ss. 265–301.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. W., *Investor Protection and Corporate Governance*, „Journal of Financial Economics” 2000, No 58, ss. 3–27.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. W., *Law and Finance*, „Journal of Political Economy” 1998, vol. 106, No 6, ss. 1113–1155.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. W., *The Legal Determinants of External Finance*, „Journal of Finance” 1997, No 52, ss. 1131–1150.
- Lazonick W., O’Sullivan M., *Finance and Industrial Development: Evolution to Market Control*, „Financial History Review” 1997, No 4, ss. 117–138.
- Levine R., *Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?*, NBER Working Paper No 9138, September 2002.
- Levine R., *Dying Foreign Bank Entry: Implications for Bank Interest Margins*, Bank Market Structure and Monetary Policy, eds. L. A. Ahumada, J. Rodrigo Fuentes, Banco Central de Chile, Santiago, Chile 2004, ss. 271–292.
- Levine R., *Finance and Growth: Theory and Evidence*, NBER Working Paper No 10766, September 2004.
- Levine R., *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*, „Journal of Economic Literature” 1997, No 35, ss. 688–726.
- Levine R., Loayza N., Beck T., *Financial Intermediation and Growth: Casualty and Cases*, „Journal of Monetary Economics” 2000, No 46, ss. 31–77.
- Levine R., Loayza N., Beck T., *Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes*, World Bank Policy Research Working Paper No 2059, February 1999.
- Levine R., Schmukler S., *Internationalization and the Evolution of Corporate Valuations*, University of Minnesota (Carlson School of Management), mimeo, 2004.
- Levine R., Schmukler S., *Migration, Spillovers and Trade Diversion: The Impact of Internationalization on Stock Market Liquidity*, NBER Working Paper, 2003, No 9614.
- Levine R., Zervos S., *Stock Markets, Banks, and Economic Growth*, „American Economic Review”, June 1998, No 88, ss. 537–558.
- Llewellyn D. T., *Structural Change in the British Financial System*, [w:] D. T. Llewellyn (ed.), *Reflections on Money*, Macmillan, London 1989.
- Love I., *Financial Development and Financing Constraint: International Evidence from the Structural Investment Model*, „Review of Financial Studies” 2003, No 16, ss. 765–791.
- Lubecki P., *Wzrost gospodarczy a poziom rozwoju rynków finansowych na przykładzie wybranych krajów Europy Środkowej i Unii Europejskiej*, „Ekonomista” [Wydawnictwo KEY TEXT, Warszawa] 2002, nr 5.
- Lubieniecki M., *Bankowość inwestycyjna w Polsce*, Dodatek Specjalny, „Nowa Europa” [Warszawa] 1995, nr 1.

- Lucas R. E., *On the Mechanics of Economic Development*, „Journal of Monetary Economics”, July 1988, No 22, ss. 3–42.
- Luintel K. B., Khan M., *A Quantitative Reassessment of the Finance-Growth Nexus: Evidence From a Multivariate VAR*, „Journal of Development Economics” 1999, vol. 60, ss. 381–405.
- Mackenzie K., *The Banking System of Great Britain, France, Germany & United States*, London 1935.
- Małecki W., Stawiński A., Piasecki R., Żuławska U., *Kryzysy walutowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.
- Mankiw N. G., *The Growth of Nations*, „Brookings Paper on Economic Activity” 1995, No 1, ss. 275–326.
- Markiewicz M., *System finansowy*, [w:] *Finanse*, red. Z. Brodecki, Wydawnictwo Prawnicze Lexis Nexis, Warszawa 2004.
- Marshall J., Ellis M. E., *Investment Banking*, Chicago 1994.
- Mayer C., *Financial Systems, Corporate Finance and Economic Development*, [w:] G. H. Hubbard (ed.), *Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment*, University of Chicago Press, Chicago 1990.
- Merton R. C., *Financial Innovation and the Management and Regulation of Financial Institutions*, „Journal of Banking and Finance” 1995, No 19, ss. 461–481.
- Merton R. C., Bodie Z., *A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment*, [w:] *The Global Financial System: A Functional Perspective*, eds. D. B. Crane et al., Harvard Business School Press, Boston 1995, s. 3–32.
- Mishkin F. S., *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.
- Mishkin F. S. (ed.), *Financial Markets and Institutions*, 4th ed., Addison Wesley, New York 2003.
- Morawski W., *Zarys powszechnej historii pieniądza i bankowości*, Wydawnictwo TRIO, Warszawa 2002.
- Myczkowska A., *SKOK w BOK*, „Rzeczpospolita”, nr 176, z 29.07.2005 r.
- North D. C., *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge University Press, Cambridge 1990.
- Nowak K., *Rynek kapitałowy – Giełda Papierów Wartościowych*, Poznań 1995.
- Opisowe modele ekonometryczne. Elementy teorii*, red. N. Łapińska-Sobczak, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 1998.
- Oreżiak L., *System bankowy Stanów Zjednoczonych – dotychczasowy rozwój i kierunki zmian*, Bankowe abc, „Bank i Kredyt” [Olympus] 2000, nr 4.
- Oreżiak L. (red.), *Bankowość inwestycyjna na świecie i w Polsce, stan obecny i tendencje rozwojowe*, Olympos, Warszawa 2000/2001.
- Outreville J. F., *Financial Development, Human Capital and Political Stability*, UNCTAD discussion paper No 142, October 1999.
- Pagano M., *Financial Markets and Growth – an Overview*, „European Economic Review” 1993, vol. 37, ss. 613–622.
- Patrick H. T., *Japan 1868–1914*, [w:] *Banking in the Early Stages of Industrialization*, ed. R. Cameron, London 1967.
- Perkins E. J., *The Divorce of Commercial and Investment Banking: A History*, „The Banking Law Journal”, June 1971, vol. 88, No 6.
- Perspektywy rozwoju bankowości i rynków finansowych w Polsce do roku 2007*, IBnGR, Gdańsk, kwiecień 2003.
- Pierce J. I., *The Future of Banking*, The Twentieth Century Fund, New York 1991.
- Pietrzak B., *System bankowy*, [w:] *System finansowy w Polsce*, B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak (red.), Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003.
- Polański Z., *Pieniądz i system finansowy w Polsce. Lata 1982–1993. Przemiana ustrojowa*, Warszawa 1995.
- Popov V., *Economies: Anglo-American versus German-Japanese Model*, Department of Economics Queen’s University Kingston, Ontario 1998.
- Prowse S., *Alternative Models of Financial Development. RBA Annual Conference Volume 1996–06*, Federal Reserve Bank of Australia, Sydney.
- Puławski M., *Rynek kapitałowy*, [w:] W. Jaworski, *Leksykon finansowo-bankowy*, Warszawa 1991.
- Rajan R. G., Zingales L., *Financial Dependence and Growth*, „American Economic Review” 1998, No 88, ss. 559–586.

- Rajan R. G., Zingales L., *The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the Twentieth Century*, „Journal of Financial Economics” 2001, No 69, s. 5–50.
- Rajan R. G., Zingales L., *Is There an Optimal Capital Structure? Some Evidence from International Data*, „Journal of Finance” 1995, No 50.
- Rajan R. G., Zingales L., *The Transformation of the European Financial System. Banks and Markets: The Changing Character of European Finance*, ECB Central Banking Conference, 24–25 October 2002, ss. 17.
- Rajan R. G., Zingales L., *What Do We Know About Capital Structure? Some Evidence from International Data*, „The Journal of Finance”, December 1995, No 5, vol. 50, ss. 1421–1460.
- Rajan R. G., Zingales L., *Which Capitalism? Lessons from the East Asian Crisis*, „Journal of Applied Corporate Finance” 1998, No 11, ss. 40–48.
- Rioja F., Valev N., *Does One Size Fit All?: A Reexamination of the Finance and Growth Relationship*, „Journal of Development Economics” 2004.
- Rioja F., Valev N., *Finance and the Sources of Growth at Various Stages of Economic Development*, „Economic Inquiry” 2004, No 42, ss. 27–40.
- Robinson J., *The Generalization of the General Theory*, [w:] *The Rate of Interest and Other Essays*, Macmillan, London 1952.
- Rocznik giełdowy 2005*, GPW w Warszawie, Warszawa 2015.
- Rose P. S., *Money and Capital Markets. Financial Institutions and Instruments on a Global Marketplace*, IRWIN, McGraw-Hill, New York 1997.
- Rose P. S., *Zarządzanie bankiem komercyjnym. Wytwarzanie i sprzedaż usług finansowych*, t. 2, Związek Banków Polskich, Warszawa 1997.
- Rousseau P. L., Wachtel P., *Financial Intermediation and Economic Performance: Historical Evidence from Five Industrialized Countries*, „Journal of Money, Credit and Banking” 1998, vol. 30, ss. 657–678.
- Rousseau P. L., Wachtel P., *Inflation, Financial Development and Growth*, [w:] R. Negishi, R. Ramachandran, K. Mino (eds.), *Economic Theory, Dynamics and Markets: Essays in Honor of Ryuzo Sato*, Kluwer Academic, Boston 2001.
- Rousseau P. L., Wachtel P., *Inflation Thresholds and the Finance-Growth Nexus*, „Journal of International Money and Finance” 2002.
- Rozwój systemu finansowego w Polsce w latach 2002–2003*, NBP, Warszawa, grudzień 2004.
- Rybczyński T. M., *A New Look at the Evolution of the Financial System*, [w:] J. Revell (ed.), *The Recent Evolution of Financial Systems*, London 1997.
- Rynek Otwartych Funduszy Emerytalnych 2004*, Departament Komunikacji i Integracji Europejskiej, Warszawa 2005.
- Saunders A., Walter I., *Universal Banking in the United States*, Oxford University Press, New York 1994.
- Schumpeter J. A., *The Theory of Economic Development*, transl. by Redvers Opie, Harvard University Press, Cambridge, MA. 1932.
- Schuster L., *Banking Cultures of the World*, Fritz Knopp Verlag, Frankfurt nad Menem 1996.
- Shan J. Z., *Financial Development and Economic Growth: an Egg and Chicken Problem?*, „Review of International Economics” 2001, vol. 9, No 3, ss. 443–454.
- Skipper H. D., *Regulatory Harmonization and Mutual Recognition in Insurance*, [w:] H. D. Skipper (ed.), *International Risk and Insurance: An Environmental/Managerial Approach*, Irwin McGraw Hill, Boston 1998.
- Sławiński A., *Rozwój sektora finansowego a wzrost gospodarczy*, [w:] *Warunki zapewnienia wysokiego tempa wzrostu gospodarczego w średnim okresie*, PTE, Warszawa 2000.
- Sławiński A., *Terminowe rynki finansowe a polityka pieniężna*, „Materiały i Studia” [NBP, Warszawa], maj 1997, z. 66.
- Socha J., *Rynek, giełda, inwestycje*, Olympus, Warszawa 1998.
- Solarz J. K., *Międzynarodowy system finansowy. Analiza instytucjonalno-porównawcza*, Warszawa 2001.
- Solarz J. K., *Rozwój systemów bankowych*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 1996.
- Solarz J. K., *Uwarunkowania współczesnej bankowości*, [w:] L. Oręziak, B. Pietrzak,

- Bankowość na świecie i w Polsce. Stan obecny i tendencje rozwojowe*, Olympus, Warszawa 2000/2001.
- Solarz J. K., *W poszukiwaniu modelu systemu bankowego dla Polski*, „Materiały i Studia” [NBP, Warszawa], wrzesień 1994, z. 48.
- Solow R., *A Contribution to the Theory of Economic Growth*, „Quarterly Journal of Economics” 1956, No 70(1), ss. 65–94.
- Sopoćko A., *Giełda papierów wartościowych*, PWE, Warszawa 1991.
- Stiglitz J., *Credit Markets and the Control of Capital*, „Journal of Money, Credit and Banking” 1985, No 17, ss. 133–152.
- Stradomski M., *Zarządzanie strukturą zadłużenia przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2004.
- Sylla R., *The United State 1863–1913*, [w:] R. Cameron (ed.), *Banking and Economic Development: Some Lessons from History*, Oxford 1972.
- System finansowy w Polsce*, red. B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003.
- System finansowy w Polsce. Lata dziewięćdziesiąte*, red. B. Pietrzak, Z. Polański, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999.
- Szotłun A., *Systemy bankowe w Azji Południowo-Wschodniej*, „Materiały i Studia” [NBP, Warszawa] 2002, nr 3.
- Szomburg J., *Potrzeba rekonstrukcji narodowych*, „Rzeczpospolita”, nr 58, z 10.03.2005 r.
- Szułdrzyński K., *Sekcja 404 Sarbanes-Oxley Act*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2004, nr 3.
- Tarczyński W., Zwolankowski M., *Inżynieria finansowa*, Placet, Warszawa 1999.
- Temple J., *The New Growth Evidence*, „Journal of Economic Literature”, March 1999, vol. 37, ss. 112–156.
- Thiel S., Zwoliński T., *Akcje i obligacje korporacyjne w publicznym obrocie papierami wartościowymi*, KNF, Warszawa 2004.
- Tilly R. H., *German Banking, 1850–1914: Development Assistance for the Strong*, „Journal of European Economic History” 1986, No 15, ss. 113–152.
- Unia Europejska. Przygotowania Polski do członkostwa*, red. E. Kawecka-Wyżykowska, E. Synowiec, Instytut Konjunktur i Cen Handlu Zagranicznego, Warszawa 2001.
- Urbański K., Walkiewicz R., *Banki inwestycyjne – narodziny finansowego imperium*, „Bank” 1995, nr 7.
- Urbański K., Walkiewicz R., *Bankowość inwestycyjna w Polsce. Perspektywy rozwoju*, „Parkiet” 1995, nr 19.
- Usługi finansowe. Nie czas na fuzje*, „Rzeczpospolita”, nr 58, z 10.03.2005 r.
- Ustawa z 28 lipca 2005 r. o partnerstwie publiczno-prywatnym* (DzU, z 6 września 2005, nr 169, poz. 1420).
- Vijsselaar F. W., Kennedy N. O., *Nowe technologie: konieczność reform strukturalnych*, XXII Konferencja Naukowa NBP nt. „Reformy strukturalne a polityka pieniężna”, Falenty 2002.
- Vitols S., *The Origins of Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Germany, Japan and the United States*, Discussion paper ISSN No 1011–9523, Berlin 2001.
- Vitols S., *The Transition from Banks to Markets in the German and Japanese Financial Systems*, discussion paper, Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung, August 2002.
- Walkiewicz R., *Bankowość inwestycyjna – substytucja produktów bankowych dla przedsiębiorstw przez produkty rynku finansowego i nowej ekonomii*, Poltext, Warszawa 2001.
- Wenger E., Kaserer C., *The German System of Corporate Governance – A Model Which Should Not Be Imitated*, [w:] S. Black, M. Moersch (eds.), *Competition and Convergence in Financial Markets – The German and Anglo-American Models*, North-Holland Elsevier Science, Amsterdam 1998, ss. 41–48.
- Williamson O. E., *Markets and Hierarchies*, The Free Press, New York 1975.
- Wolski A., *Szanse na rozwój bankowości inwestycyjnej w Polsce*, [w:] *Bankowość korporacyjna i inwestycyjna*, red. J. Stacharska-Targosz, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej, Poznań 2003.
- Wurgler J., *Financial Markets and the Allocation of Capital*, „Journal of Financial Economics” 2000, vol. 58, ss. 187–214.
- Wybrane determinanty rozwoju rynku akcji i korporacyjnych instrumentów dłużnych w Polsce. Wyniki badania ankietowego*, Narodowy Bank Polski, Warszawa, styczeń 2005.

- Xu Z., *Financial Development, Investment and Growth*, „Economic Inquiry” 2000, No 38, ss. 331–344.
- Zapadka P., *Instytucje polskiego rynku finansowego*, „Bank i Kredyt” 2002, nr 6.
- Zawadzka Z., *Banki komercyjne w Niemczech*, „Bank i Kredyt” 1994, nr 9.
- Zawadzka Z., *Systemy bankowe – przykład Republiki Federalnej Niemiec*, Poltext, Warszawa 1994.
- Zawadzka Z., *Zagrożenia i szanse dla banków na początku XXI wieku*, „Bank i Kredyt” [NBP, Warszawa] 2002, nr 10.
- Zysman J., *Governments, Markets and Growth: Financial Systems and the Politics of Industrial Change*, Cornell University Press, Ithaca 1983.

Wykaz źródeł internetowych

<http://thomas.loc.gov>.
<http://www.riskglossary.com>.
www.bloomberg.com.
www.KNF.gov.pl.
www.project-syndicate.org.

Spis tabel

Tabela 1.1.	Fazy ewolucji systemu finansowego w gospodarce rynkowej	54
Tabela 1.2.	Preferencje niefinansowych podmiotów w zakresie finansowania przez banki lub przez rynek kapitałowy	56
Tabela 1.3.	Charakterystyczne cechy wyróżniające alternatywne systemy finansowe	57
Tabela 1.4.	Ewolucja dwóch głównych systemów finansowych	58
Tabela 1.5.	Cechy charakterystyczne systemu zorientowanego bankowo	61
Tabela 1.6.	Korzyści i wady systemu zorientowanego bankowo	61
Tabela 1.7.	Cechy charakterystyczne systemu zorientowanego na rynki kapitałowe	63
Tabela 1.8.	Korzyści i wady związane z funkcjonowaniem systemu zorientowanego rynkowo	63
Tabela 1.9.	Wskaźniki rozwoju finansowego dla wybranych krajów w 1980 r.	64
Tabela 1.10.	Wskaźniki rozwoju finansowego w wybranych krajach w 2000 r.	65
Tabela 1.11.	Podstawowe cechy dwóch modeli na początku wieku XXI	68
Tabela 2.1.	Charakterystyczne cechy i odpowiadające im formy finansowania	85
Tabela 2.2.	Lista <i>lead underwriterów</i> oraz wartość ogółem IPO w świecie oraz liczba przeprowadzonych emisji IPO w latach 2002 i 2004	87
Tabela 2.3.	Udział akcji w portfelach inwestorów w Stanach Zjednoczonych (w %)	105
Tabela 2.4.	Liczba banków w RFN w latach 1960–2003	115
Tabela 2.5.	Udział procentowy poszczególnych źródeł finansowania w zewnętrznym finansowaniu firm w wybranych krajach w latach 1980–1997	129
Tabela 2.6.	Pierwsza dziesiątka krajów oraz wybrane kraje w globalnym rankingu technologicznym (zestawienie krajów pod względem wykorzystania informatyki i telekomunikacji) w roku 2004	135
Tabela 2.7.	Ogólne wskaźniki jakościowe	138
Tabela 2.8.	Udział procentowy obligacji, akcji oraz pożyczek w finansowaniu działalności gospodarczej w krajach rozwijających się	141
Tabela 3.1.	Obiekty porównywane w poszczególnych subdyscyplinach nauki finansów	171
Tabela 3.2.	Struktura systemu finansowego w wybranych krajach w połowie lat 90. XX w. (w %)	190
Tabela 3.3.	Źródła finansowania niefinansowych podmiotów gospodarujących w krajach rozwiniętych (1970–1985)	196

Tabela 3.4.	Finansowanie zewnętrzne firm pozyskane z emisji kapitału udziałowego i dłużnego na rynkach krajowych oraz międzynarodowych w latach 1980–1997 (w mld USD; % PKB)	197
Tabela 3.5.	Nadmierny wzrost firm oraz finansowanie zewnętrzne firm dla okresu 1980–1985	200
Tabela 3.6.	Wyniki estymacji dla zmiennej endogenicznej – realny wzrost PKB <i>per capita</i> – za okres 1975–1998 dla próby 40 krajów	211
Tabela 3.7.	Rozwój pośrednictwa finansowego – wyniki statystyczne za lata 1960–1995	219
Tabela 3.8.	Znaczenie zmiennych finansowych w próbie 22 krajów w okresie 1976–2000 na poziomie ufności 5% oraz 1%	223
Tabela 3.9.	Wzrost deficytu budżetowego dla wybranych krajów	231
Tabela 4.1.	Aktywa instytucji finansowych w Polsce (w mld zł)	238
Tabela 4.2.	Liczba instytucji finansowych w Polsce	241
Tabela 4.3.	Aktywa sektora bankowego, papiery wartościowe oraz własne emisje papierów wartościowych (w mln zł)	242
Tabela 4.4.	Największe kredyty udzielone w ramach konsorcjum w pierwszej połowie 2005 r.	245
Tabela 4.5.	Udział banków w rynku kredytów konsorcjalnych (w mln zł) w pierwszej połowie roku 2005.	246
Tabela 4.6.	Wybrane pozycje z bilansu NBP dotyczące podaży pieniądza w Polsce (w mln zł)	250
Tabela 4.7.	Struktura oszczędności w wybranych krajach w 2003 r. (w %)	258
Tabela 4.8.	Udział różnych grup inwestorów w obrotach giełdowych w latach 1997–2004 (w %)	325

Spis wykresów

Wykres 1.1.	Zewnętrzne źródła finansowania zewnętrznych podmiotów niefinansowych	29
Wykres 1.2.	Udział procentowy poszczególnych kategorii w finansowaniu zewnętrznym firm na świecie w latach 1980–1997 (ogółem: krajowe i zagraniczne)	31
Wykres 2.1.	Udział obligacji i akcji w finansowaniu zewnętrznym firm w latach 1980–1997 (w %)	106
Wykres 2.2.	Kredyty udzielone podmiotom prywatnym przez bankowe i niebankowe instytucje finansowe w USA w latach 1980–2003	108
Wykres 2.3.	Aktywa zgromadzone w niemieckich instytucjach finansowych w latach 1991–2002 (w %)	116
Wykres 2.4.	Alokacja oszczędności gospodarstw domowych w Niemczech w latach 1991–2002 (w mld euro)	118
Wykres 2.5.	Liczba IPO w Niemczech w latach 1990–2003	120
Wykres 2.6.	Źródła finansowania firm w Niemczech w latach 1991–2002 (w %)	121
Wykres 2.7.	Udział kredytów bankowych w sektorach gospodarki japońskiej w latach 1960–1995 (w %)	125
Wykres 2.8.	Struktura finansowania w firmach produkcyjnych w Japonii w latach 1961–1995 (w %)	127
Wykres 2.9.	Struktura finansowania w firmach nieprodukcyjnych w Japonii w latach 1961–1995 (w %)	127
Wykres 2.10.	Relacja kredytów udzielonych podmiotom niefinansowym przez banki oraz inne instytucje finansowe w Japonii w latach 1980–2003	130
Wykres 2.11.	Wartość wyemitowanych wybranych instrumentów finansowych i udzielonych kredytów w krajach rozwijających się w latach 2001–2004	141
Wykres 2.12.	Wartość wyemitowanych wybranych instrumentów finansowych i udzielonych kredytów według regionów krajów rozwijających się w latach 2001–2004	142
Wykres 3.1.	Kapitalizacja giełd w stosunku do PKB w wybranych krajach w okresie 1913–1999	160
Wykres 3.2.	Zależność rozmiarów poszczególnych pozycji aktywów finansowych od poziomu PKB na 1 mieszkańca	163
Wykres 3.3.	Udział depozytów w stosunku do PKB w wybranych krajach w okresie 1913–1999	164
Wykres 3.4.	Ewolucja udziału zgromadzonych depozytów w stosunku do PKB oraz relacji kapitalizacji do PKB w latach 1913–1999 w wybranych 20 krajach	165

Wykres 3.5.	Nakłady brutto na środki trwałe (GFCF) w wybranych krajach w okresie 1913–1999	166
Wykres 3.6.	Nakłady brutto na środki trwałe (GFCF) w krajach UE (15) i w wybranych krajach w stosunku do PKB w okresie 1995–2004	167
Wykres 3.7.	Ewolucja rozwoju pośrednictwa finansowego w świecie w latach 1960–1997	178
Wykres 3.8.	Rozwój giełd papierów wartościowych w świecie w latach 70., 80. i 90. wieku XX	179
Wykres 3.9.	Udział zobowiązań płynnych w PKB w wybranych krajach w latach 1980–2003	180
Wykres 3.10.	Udział aktywów banku centralnego w PKB w wybranych krajach w latach 1980–2003	181
Wykres 3.11.	Stosunek należności banków komercyjnych do PKB w wybranych krajach w latach 1980–2003	182
Wykres 3.12.	Wskaźnik kapitalizacji giełd finansowych w wybranych krajach w latach 1980–2003	183
Wykres 3.13.	Wskaźnik udziału obrotów giełdowych ogółem w stosunku do wybranych PKB krajów w latach 1980–2003	184
Wykres 3.14.	Wskaźnik <i>turnover ratio</i> w wybranych krajach w przekroju czasowym 1980–2003	185
Wykres 4.1.	Struktura aktywów systemu finansowego w Polsce	239
Wykres 4.2.	PKB i aktywa sektora bankowego (dynamika realna, rok poprzedni = 100)	240
Wykres 4.3.	Udział kredytów, papierów wartościowych oraz depozytów w sumie bilansowej sektora bankowego (w %)	243
Wykres 4.4.	Depozyty sektora niefinansowego (w mln zł)	243
Wykres 4.5.	Kredyty bankowe/PKB oraz kapitalizacja giełdowa/PKB w Polsce w latach 1992–2003	244
Wykres 4.6.	Liczba podmiotów w publicznym obrocie	252
Wykres 4.7.	Wartość zmobilizowanych kapitałów na GPW w latach 1994–2004 (w mln zł)	254
Wykres 4.8.	Wartość rynkowa spółek notowanych na GPW w Warszawie oraz wartość obrotów instrumentami finansowymi (w mln zł)	255
Wykres 4.9.	Oszczędności gospodarstw domowych w Polsce (w mld zł)	258
Wykres 4.10.	Przyrost oszczędności brutto i nakładów na inwestycje brutto na środki trwałe w mln zł w latach 1995–2003	260
Wykres 4.11.	Podmioty prowadzące działalność maklerską w latach 1991–2004	335

Spis rysunków

Rysunek 1.1. Schemat przepływu kapitału w finansowaniu bezpośrednim i finansowaniu pośrednim	23
Rysunek 2.1. Usługi bankowości inwestycyjnej	83
Rysunek 3.1. Rozwój finansowy a rozwój gospodarczy	152
Rysunek 4.1. Schemat powiązań pomiędzy zmiennymi modelu	273
Rysunek 4.2. Schemat zależności pomiędzy rozwojem finansowym i PKB	279
Rysunek 4.3. Schemat zależności pomiędzy rozwojem bankowości inwestycyjnej a rozwojem gospodarczym	314

Financial Capital and Economic Growth

Summary

Dynamic transformations in global economy have produced an urgent need to develop knowledge and to intensify scientific reflection over problems generated, also in Poland, by these transformations in modern financial systems. The monograph investigates trends and direction in the evolution of global and Polish financial systems. Against this backdrop, surveys have demonstrated a close linkage between financial and economic development. Financial system cannot operate without the real sector while the real sector may not operate efficiently and grow without a financial system. We have also been able to show that there is a feedback between financial and economic development. This has provided an impulse for future, more in-depth examination of the relationship between one of the most dynamically developing segments of the financial market: investment banking and economic growth. At the source of our investigation there was a conviction that processes which have been taking place in investment banking sector in Poland, with its economy still at the stage of transformation, can be described and explained.

Recent decades witnessed very rapid and unexpected developments across the world economy. High pace of changes in contemporary economies has not been indifferent to global financial systems. In economics, many theoretical approaches have evolved or been replaced with new concepts. That is the effect of, inter alia, the outbreak of the latest Global Financial Crisis, the emergence of new needs and urgent problems of the contemporary world, including the world of finance.

Financial capital is one of the major catalysts of growth. Linkages between financial (financial system) and economic development have been studied since the beginning of the 1990s. The monograph focuses attention mainly on comparative analysis of institutional and functional

aspects and on the relevance and impact of investment banking (more broadly accumulated financial capital) upon the development of modern market economies. The publication discusses main development stages of investment banking in the world and current tendencies observed in this area. These considerations are presented against the convergence of Anglo-American and continental financial systems. Due to the fact that investment banking forms part of financial services sector, its impact on growth is reflected in functions performed by the financial system in market economy.

In Poland, interest in the role of capital as promoter of economic growth, including investment banking, emerged relatively early following the beginning of systemic transformations in 1989. In the early stages, investment banking was perceived as another range of services that could be offered by commercial banks, disregarding deeper relationships between investment banking and economic policy. We missed a wider perspective on investment banking in the context of the development of the financial system as such. On top of that, it was demonstrated that the increasing role of investment banking in Polish economy should have effects on further economic growth, which, in turn, should imply further development of investment banking.

The publication consists of four chapters. The first one provides an overview of general characteristics of financial systems in modern market economy. The second chapter explains what investment banking is about and how relevant it is to modern financial systems. Investment banking is presented in functional term, i.e., in the context of services it offers. The third chapter includes a theoretical and analytical sections. It describes the specific role played by investment banking in economic growth of countries through financial development. The chapter demonstrates the place of investment banking in contemporary market economy and its relevance for economic growth. The fourth chapter is devoted entirely to Polish economy and studies of interdependences of investment banking, financial development and economic growth.

Our attempts to analyse available international statistical data have shown that economic growth stimulates financial development. Underdeveloped and underperforming financial systems are a vital reason why many developing countries still exhibit low growth rate.

Based on our studies, we were also able to prove that the developments in the Polish economy and the development of investment banking services influence each other, which coincides with the outcomes of international empirical studies. We also tried to empirically validate the relationships between economic growth and the development of investment banking through financial development. An econometric cause-ef-

fect model was built based on observations of statistical data from the years 1994–2004 with special attention paid to investment banking services. Studies demonstrated that there is interdependence between capital – measured in terms of development of the investment banking sector – and economic growth in Poland. We also provided evidence that economic growth remains closely connected with financial development and its intensity depends on financial advancement of a given country.

In conclusion, as a result of structural transformations in international financial markets and in the face of the recent Global Financial Crisis, investment banking should play a major and supporting role vis-à-vis emerging economic phenomena.