

ANNA KASPRZAK-CZELEJ

GIEŁDOWY RYNEK AKCJI A GOSPODARKA

Ujęcie funkcyjne



Difin

GIEŁDOWY RYNEK AKCJI A GOSPODARKA

Ujęcie funkcyjne

Recenzenci

prof. dr hab. Wiesława Przybylska-Kapuścińska

prof. dr hab. Jerzy Węclawski

Publikacja dofinansowana z dotacji podmiotowej
na utrzymanie potencjału badawczego Wydziału Ekonomicznego
Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie

Copyright © by Difin SA

Warszawa 2012

Wszelkie prawa zastrzeżone.

Kopiowanie, przedrukowywanie i rozpowszechnianie
całości lub fragmentów niniejszej pracy
bez zgody wydawcy zabronione.

Redaktor prowadząca

Maria Adamska

ISBN 978-83-7930-413-4

Printed in Poland

Difin SA

00-768 Warszawa, ul. F. Kostrzewskiego 1,

tel. (22) 851-45-61, (22) 851-45-62, fax (22) 841-98-91

Wydanie pierwsze, Warszawa 2012

Skład i łamanie: Poligrafia – Fotoskład, tel. 609-10-10-15

Wydrukowano w Polsce

Spis treści

Wprowadzenie	9
1. System finansowy a wzrost gospodarczy	15
1.1. Kanały wpływu systemu finansowego na wzrost gospodarczy	15
1.1.1. Rozwój systemu finansowego a wzrost gospodarczy	15
1.1.2. Struktura systemu finansowego a funkcjonowanie gospodarki	23
1.1.3. Mechanizmy transmisji wpływu systemu finansowego na sferę realną gospodarki – przegląd badań empirycznych	28
1.2. Funkcje giełdy papierów wartościowych	34
1.2.1. Uwarunkowania realizacji funkcji giełdy	34
1.2.2. Kapitałowe funkcje giełdy	37
1.2.3. Pozakapitałowe funkcje giełdy	40
1.2.4. Współzależności między funkcjami giełdy	47
2. Wycena kapitału przez giełdowy rynek akcji	51
2.1. Efektywność informacyjna giełdowego rynku akcji	51
2.2. Zawartość informacyjna kursów akcji	55
2.2.1. Synchroniczność kursów	56
2.2.2. Stopień odzwierciedlania przyszłych dochodów w kursach akcji	62
2.2.3. Alternatywne miary zawartości informacyjnej cen akcji	64
2.3. Kursy akcji a wartość wewnętrzną akcji	68
2.3.1. Wartość rynkowa akcji	68
2.3.2. Wartość fundamentalna akcji	71
2.4. Krótkowzroczność akcjonariuszy	77
2.4.1. Istota krótkoterminowości	77
2.4.2. Inwestorzy indywidualni	81
2.4.3. Inwestorzy instytucjonalni	84

3. Mobilizacyjna funkcja giełdowego rynku akcji	89
3.1. Determinanty oszczędności	89
3.1.1. Poziom oszczędności	89
3.1.2. Wybór formy gromadzenia oszczędności	97
3.2. Giełdowy rynek akcji a oszczędności gospodarstw domowych	101
3.2.1. Wpływ rynku akcji na oszczędności w ramach analizy portfelowej	101
3.2.2. Efekt bogactwa	103
3.3. Wpływ giełdowego rynku akcji na inwestycje zagraniczne	108
3.4. Rola niebankowych instytucji pośrednictwa finansowego	113
3.4.1. Domy maklerskie	115
3.4.2. Instytucje wspólnego inwestowania	117
 4. Wpływ giełdowego rynku akcji na finansowanie inwestycji i alokację kapitału	 125
4.1. Determinanty inwestycji	125
4.1.1. Pojęcie i znaczenie inwestycji	125
4.1.2. Teorie inwestycji	128
4.1.3. Giełdowy rynek akcji a inwestycje realne – teoretyczne ramy analiz	132
4.2. Wrażliwość inwestycji realnych na rynkową wycenę akcji	134
4.2.1. Menedżerska a rynkowa percepcja	134
4.2.2. Teoria q Tobina – ujęcie mikroekonomiczne	140
4.3. Finansowanie inwestycji poprzez emisję akcji	144
4.3.1. Źródła finansowania inwestycji w spółce akcyjnej	144
4.3.2. Emisja nowych akcji w świetle teorii struktury kapitału	148
4.3.3. Wybór terminu emisji akcji	149
4.4. Wpływ giełdowego rynku akcji na wzrost gospodarczy	152
4.4.1. Giełdowy rynek akcji a alokacja kapitału w gospodarce	152
4.4.2. Giełdowy rynek akcji jako determinanta wzrostu gospodarczego – ujęcie funkcyjne	154
 5. Realizacja funkcji kapitałowych przez rynek akcji na GPW w Warszawie	 161
5.1. Schemat procedury badawczej	161
5.2. GPW w Warszawie jako element systemu finansowego w Polsce	165
5.2.1. System finansowy w Polsce	165
5.2.2. Rozwój ilościowy rynku akcji na GPW w Warszawie	169
5.2.3. Mikrostruktura giełdowego rynku akcji	178
5.3. Funkcja wartościująca giełdowego rynku akcji w Polsce	184
5.3.1. Efektywność informacyjna giełdowego rynku akcji w Polsce	184

5.3.2. Zawartość informacyjna kursów na giełdowym rynku akcji w Polsce	189
5.3.3. Wycena ex post akcji notowanych na GPW w Warszawie	197
5.3.4. Zjawisko krótkoterminowości na polskim giełdowym rynku akcji	201
5.4. Mobilizacja kapitału przez giełdowy rynek akcji w Polsce	204
5.4.1. Struktura środków potencjalnie mobilizowanych przez giełdowy rynek akcji	204
5.4.2. Możliwość dywersyfikacji ryzyka na rynku akcji GPW w Warszawie	209
5.4.3. Rozwój rynku akcji na GPW w Warszawie a stopa oszczędności	212
5.4.4. Mobilizująca funkcja giełdowego rynku akcji a zagraniczne inwestycje portfelowe	220
5.4.5. Znaczenie rozwoju niebankowych instytucji pośrednictwa finansowego	222
5.5. Wpływ rynku akcji na GPW w Warszawie na inwestycje realne	233
5.5.1. Funkcja sygnalizacyjna giełdowego rynku akcji w Polsce	233
5.5.2. Pozyskanie kapitału na rynku akcji GPW w Warszawie	236
5.5.3. Finansowanie inwestycji w spółkach giełdowych	245
5.5.4. Wpływ giełdowego rynku akcji na alokację kapitału w Polsce	249
Podsumowanie	253
Bibliografia	261

Wprowadzenie

Ostatnie dekady to okres znacznych zmian w wielkości i strukturze systemu finansowego w wielu gospodarkach. Wyraźna stała się tendencja do zmniejszania roli banków w pośrednictwie finansowym i zwiększania roli rynków finansowych¹. W tym aspekcie pojawiają się dwa podstawowe pytania o przyczyny zachodzących zmian oraz ich konsekwencje dla gospodarek narodowych, co jest szczególnie istotne w świetle ostatniego kryzysu finansowego. Wydaje się, iż potrzeba rozstrzygnięcia tych kwestii legła u podstaw ponownego zainteresowania współzależnościami między rozwojem i strukturą systemu finansowego a wzrostem gospodarczym, które nastąpiło w literaturze światowej szczególnie od drugiej połowy lat 90. XX wieku. Przeprowadzane analizy teoretyczne i badania empiryczne wskazują na istnienie związku przyczynowo-skutkowego pomiędzy rozwojem systemu finansowego i poszczególnych jego części, w tym giełdowego rynku akcji, a wzrostem gospodarczym. W sposób jednoznaczny nie ustalono jednak mechanizmów tej zależności ani jej kierunku, w szczególności nie stwierdzono jednoznacznie, czy to giełda papierów wartościowych wpływa na wzrost gospodarczy, czy odwrotnie, albo czy istnieje między nimi zależność dwukierunkowa.

W warunkach gospodarki rynkowej rynek kapitałowy, którego instytucjonalną formę stanowi giełda papierów wartościowych, jest istotnym mechanizmem alokacji zasobów. Jego istnienie i sprawne działanie stanowi warunek efektywnej alokacji zasobów pomiędzy różne zastosowania, co z kolei determinuje stabilność długookresowego wzrostu gospodarczego². Sprawność działania rynku giełdowego sprowadza się do skuteczności realizacji poszczególnych jego funkcji, pomiędzy którymi występują sprzężenia zwrotne. Za najważniejsze

¹ A. Sławiński, *Rynki finansowe*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2006, s. 25, 27.

² J. Czekaj, M. Woś, J. Żarnowski, *Efektywność giełdowego rynku akcji w Polsce. Z perspektywy dziesięciolecia*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001, s. 9.

można uznać funkcje kapitałowe, dotyczące głównie giełdowego rynku akcji, związane z przepływem kapitałów od podmiotów nadwyżkowych do deficytowych, do których zalicza się finansowanie inwestycji (łącznie z funkcją sygnalizacyjną) i alokację kapitałów, mobilizację kapitałów oraz funkcję wartościującą, warunkującą sprawne wypełnianie przez giełdę wyżej wymienionych funkcji. Są one związane z podstawowymi charakterystykami rynku giełdowego – podażą kapitału (funkcja mobilizacyjna), popytem na kapitał (funkcja finansowa oraz alokacyjna) i ceną (wycena kapitału).

Takie funkcjonalne ujęcie problematyki giełdowego rynku akcji uwypukla jego znaczenie z punktu widzenia całej gospodarki. Skupia się na powiązaniach pomiędzy wzrostem gospodarczym a jakością realizowanych funkcji oraz akcentuje wartość dodaną tego elementu sektora finansowego. Podejście to może sprzyjać bardziej kompleksowemu zrozumieniu kwestii współzależności między rozwojem giełdowego rynku akcji a wzrostem gospodarczym. Jest ono zgodne z formułowanym w literaturze zaleceniem, iż oceny sektora finansowego, w tym też giełdy, powinno się dokonywać poprzez poziom osiągania celów głównych gospodarki i społeczeństwa – wzrostu gospodarczego, wzrostu konsumpcji, inwestycji rzeczowych itp.³. Wydaje się, że podejście takie jest również uzasadniane, uwzględniając większą stabilność funkcji w porównaniu do instytucji w aspekcie czasowym oraz przestrzennym⁴, co powinno ułatwić analizę porównawczą. Jest to szczególnie istotne w analizie rynku akcji w Polsce, ze względu na jego specyfikę w porównaniu do giełd krajów wysoko rozwiniętych, wynikającą ze sposobu jego powstania.

U progu transformacji gospodarczej warunkiem koniecznym odbudowy systemu rynkowego było tworzenie nowych regulacji i instytucji finansowych. Elementem podjętych działań w tym zakresie było reaktywowanie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Fakt powstania rynku giełdowego w wyniku odgórznej inicjatywy władz państwowych, chcących go wykorzystać do procesu przekształceń własnościowych, szczególnie zaważył na dalszym jego rozwoju, który w sensie ilościowym w znacznym stopniu był determinowany właśnie procesami prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych. Giełdy nie powołano celem zaspokojenia istniejących, ale przyszłych potrzeb i w tym sensie na początku była ona tworem sztucznym.

W okresie od uruchomienia GPW w Warszawie widoczny jest jej dynamiczny rozwój – zarówno pod względem liczby notowanych instrumentów finansowych, wartości i wolumenu obrotów, a także technicznych warunków zawierania transakcji. W związku z tym od dłuższego czasu podejmowane są próby odpowiedzi na pytanie, czy GPW w Warszawie jest już rynkiem dojrzałym.

³ *Sektor finansowy w Polsce*, pod red. S. Owsiaika, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2002, s. 13–16.

⁴ Z. Bodie, R.C. Merton, *Finanse*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2003, s. 53.

Dotychczas poziom rozwoju giełdy określano tylko na podstawie wybranych aspektów jej działania lub charakterystyk ilościowych. Można się spotkać ze stwierdzeniem, iż polska giełda wkroczyła w fazę rynku dojrzałego już w 1996 r.⁵. Niektórzy za kryterium przynależności do grupy rynków rozwiniętych, których aktywność ma znaczenie dla gospodarki, przyjmują udział kapitalizacji giełdy w PKB na poziomie 20%, 40% lub 50%–60%⁶ i pod tym względem aktualnie polska giełda jest już rynkiem dojrzałym (w 2010 r. udział kapitalizacji krajowych spółek giełdowych w PKB wynosił ok. 38,3%, a łącznie z zagranicznymi 56,27%). Na stopień rozwoju giełdowego rynku akcji poza tym składa się również stopień rozwoju giełdy w ujęciu instytucjonalnym (dojrzałość instytucji) oraz jego znaczenie w gospodarce nie tylko w sensie ilościowym, ale też jakościowym, co sprowadza się do skuteczności realizowanych przez nią funkcji.

Można się spotkać ze stwierdzeniem, iż GPW w Warszawie nie spełnia najważniejszej dla gospodarki funkcji alokacyjnej, stanowiącej, obok finansowania działalności gospodarczej, element jej misji, ani też kontrolnej czy wartościującej, przy czym nie zostało to poparte szczegółowymi badaniami empirycznymi⁷. Inni twierdzą natomiast, również bez odniesienia do wyników badań, że giełda – w mniejszym lub większym stopniu – spełnia wszystkie funkcje i istnieją techniczne i organizacyjne podstawy szerszego wykorzystywania publicznego rynku akcji w procesach transformacji i alokacji kapitałów w gospodarce⁸.

Istnieje wiele prac o charakterze naukowym poświęconych różnym aspektom funkcjonowania giełdy i notowanych na niej instrumentów finansowych. Stosunkowo niewiele badań dotyczy jednak zależności pomiędzy rozwojem giełdy a wzrostem gospodarczym oraz mechanizmów transmisji między nimi. Te zaś wydają się sprowadzać do spełniania przez giełdę jej funkcji, szczególnie alokacyjnej. Jak dotąd nie przeprowadzono kompleksowych analiz teoretyczno-empirycznych dotyczących funkcji GPW w Warszawie. Badano tylko poszczególne elementy (giełdy jako barometru gospodarki, wyceny kapitału, wykorzystanie giełdy jako mechanizmu ładu korporacyjnego). Podejście przedstawione w pracy będzie zatem wypełnieniem istniejącej luki.

⁵ J. Socha, *Rynek papierów wartościowych w Polsce*, Olympus, Warszawa 2003, s. 172–177.

⁶ Por. M. Daniluk, *Rynek kapitałowy*, Bellona, Warszawa 1998, s. 186; E. Gruszczyńska-Broźbar, *Funkcjonowanie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2007, s. 103; M. Al-Kaber, *Struktura funkcjonalna rynku kapitałowego i jego sprawność w gospodarce współczesnej (na przykładzie rynku kapitałowego w Polsce)*, Wyższa Szkoła Ekonomiczna w Białymstoku, Białystok 2004, s. 71–73; K. Ciejsa-Znamirowski, *Ekonomiczne ograniczenia rozwoju rynku kapitałowego w Polsce*, Wydawnictwo KUL, Lublin 2004, s. 43.

⁷ M. Al-Kaber, op.cit., s. 6; P. Kulpaka, *Giełdy w gospodarce*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2007, s. 155.

⁸ K. Ciejsa-Znamirowski, op.cit., s. 7; E. Komajda, *Rynek papierów wartościowych – wybrane zagadnienia*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Handlu i Prawa, Warszawa 2003, s. 79.

Głównym celem niniejszego opracowania jest ocena realizacji kapitałowych funkcji giełdowego rynku akcji w Polsce. Pozytywna oznaczałaby, iż rynek akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie determinuje wzrost gospodarczy poprzez prawidłowe określanie kierunków alokacji kapitału oraz wpływ na oszczędności i inwestycje realne.

Badania empiryczne przeprowadzano z wykorzystaniem danych z lat 1997–2009. Odstępstwa od tej zasady są każdorazowo zaznaczane i wynikają albo z przyjętej metodologii badań, albo z braku odpowiednich danych źródłowych. Przytaczane w pracy publicznie dostępne dane, niepoddawane analizom ekonometrycznym uzupełniono, pod warunkiem dostępności danych, do stanu aktualnego na koniec 2011 r.

W pracy wykorzystano dane pochodzące z rocznych jednostkowych sprawozdaniach finansowych 82 spółek, które zadebiutowały na giełdowym rynku akcji do końca 1997 r. oraz były notowane na GPW do końca 2009 r., pozyskanych z bazy danych firmy Notoria Serwis SA (wersja 18.20 – kwiecień 2010), dane GPW dotyczących giełdowego rynku akcji w Polsce i notowań ww. spółek oraz dane z zakresu rachunków narodowych oraz inwestycji i środków trwałych GUS. W zależności od analizowanego zagadnienia korzystano również z danych NBP, Banku Światowego, Światowej Federacji Giełd (WFE), Ministerstwa Finansów, OECD, KNF, IZFiA oraz serwisu „Parkiet Gazeta Giełdy”.

Struktura pracy została podporządkowana przyjętemu celowi i w części zasadniczej składa się z czterech rozdziałów. Pierwsze trzy mają przy tym charakter teoretyczny, zaś ostatni empiryczny.

Rozdział pierwszy ma charakter wprowadzający w tematykę pracy. Na tle determinant wzrostu gospodarczego wskazano rolę systemu finansowego w tym procesie. Przedstawiono argumenty przemawiające za aktywnym wpływem systemu finansowego oraz jego struktury na gospodarkę, a także kanały tego wpływu poparte wynikami zagranicznych badań empirycznych. W oparciu o te rozważania określono znaczenie giełdowego rynku akcji dla gospodarki, co w istocie wyraża się w funkcjach, które powinien on spełniać. Zbudowano schemat współzależności i powiązań (sprzężeń zwrotnych) pomiędzy poszczególnymi funkcjami giełdy.

Celem rozdziału drugiego jest wskazanie, czy kursy ustalane na giełdzie mogą być przesłanką do racjonalnej alokacji zasobów, czyli czy giełdowy rynek akcji dobrze spełnia funkcję wartościującą. Odpowiedź na to pytanie rozpoczyna zwięzła analiza zagadnienia efektywności informacyjnej giełdowego rynku akcji. Następnie zajęto się kwestią zawartości informacyjnej kursów akcji, tj. w jakim zakresie kursy odzwierciedlają informacje specyficzne dla danej spółki, a w jakim informacje ogólnorynkowe i branżowe, czy ceny akcji zawierają informacje dotyczące przyszłej rentowności firm oraz czy poprzez zawierane transakcje w kursach ujmowana jest informacja prywatna. W tym fragmencie przytoczono

stosowne wyniki zagranicznych analiz empirycznych oraz stosowane w nich mierniki. Rozważane zagadnienie wiąże się bezpośrednio z kolejną analizowaną kwestią – relacji pomiędzy kursami akcji a ich wartością wewnętrzną. Zestawienie tych wielkości umożliwia identyfikację zjawiska krótkowzroczności akcjonariuszy, którego istotę i teoretyczne przyczyny przedstawiono w ostatniej części rozdziału.

Przedmiotem rozważań w rozdziale trzecim jest funkcja mobilizacyjna giełdowego rynku akcji, związana z poziomem oszczędności w gospodarce. Stąd też w pierwszej części przedstawiono teoretyczne determinanty poziomu i struktury oszczędności. Wynikają stąd określone kanały oddziaływania giełdowego rynku akcji na oszczędności, analizowane na gruncie teoretycznym w kolejnej części rozdziału (dywersyfikacja ryzyka, efekt bogactwa). W ramach tych analiz podjęto również próbę odpowiedzi na pytanie, czy rozwój giełdowego rynku akcji ma wpływ na przyciąganie inwestycji zagranicznych. W końcowej części rozdziału wskazano na uzależnienie realizacji funkcji mobilizacyjnej przez giełdowy rynek akcji od sprawności funkcjonowania niebankowych instytucji pośrednictwa finansowego.

W rozdziale czwartym analizowano zależność pomiędzy giełdą a inwestycjami realnymi, czyli związaną z popytem na kapitał funkcję finansową i sygnalizacyjną giełdowego rynku akcji oraz funkcję alokacyjną. Na gruncie teorii inwestycji określono determinanty inwestycji realnych i wskazano wynikające stąd wymienione funkcje, poprzez które giełdowy rynek akcji może wpływać na inwestycje realne. Są one analizowane w kolejnych punktach rozdziału. Kończąca rozdział ocena wpływu giełdowego rynku akcji na wzrost gospodarczy jest w zasadzie podsumowaniem rozpatrywanych w pracy funkcji giełdowego rynku akcji. Element tej oceny stanowi analiza alokacyjnej funkcji giełdy.

W rozdziale piątym przedstawiono wyniki badań empirycznych dotyczących realizacji funkcji kapitałowych przez giełdowy rynek akcji w Polsce wraz z zastosowaną procedurą badawczą. Dokonano również m.in. przeglądu i zestawienia dotychczasowych badań empirycznych z zakresu efektywności informacyjnej GPW w Warszawie.

Wnioski wynikające z przeprowadzonych rozważań teoretycznych oraz badań empirycznych zamieszczono w podsumowaniu, znajdującym się na końcu niniejszego opracowania.

1

System finansowy a wzrost gospodarczy

1.1. Kanały wpływu systemu finansowego na wzrost gospodarczy

1.1.1. Rozwój systemu finansowego a wzrost gospodarczy

System finansowy stanowi mechanizm, dzięki któremu świadczone są usługi pozwalające na krążenie siły nabywczej w gospodarce. Umożliwia on współtworzenie i przepływ strumieni pieniężnych między niefinansowymi podmiotami gospodarczymi¹. Dzięki jego istnieniu podmioty sfery realnej mogą pozyskiwać środki pieniężne, lokować oszczędności oraz zaspokajać pozostałe potrzeby związane z ich sferą finansową. Jest on złożonym zespołem instytucji, instrumentów i rynków finansowych oraz zasad, na jakich one działają. Generalnie funkcjonowanie systemu finansowego opiera się na przepływie środków pieniężnych pomiędzy podmiotami nadwyżkowymi a podmiotami deficytowymi. Przepływ środków może się odbywać dwójako: po pierwsze, bezpośrednio – przez rynki finansowe, na które składa się rynek pieniężny i walutowy, rynek obligacji oraz rynek akcji (kapitału własnego), a po drugie, pośrednio – z wykorzystaniem pośredników finansowych, m.in. banków, funduszy inwestycyjnych i emerytalnych, firm ubezpieczeniowych.

Wzrost gospodarczy z kolei odnoszony jest do sfery realnej gospodarki. Oznacza proces powiększania ilościowych efektów działalności gospodarczej kraju, wyrażający się w przyroście wytwarzanych w danym okresie dóbr i usług.

¹ Por. *System finansowy...*, s. 17–19; A. Matysek-Jędrych, *System finansowy – definicja i funkcje*, „Bank i Kredyt” 2007, nr 10, s. 41.

Uwzględniając cele gospodarowania jednostek, powinien on prowadzić do wzrostu ich bieżącej i przyszłej konsumpcji, wiązać się z możliwością zaspokojenia ciągle zwiększających się potrzeb oraz poszerzać zakres środków zaspokajania tych potrzeb. Podstawowym miernikiem wzrostu gospodarczego jest tempo wzrostu realnego produktu krajowego brutto, który obejmuje wartość wszystkich dóbr i usług finalnych wytworzonych w danym okresie (najczęściej w ciągu jednego roku) przez czynniki wytwórcze zlokalizowane na terytorium danego kraju, o ile dobra te są przedmiotem transakcji rynkowych. Składa się na niego wartość dóbr inwestycyjnych (dóbr kapitałowych i zapasów), nabywanych w ramach realizacji inwestycji brutto (tj. nowych i odtworzeniowych), dóbr konsumpcyjnych, wartość zakupów rządowych i tzw. eksport netto (różnica między wartością eksportu a importu).

Wzrost gospodarczy ma miejsce w określonych warunkach występujących w gospodarce krajowej oraz w jej otoczeniu. Warunki te stanowią potencjalne możliwości pobudzania wzrostu, które mogą, lecz nie muszą być wykorzystane w praktyce. Stanowią one pośrednie czynniki wzrostu gospodarczego². Te przesłanki wzrostu gospodarczego, wykorzystane w praktyce, kształtując w danych warunkach procesy wzrostu, stają się bezpośrednimi czynnikami wzrostu. Innymi słowy stanowią je te zmienne, które są istotnie (dodatnio lub ujemnie) skorelowane z tempem wzrostu realnego PKB i na które można wpływać w celu osiągnięcia szybszego wzrostu gospodarczego³.

Z modeli wzrostu wynika, że za czynniki długookresowego wzrostu gospodarczego można uznać akumulację kapitału oraz tempo zmian produktywności czynników wytwórczych. To ostatnie może wynikać z efektu uczenia się przez praktykę, bezpośredniego wysiłku badawczo-rozwojowego oraz dyfuzji wiedzy technicznej, która może dokonywać się, po pierwsze, przez handel międzynarodowy i po drugie, przez bezpośrednie inwestycje zagraniczne⁴. W okresie przejściowym, przy założeniu istnienia opóźnienia technologicznego i luki w poziomie dochodu *per capita*, może nastąpić wzrost produktu jako efekt „doganiania” i konwergencji. Wykorzystanie tego potencjału rozwojowego warunkuje mobilność czynników produkcji (kapitału i technologii), która z kolei zależy od infrastruktury społecznej, rozumianej jako zbiór regulacji prawnych, instytucji i polityki rządu, tworzących otoczenie ekonomiczne.

² J. Maciejka, *Czynniki gospodarczego wzrostu i polityki pro wzrostowej*, [w:] *Problemy wzrostu gospodarczego w warunkach ustrojowej transformacji w Polsce*, pod red. J. Mujzela, Instytut Nauk Ekonomicznych Polska Akademia Nauk, Warszawa 2003, s. 19.

³ M. Próchniak, *Czynniki wzrostu gospodarczego – wnioski z badań empirycznych*, „*Ekonomista*” 2006, nr 3, s. 306.

⁴ B. Szopa, M.A. Dąbrowski, P. Kawa, *Rola europejskiej integracji gospodarczej w kształtowaniu dochodu na poziomie makro- i mikroekonomicznym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2008, s. 29, 34.

Agregacja wyników badań empirycznych pozwala natomiast wyróżnić osiem podstawowych czynników wpływających na wzrost gospodarczy⁵. Są to: inwestycje w kapitał rzeczowy (głównie infrastrukturę), w tym również bezpośrednie inwestycje zagraniczne, inwestycje w kapitał ludzki (edukacja i ochrona zdrowia), rozwój sektora finansowego, handel zagraniczny, sektor państwowy (możliwie mały), zakres wolności gospodarczej, stabilność polityczna, brak dużych nierówności dochodowych i majątkowych.

Związek pomiędzy rozwojem systemu finansowego i wzrostem gospodarczym na nowo stał się istotnym tematem polemiki w literaturze ekonomicznej na początku lat dziewięćdziesiątych. Analizy zarówno teoretyczne, jak i empiryczne dotyczą różnych aspektów tej zależności. Bezsprzecznie wielkość systemu finansowego jest silnie skorelowana z poziomem rozwoju gospodarczego. Kwestią dyskusyjną jest natomiast istnienie zależności przyczynowo-skutkowej pomiędzy rozwojem finansowym a wzrostem gospodarczym, jej kierunek oraz kanały transmisji pomiędzy tymi dwiema zmiennymi. Można wyróżnić cztery główne grupy poglądów dotyczących relacji rozwój finansowy – wzrost gospodarczy⁶.

Pierwszy ze wspomnianych nurtów w relacji rozwój finansowy – wzrost gospodarczy przypisuje wiodącą rolę podaży usług finansowych (*supply-leading view*). Zgodnie z nim rozwój finansowy ma pozytywny wpływ na wzrost gospodarczy. Za prekursora tego nurtu można uznać J.A. Schumpetera, który już na początku dwudziestego wieku stwierdził, że przedsiębiorcy potrzebują kredytów celem sfinansowania wdrożeń nowych technik produkcji. Dobrze funkcjonujące banki wspierają technologiczne innowacje przez identyfikowanie i finansowanie tych przedsiębiorców, którzy mają największe szanse na wdrożenie innowacyjnych produktów czy procesów produkcyjnych. Stąd dobrze rozwinięty system finansowy może kierować zasoby finansowe do najbardziej produktywnych zastosowań.

Drugi pogląd został zapoczątkowany przez J. Robinson. Zgodnie z nim rozwój systemu finansowego nie prowadzi do większego wzrostu gospodarczego, a jedynie za nim podąża (*demand-following view*). Dobra koniunktura w gospodarce kreuje większy popyt na usługi finansowe ze strony gospodarstw domowych i przedsiębiorstw. Celem zaspokojenia tego zwiększonego popytu pojawia się więcej instytucji, produktów i usług finansowych, co prowadzi do rozwoju systemu finansowego. System finansowy i jego rozwój jest wynikiem realnych wymagań gospodarki, nie zaś czynnikiem determinującym jej funkcjonowanie.

⁵ M. Próchniak, op.cit., s. 306–315; B. Szopa, P. Kawa, J. Kulty, op.cit., s. 23–28; A. Bassanini, S. Scarpetta, P. Hemmings, *Economic growth: The role of policies and institutions. Panel data evidence from OECD countries*, OECD Economics Department Working Papers 2001, nr 283, s. 7–9.

⁶ Y.K. Al-Yousif, *Financial development and economic growth. Another look at the evidence from developing countries*, „Review of Financial Economics” 2002, Vol. 11, nr 2, s. 132–133.

Zgodnie z trzecim poglądem rozwój finansowy i wzrost gospodarczy są wzajemnie zależne, czyli występuje dwukierunkowa zależność przyczynowo-skutkowa⁷.

W końcu zgodnie z czwartym poglądem, pierwotnie wysuniętym przez R. Lucasa, rozwój finansowy i wzrost gospodarczy nie są powiązane zależnością przyczynowo-skutkową, a – jak twierdził R. Lucas – ekonomiści niewłaściwie przykładają nadmierną wagę do roli czynników finansowych we wzroście gospodarczym.

W literaturze najbardziej rozbudowany został pierwszy ze wspomnianych nurtów⁸. Za wczesnych wybitnych kontynuatorów szumpeteriańskiego punktu widzenia na temat systemu finansowego i wzrostu gospodarczego można uznać J.G. Gurleya i E.S. Shawa, R.W. Goldsmitha, J.R. Hicksa. W swoich pracach twierdzili, że rozwój systemu finansowego jest bardzo istotny, wręcz kluczowy w stymulowaniu wzrostu gospodarczego, zaś niewystarczająco rozwinięty system finansowy hamuje wzrost gospodarczy.

W latach siedemdziesiątych R.I. McKinnon i E.S. Shaw przyjęli keynesowski punkt widzenia w analizowaniu roli pośredników i rynków finansowych w procesie rozwoju gospodarczego. Model pierwszego z nich zakładał, że inwestycje w typowo rozwijającej się gospodarce są w większości samofinansujące się. Biorąc pod uwagę ich „brylowatą” naturę, nie mogą być zrealizowane, jeśli nie została zakumulowana wystarczająca wielkość oszczędności w formie depozytów bankowych. Taką komplementarność pomiędzy kapitałem finansowym a fizycznym określono mianem hipotezy komplementarności (*complementarity hypothesis*). Z drugiej jednak strony, S. Shaw twierdził, że pośrednicy finansowi przez swoją działalność kredytową promują inwestycje i wpływają na wzrost efektów w gospodarce, a istnienie rozwiniętego systemu finansowego ułatwia pośrednictwo pomiędzy oszczędzającymi i inwestorami. Te dwa argumenty sugerują, że zwiększony poziom rozwoju finansowego prowadzi do większego wzrostu efektów wytworzonych w gospodarce.

Wraz z ewolucją teorii wzrostu gospodarczego w latach osiemdziesiątych, na początku lat dziewięćdziesiątych pojawiły się w literaturze bardziej skomplikowane modele rozwoju finansowego, włączające instytucje finansowe do modeli wzrostu endogenicznego. W nurt ten wpisują się prace J. Greenwooda i B. Jovano-

⁷ Szerzej zob. P.O. Demetrides, K.A. Hussein, *Does financial development cause economic growth? Time-series evidence from 16 countries*, „Journal of Development Economics” 1996, Vol. 51, nr 2, s. 387–411; J. Greenwood, B.D. Smith, *Financial markets in development and the development of financial markets*, „Journal of Economic Dynamics and Control” 1997, January, s. 145–181.

⁸ Przegląd historii myśli ekonomicznej w tym zakresie podają za: J.B. Ang, *What are the mechanisms linking financial development and economic growth in Malaysia?*, „Economic Modelling” 2008, nr 25, s. 39–40; R. Levine, *Financial development and economic growth: views and agenda*, „Journal of Economic Literature” 1997, nr 35 (2), s. 688.

vica⁹, V.R. Bencivengi i B.D. Smitha¹⁰, G. Saint-Paula¹¹, R.G. Kinga i R. Levine'a¹², M. Pagano¹³. Z modeli tych wynika, że to rozwój finansowy jest przyczyną wzrostu gospodarczego. Innymi słowy, w duecie rozwój finansowy i wzrost gospodarczy, prym wiedzie rozwój finansowy.

Również w niniejszej pracy przyjmuje się powyższy punkt widzenia. Mając świadomość, iż pomiędzy rozwojem systemu finansowego a wzrostem gospodarczym występują sprzężenia zwrotne, akcentuje się rolę systemu finansowego, działającego na podstawie mechanizmu rynkowego, jako determinantę wzrostu gospodarczego, pomijając szczegółową analizę wpływu wzrostu gospodarczego na rozwój systemu finansowego.

System finansowy może przyczyniać się do wzrostu gospodarczego przez dwa główne kanały. W ramach kanału akumulacji kapitału może zwiększać stopę oszczędności prywatnych lub udział oszczędności alokowanych w inwestycje i stąd też stopę inwestycji oraz ułatwiać napływ inwestycji zagranicznych, zwłaszcza bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Drugi kanał dotyczy produktywności czynników wytwórczych. System finansowy podnosi efektywność alokacji kapitału i przez to marginalną produktywność kapitału. Poza tym, zakładając, iż system finansowy minimalizuje takie zjawiska jak racjonowanie kredytu, można go traktować jako jeden z czynników sprzyjających rozprzestrzenianiu się wiedzy technicznej i innowacjom¹⁴.

Powyższe kanały wynikają z faktu redukcji kosztów transakcyjnych i informacyjnych w gospodarce w efekcie rosnącej dostępności instrumentów, instytucji i rynków finansowych. Istnienie tych kosztów wynika z niedopasowania struktury popytu i podaży środków finansowych (terminów lub kwot) bezpośrednio pomiędzy podmiotami sfery realnej gospodarki oraz z powszechnie występującej w życiu gospodarczym asymetrii informacji. Konsekwencją ich istnienia jest konieczność poświęcania zasobów, w tym czasu, na pozyskanie informacji odnośnie potencjalnej drugiej strony transakcji i jej oferty oraz na przeprowadzenie transakcji, monitorowanie i egzekwowanie realizacji warunków zawartej umowy. Zadania te przejmuje system finansowy. Można wręcz stwierdzić, iż w świecie bez kosztów informacyjnych czy transakcyjnych nie byłoby potrzeby istnienia

⁹ J. Greenwood, B. Jovanovic, *Financial development, growth, and the distribution of income*, „Journal of Political Economy” 1990, nr 98, s. 1076–1107.

¹⁰ V.R. Bencivenga, B.D. Smith, *Financial intermediation and endogenous growth*, „Review of Economic Studies” 1991, nr 58, s. 195–209.

¹¹ G. Saint-Paul, *Technological choice, financial markets and economic development*, „European Economic Review” 1992, nr 36, s. 763–781.

¹² R.G. King, R. Levine, *Finance, entrepreneurship, and growth: theory and evidence*, „Journal of Monetary Economics” 1993, nr 32, s. 513–542.

¹³ M. Pagano, *Financial markets and growth: an overview*, „European Economic Review” 1993, nr 37, s. 613–622.

¹⁴ B. Szopa, M.A. Dąbrowski, P. Kawa, op.cit., s. 35.

systemu finansowego¹⁵. Różnice w tym, jak dobrze systemy finansowe redukują te koszty, wpływają na stopę oszczędności, decyzje inwestycyjne, innowacje technologiczne i długookresowe tempo wzrostu gospodarczego¹⁶.

Dobrze rozwinięte systemy finansowe przyczyniają się do redukcji wspominanych kosztów poprzez realizację szeregu funkcji na rzecz podmiotów gospodarczych. System finansowy ułatwia zarządzanie ryzykiem (dywersyfikowanie ryzyka, zabezpieczanie się przed nim), alokuje zasoby (zapewnia transfer zasobów w czasie i przestrzeni), monitoruje menedżerów i wykonuje kontrolę korporacyjną, mobilizuje oszczędności i ułatwia wymianę dóbr i usług poprzez dostarczanie sposobów rozliczania i dokonywania płatności¹⁷. Tym sposobem system finansowy wypełnia swoją główną funkcję, a mianowicie umożliwia alokację zasobów w przestrzeni i w czasie w warunkach niepewności.

Mechanizm transmisji w kierunku wzrostu gospodarczego zależy od efektywności realizacji poszczególnych funkcji systemu finansowego, które mogą oddziaływać na wzrost gospodarczy przez dwa kanały: akumulację kapitału i innowacje technologiczne (zmianę całkowitej produktywności czynników wytwórczych) (rysunek 1).

Kanał akumulacji kapitału jest akcentowany w modelach wzrostu gospodarczego, wykorzystujących efekty zewnętrzne w zakresie kapitału lub dobra kapitałowe wytwarzane przy stałych efektach skali bez wykorzystywania czynników nieodnawialnych (P. Romer, R. Lucas, S. Rebelo). System finansowy wpływa na tempo tworzenia (akumulację) kapitału albo przez zmianę stopy oszczędności, albo przez realokację oszczędności pomiędzy różne technologie wytwarzające kapitał¹⁸.

Na kanał innowacji technologicznych, tj. sprzyjanie wdrażaniu nowych technologii, rozwojowi przemysłów bazujących na wiedzy zwraca się uwagę w modelach wzrostu gospodarczego koncentrujących się na wynalazkach nowych procesów produkcji i dóbr (P. Romer, G. Grossman i E. Helman, P. Aghion i P. Howitt). Funkcje spełniane przez system finansowy wpływają wówczas na wzrost przez zmianę tempa innowacji technologicznych¹⁹.

Sposób, w jaki system finansowy spełnia swoje funkcje, zależy częściowo od warunków, w jakich funkcjonuje, włączając regulacje rynków finansowych i unormowania praw akcjonariuszy i wierzycieli w sytuacji bankructwa. Prawa te dostarczają pewnych ram dla relacji pomiędzy menedżerami a posiadaczami roszczeń w stosunku do firmy (czy to w formie długu, czy kapitału własnego), jak również pomiędzy poszczególnymi grupami interesariuszy.

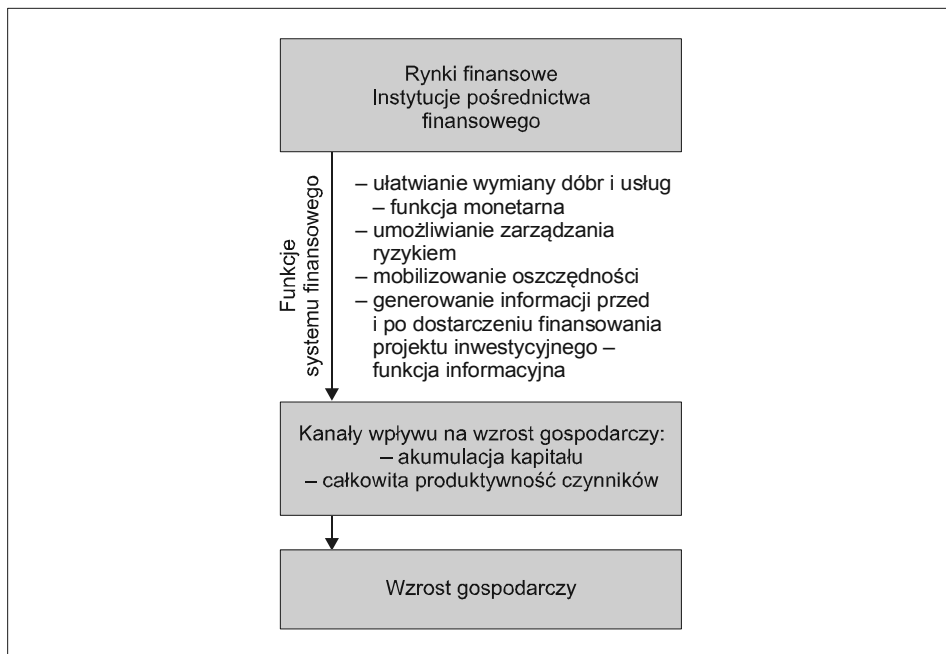
¹⁵ R. Levine, *Financial...*, s. 690.

¹⁶ Ibidem, s. 689.

¹⁷ Por. M. Pagano, op.cit., s. 613–622; R. Levine, *Financial...*, s. 688–726, *System finansowy...*, s. 20–22; Z. Bodie, R.C. Merton, op.cit., s. 53–65.

¹⁸ R. Levine, *Financial...*, s. 691.

¹⁹ Ibidem.

Rysunek 1. Schemat analizy wpływu systemu finansowego na wzrost gospodarczy

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: R. Levine, *Financial development and economic growth: views and agenda*, „Journal of Economic Literature” 1997, nr 35 (2), s. 691; P. Karaś, *Ewolucja postrzegania roli systemu finansowego w badaniach wzrostu gospodarczego*, [w:] *Problemy rozwoju rynku finansowego w aspekcie wzrostu gospodarczego*, pod red. P. Karpusia, J. Węclawskiego, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin 2007, s. 31.

Prawa akcjonariuszy, skutkujące koncentracją własności, mogą przyczyniać się do eliminowania problemu agencji. Jednocześnie jednak mogą prowadzić do mało płynnych rynków giełdowych i w efekcie mniejszych możliwości dywersyfikacji ryzyka i większych problemów z finansowaniem ryzykownych projektów. Ponadto jeśli pewni akcjonariusze posiadają pakiet kontrolny lub sprawują realną kontrolę, mogą pojawić się konflikty pomiędzy słabszymi akcjonariuszami a blokiem akcjonariuszy posiadających kontrolę. Perspektywa wystąpienia tego typu konfliktów może redukować zachęty do inwestowania w akcje i w konsekwencji rolę giełdowego rynku akcji w mobilizowaniu oszczędności. Z drugiej strony, prawo gwarantujące silną ochronę akcjonariuszy mniejszościowych może sprzyjać płynnym rynkom giełdowym akcji i możliwości dywersyfikacji ryzyka, ale jednocześnie pozostawia posiadaczy akcji ze słabymi bodźcami do monitorowania swojej inwestycji²⁰.

²⁰ M. Leahy e.a., *Contributions of financial systems to growth in OECD countries*, OECD Economics Department Working Papers 2001, nr 280, s. 7.

Jakość ochrony praw kredytodawców i prawa regulującego upadłość wiążą się z podobną dwuznacznością. Z jednej strony surowe prawo upadłościowe może wpłynąć na podejmowanie bardziej efektywnych decyzji przez menedżerów, chcących zachować swoje stanowiska. Z drugiej strony, uwzględniając awersję menedżerów do ryzyka, można stwierdzić, iż lepsze efekty będą oni uzyskiwać w sytuacji ograniczonej zmienności swoich dochodów, a silne prawa wierzycieli mogą wpłynąć na ograniczenie bodźców do realizacji bardziej ryzykownych projektów inwestycyjnych, oferujących wyższą stopę zwrotu. Konsekwencją tego może być mniejsza ilość wdrażanych innowacji i wolniejszy długoterminowy wzrost gospodarczy.

Wskazuje się, iż rozwój finansowy może wpływać negatywnie na wzrost gospodarczy. Szczególnie rozwój finansowy, poprzez lepszą alokację zasobów i stąd też większą stopę zwrotu z oszczędności, może obniżyć stopę oszczędności. W takiej sytuacji, jeśli występuje wystarczająco dużo efektów zewnętrznych związanych z oszczędnościami i inwestycjami, rozwój finansowy spowalnia długookresowy wzrost gospodarczy²¹.

System finansowy jest kształtowany przez rozwój sektora niefinansowego, a tempo wzrostu i poziom rozwoju gospodarczego można uznać za determinantę rozwoju sektora finansowego. Technologiczne innowacje, rodzaje polityki dotyczące sektora niefinansowego, instytucje i wzrost gospodarczy same w sobie wpływają na jakość usług finansowych i strukturę systemu finansowego. System prawny bezpośrednio oddziałuje na system finansowy. Otoczenie społeczne, rozumiane jako zachowania podmiotów sfery realnej (głównie przedsiębiorstw i gospodarstw domowych), wyznacza tzw. społeczne fundamenty systemu finansowego, do których zalicza się: zwyczaje związane z finansowaniem i oszczędzaniem, preferencje w zakresie metod zaspokajania potrzeb finansowych, skłonność do podejmowania ryzyka oraz kapitał ludzki²². Koniunktura gospodarcza wpływa na poziom dochodów ludności, co z kolei determinuje popyt na usługi sektora finansowego w zakresie lokowania oszczędności. Niski poziom rozwoju gospodarczego z reguły jest też związany z relatywnie mało zaawansowaną technologią produkcji, co z kolei wiąże się z występowaniem innych rodzajów ryzyka w porównaniu do bardziej skomplikowanych i rozwiniętych systemów gospodarczych. Brak potrzeby zabezpieczania się przed szeroką gamą ryzyka oznacza ograniczenie przesłanek rozwoju systemu finansowego.

Zwraca się uwagę, iż współczesny system finansowy w największym stopniu kształtują procesy liberalizacji i deregulacji, postęp techniczny oraz procesy integracyjne i globalizacja, które silniej oddziałują bezpośrednio i pośrednio na

²¹ Szerzej zob. T. Beck, R. Levine, *Stock markets, banks, and growth: Panel evidence*, „Journal of Banking & Finance” 2004, nr 28, s. 423–442.

²² A. Matysek-Jędrych, *Struktura i modele systemu finansowego*, „Bank i Kredyt” 2007, nr 11–12, s. 90.

rozwój rynku finansowego niż banków²³. Liberalizacja przyczynia się do poprawy funkcjonowania systemu finansowego w wyniku zwiększenia dostępności środków finansowych i możliwości wyboru źródeł finansowania oraz dzięki możliwości dywersyfikacji ryzyka pomiędzy różnymi krajami. Jak wynika z badań, w szczególności ze względu na presję konkurencyjną ze strony banków zagranicznych, liberalizacja pozwoliła zwiększyć efektywność działania banków. Jednocześnie jakościowe zmiany na rynku związane z liberalizacją, takie jak: zwiększanie dostępności do wiarygodnych informacji, przyczyniają się do rozwoju rynku kapitałowego²⁴.

Postęp w dziedzinie technologii i technik teleinformatycznych wskazywany jest jako fundamentalny czynnik przeobrażeń systemów finansowych. Jego wpływ na system finansowy uwidacznia się w obniżce kosztów transakcyjnych oraz redukcji zjawiska asymetrii informacji wskutek zwiększenia dostępności informacji i łatwości jej gromadzenia. Przyczyniło się to do zwiększenia konkurencji między instytucjami finansowymi oraz efektywności ich działania. Jednocześnie zwraca się uwagę, iż postęp techniczny i związane z nim innowacje finansowe są jednym z głównych czynników rozwoju płynnych rynków finansowych²⁵.

Globalizacja finansowa, rozumiana jako proces nasilających się globalnych powiązań poprzez międzynarodowe przepływy kapitału, przyczyniła się do poprawy warunków funkcjonowania instytucji i rynków finansowych, między innymi do rozwoju *corporate governance*. Bezpośrednią jej konsekwencją jest wzrost wartości międzynarodowych przepływów finansowych, co oznacza zwiększenie mobilności oszczędności oraz większy transfer ryzyka.

Efektem działania wyżej wymienionych czynników jest, zauważalna w badaniach empirycznych²⁶, ewolucja systemów finansowych w kierunku systemu opartego na mechanizmach rynku, z dominującą rolą rynków finansowych.

1.1.2. Struktura systemu finansowego a funkcjonowanie gospodarki

Struktura systemu finansowego to mieszanka umów finansowych, rynków i instytucji. Większość krajów ma zarówno rynki finansowe, jak i banki. Różne struktury systemów finansowych ujawniają się w różnych podziałach aktywno-

²³ Zob. A. Matysek-Jędrzych, *Współczesne przeobrażenia systemu finansowego i ich konsekwencje*, „Bank i Kredyt” 2008, nr 1, s. 34–60; J. Socha, op.cit., s. 25–30.

²⁴ R. Levine, S. Zervos, *Capital control liberalization and stock market development*, Policy Research Working Paper 1996, nr 1622, The World Bank, Washington D.C., s. 3.

²⁵ J.C. Trichet, *Worldwide tendencies in financial systems*, „BIS Review” 2000, nr 85, s. 1.

²⁶ Zob. m.in. F. Allen, *The design of financial systems and markets*, „Journal of Financial Intermediation” 1999, nr 8, s. 5–7, *Report on financial structures*, ECB, Frankfurt 2002, *World Economic Outlook. Financial Systems and Economic Cycles*, IMF, Washington D.C., September 2006.

ści pomiędzy nimi, głównie w zakresie metod finansowania przedsiębiorstw i władztwa korporacyjnego. Z jednej strony kraje, takie jak USA mają systemy finansowe oparte na rynku (*market-based financial systems*), gdzie rynki akcji odgrywają dominującą rolę jako źródło pozyskania kapitału, a banki są mniej istotne, z drugiej zaś kraje, takie jak Niemcy mają systemy bazujące na bankach (*bank-based financial systems*)²⁷, gdzie instytucje te są głównym kanałem finansowania i głównym partnerem w zarządzaniu firmą.

Opinie na temat wpływu struktury systemu finansowego na funkcjonowanie realnego sektora gospodarki zaczynają się od stwierdzeń, iż zależność ta nie występuje, kończąc na takich, które podkreślają wyższość systemu bazującego na bankach lub rynkach finansowych. Istnieją sprzeczne przewidywania, czy rynki i banki są w stosunku do siebie substytucyjne, czy komplementarne oraz czy i które z nich w większym stopniu wpływają na wzrost gospodarczy. Bezsprzecznie odgrywają one kluczowe role w gospodarce. Problem przewagi jednego z systemów sprowadza się do relatywnej efektywności wypełniania tych wspólnych funkcji.

Struktura systemu finansowego może być ważna co najmniej z trzech powodów: efektywności, stabilności finansowej oraz kanałów transmisji polityki monetarnej²⁸.

Efektywność systemu finansowego określa, jak dobrze spełnia on funkcję alokacji zasobów, czyli jak efektywnie następuje przepływ środków pieniężnych pomiędzy podmiotami nadwyżkowymi a deficytowymi, co w znacznej mierze wynika ze sprawności realizacji pozostałych funkcji systemu finansowego.

Historycznie stabilność finansowa została osiągnięta przez surowe ograniczenia cech efektywności systemu finansowego. Liberalizacja finansowa, mająca na celu poprawę efektywności, doprowadziła do ponownego pojawienia się problemu braku stabilności. Kryzysy bankowe, walutowe, bańki spekulacyjne i krachy giełdowe oraz przenoszenie tych zjawisk między krajami wywołały dyskusję na temat związku pomiędzy strukturą systemu finansowego a tymi zjawiskami.

Struktura systemu finansowego może być także istotna w determinowaniu kanałów transmisji polityki monetarnej. Zgodnie z neoklasycznymi teoriami, bazującymi na doskonałych rynkach kapitałowych, stopy procentowe wpływają głównie na konsumpcję i inwestycje. W obliczu niedoskonałych rynków kapitałowych efekty polityki monetarnej zależą także od dostępu podmiotów do finansowania. To zaś, w jaki sposób środki finansowe są pozyskiwane, zależy przede wszystkim od struktury systemu finansowego.

²⁷ Systemy te określane są również odpowiednio jako system anglosaski, angloamerykański lub rynkowy oraz kontynentalny, reński, niemiecko-japoński lub bankowo zorientowany.

²⁸ F. Allen, M.K.F. Chui, A. Maddaloni, *Financial systems in Europe, USA and Asia*, „Oxford Review of Economic Policy” 2004, Vol. 20, nr 4, s. 490–508.

Debatę na temat wpływu struktury finansowej na wzrost gospodarczy można podzielić na cztery główne nurty: pogląd podkreślający główną rolę banków (*bank-based view*), rynków finansowych (*market-based view*), usług finansowych jako całości (*financial services view*) i łączący zagadnienia z zakresu prawa i finansów (*law and finance view*)²⁹.

Zwolennicy głównej roli banków w systemie finansowym podkreślają ich pozytywną rolę w pozyskiwaniu informacji o firmach, zarządzaniu ryzykiem oraz mobilizowaniu kapitału, szczególnie na wczesnych etapach rozwoju gospodarczego i w słabym środowisku instytucjonalnym³⁰. Wysuwane są argumenty, które jednocześnie akcentują wady systemu opartego na rynkach (tabela 1).

Tabela 1. Alokacja zasobów oraz władztwo korporacyjne w modelu anglosaskim i kontynentalnym

Kryterium porównania	System anglosaski	System kontynentalny
Główna rola w procesie alokowania zasobów finansowych	rynek finansowy	banki
Metoda finansowania	finansowanie na dystans (<i>arm's length finance</i>), tj. transakcja przebiega między dwoma niepowiązаныmi podmiotami, wykorzystującymi wyłącznie informację dostępną publicznie i niedysponującymi inną wiedzą o sobie	finansowanie powiązane (<i>relationship finance</i>), tj. długotrwała bezpośrednia relacja między dwoma podmiotami z możliwością bezpośredniego wpływania przez kredytodawcę na zachowanie kredytobiorcy oraz z monopolem kredytobiorcy na danym rynku
Zalety stosowanej metody finansowania	– przejrzystość – dostarczanie informacji (łączenie rozproszonych informacji i jej transmisja do inwestorów) – efektywna wycena – efektywna alokacja ryzyka (liczne instrumenty zarządzania ryzykiem) – wysoka konkurencyjność	– finansowanie oparte na zasadzie współpracy – zarządzanie ryzykiem międzyokresowym, międzysektorowym i płynności – ograniczenie problemu informacji (redukcja kosztów agencji, monitoring w zakresie ryzyka nadużycia) – długoterminowe planowanie
Wady stosowanej metody finansowania	– krótki horyzont czasowy – uzależnienie od mody, trendu – poleganie na opiniach analityków – mała odpowiedzialność menedżerów	– brak przejrzystości – nieefektywna wycena – niska konkurencyjność

²⁹ T. Beck, R. Levine, *Industry growth and capital allocation: does having a market- or bank-based system matter?*, „Journal of Financial Economics” 2002, nr 64 (2), s. 148–149.

³⁰ R. Levine, *Bank-based or market-based financial systems: Which is better?*, „Journal of Financial Intermediation” 2002, Vol. 11, nr 4, s. 398–428.

Ogólna charakterystyka <i>corporate governance</i>	– zorientowanie rynkowe – krótkoterminowe relacje między interesariuszami – konkurowanie interesariuszy	– zorientowanie wewnętrzne – długoterminowe relacje między interesariuszami – współpraca interesariuszy
Główni akcjonariusze	podmioty indywidualne	przedsiębiorstwa, banki
Mechanizm kontroli ze strony akcjonariuszy	– sprzedaż akcji (spadek ceny akcji jako sygnał dla zarządzających) – wrogie przejęcie	– prawo głosu – długoterminowe relacje
Mechanizm kontroli ze strony kredytodawcy	– groźba cofnięcia decyzji kredytowej	– monitoring ze strony banków – posiadanie udziałów przez bank
Posiadanie akcji przez zarządzających	powszechne (szczególnie w przedsiębiorstwach notowanych na giełdzie)	ograniczone (wyjątek to firmy z podmiotem indywidualnym jako większościowym właścicielem)
Charakterystyka regulacji	– zakaz posiadania akcji przez banki – ograniczone prawo wzajemnego posiadania akcji – wsparcie rozwoju rynku kapitałowego	– dopuszczalne posiadanie akcji przez banki – dozwolone wzajemne posiadanie akcji – przeszkoda w rozwoju rynku kapitałowego

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: A. Matyszek-Jędrzych, *Struktura i modele systemu finansowego*, „Bank i Kredyt” 2007, nr 11–12, s. 92–93, 95–96, 98.

Zwolennicy systemu opartego na rynkach podkreślają natomiast pozytywną rolę giełd oraz ich komparatywną przewagę nad bankami. Płynne rynki finansowe redukują ryzyko inwestycyjne i umożliwiają jego dywersyfikację. Co prawda w systemie anglosaskim inwestorzy są bardziej narażeni na ryzyko rynkowe i związane z wahaniami wartości aktywów, jednakże istnienie licznych i zróżnicowanych instrumentów finansowych umożliwia międzysektorowe dzielenie ryzyka na poziomie indywidualnego inwestora. Towarzyszy temu lepszy dostęp firm do finansowania. Rynki finansowe ułatwiają pozyskanie informacji i służą jako narzędzie ładu korporacyjnego. Poza tym inwestorzy na rynkach finansowych chętniej niż banki podejmują ryzyko inwestowania w nowe branże. Rynki są bardziej niż banki „zorientowane na przyszłość”³¹. Inwestorów na rynku interesują perspektywy rozwoju spółek, a banki interesuje w większym stopniu bieżąca sytuacja firm i ich bieżąca zdolność do spłaty zaciągniętych kredytów. Dodatkowo biorą pod uwagę nie tylko efektywność firm, ale również ich zdolność do przedstawienia odpowiedniego zastawu.

Jednocześnie twierdzi się, że silne banki często hamują innowacje przez przechwytywanie informacyjnych rent i ochronę firm będących w bliskiej relacji z bankiem przed konkurencją oraz wykazują skłonność do finansowania konserwatywnych inwestycji. Przeciwnie, konkurencyjny rynek odgrywa pozytyw-

³¹ A. Sławiński, op.cit., s. 12.

na rolę w agregowaniu chaotycznych sygnałów informacyjnych i efektywnym transmitowaniu ich do inwestorów, z pozytywnymi implikacjami dla finansowania firm. Rynki łagodzą zatem nieefektywną siłę monopolistyczną banków oraz, poprzez swoją konkurencyjną naturę, sprzyjają innowacjom, wspierają badania i rozwój oraz bazujące na nich branże³².

Zgodnie z poglądem usług finansowych dychotomiczne podejście do systemu finansowego jest nieadekwatne. Celem funkcjonowania zarówno banków, jak i rynków finansowych jest finansowanie inwestycji, egzekwowanie kontroli korporacyjnej, ułatwianie zarządzania ryzykiem, zapewnianie płynności i mobilizacja oszczędności. Pierwszoplanową kwestią jest zdolność systemu finansowego jako całości do świadczenia tych usług, nie zaś to, czy realizują je głównie banki, czy giełda. Banki i rynki są komplementarne w dostarczaniu usług finansowych i żadne z nich w tym zakresie nie ma przewagi. Architektura finansowa nie ma więc wpływu na realną gospodarkę.

Zwolennicy analiz łączących zagadnienia z zakresu prawa i finansów akcentują rolę systemu prawnego w determinowaniu poziomu rozwoju finansowego oraz kreowaniu systemu finansowego promującego wzrost gospodarczy. Według nich to ogólny poziom i jakość usług finansowych, determinowanych przez system prawny, poprawia efektywną alokację zasobów i wzrost gospodarczy. System prawny, który chroni inwestorów zewnętrznych przez efektywne egzekwowanie umów, wspiera rozwój finansowy. Uwarunkowania prawne, w tym regulacje finansowe, są czynnikiem kluczowym dla rozwoju zarówno banków, jak i rynków finansowych. Dobre środowisko prawne jest szczególnie niezbędne dla istnienia dużych rynków finansowych. niesprawność w tym zakresie skutkuje bowiem wysokim poziomem koncentracji własności, niską dostępnością zewnętrznego finansowania kapitałem własnym, małym rynkiem akcji i długu³³.

Zgodnie z podejściem łączącym oba wyżej wymienione poglądy, architektura systemu finansowego może mieć znaczenie, gdyż banki lub rynki mogą mieć komparatywną przewagę w dostarczaniu poszczególnych usług finansowych zależnie od gospodarki i środowiska kontraktowego kraju. Perspektywa ta bazuje na różnicach w rodzaju usług świadczonych przez banki i rynki. W szczególności, kluczowym atrybutem rynków finansowych jest dostarczanie informacji, za pośrednictwem kształtowanych na rynku cen równowagi, możliwych do wykorzystania przy podejmowaniu decyzji przez przedsiębiorstwa. Jest to funkcja informacji zwrotnej rynku (*information feedback function*)³⁴. Zestaw informacji dostępnej menedżerom przy podejmowaniu realnych decyzji nie obejmuje bo-

³² Szerzej zob. T. Beck, R. Levine, *Stock...*, s. 423–442.

³³ B. Scholtens, *Financial regulation and financial system architecture in Central Europe*, „Journal of Banking & Finance” 2000, nr 24, s. 525–553.

³⁴ S. Tadesse, *Financial architecture and economic performance: International evidence*, „Journal of Financial Intermediation” 2002, nr 11, s. 430–431.

wiem wszystkich informacji niezbędnych do jej optymalizacji. Relatywna przewaga systemu finansowego opartego na rynkach zależy więc od tego, jak efektywnie rynki spełniają tę funkcję (argument strony podaży) i wartości informacji rynkowej dla podejmowania decyzji w firmach (argument strony popytu).

Od strony podaży relatywna przewaga rynków nad bankami zależy od efektywności spełniania przez rynki funkcji informacji zwrotnej. Funkcjonowanie rynków bazuje na umowach i ich prawnej egzekwowalności. Tak więc słaby system prawny i infrastruktura instytucjonalna hamuje wypełnianie przez rynek tej funkcji. W tych warunkach system bazujący na bankach jest bardziej efektywny. Stąd systemy bazujące na rynkach będą funkcjonowały lepiej w państwach, gdzie istnieje silne środowisko kontraktowe, w przeciwnej sytuacji lepsze będą banki.

Od strony popytu można oczekiwać przewagi systemu bazującego na rynkach w sytuacjach, gdy informacja zwrotna jest szczególnie przydatna dla firm. Im bardziej złożona technologia i z im większą częstotliwością pojawiają się nowe informacje, tym mniej kompletna będzie informacja kierownictwa, zasady optymalnych decyzji będą trudne do sformułowania i mały będzie konsensus co do tego, jak firma powinna funkcjonować. W takiej sytuacji kapitał będzie alokowany na rynku finansowym. Jednakże informacja generowana na rynku nie zawsze jest postrzegana jako użyteczna, np. ze względu na wysokie ryzyko zmiany zachowania (*moral hazard*). Im większy jest problem zmiany zachowań w gospodarce, tym niższa wartość informacji rynkowej i mniejszy jej wpływ na realne decyzje. W tych warunkach bardziej odpowiedni byłby system bazujący na bankach. Banki skuteczniej radzą sobie bowiem z problemem zmiany zachowań związanych ze zniekształcaniem wyborów inwestycyjnych firm po udzieleniu kredytu.

1.1.3. Mechanizmy transmisji wpływu systemu finansowego na sferę realną gospodarki – przegląd badań empirycznych

Analizy empiryczne dotyczące rozwoju sektora finansowego i wzrostu gospodarczego w znacznej mierze skupiają się na badaniu, czy rozwój systemu finansowego odgrywa pozytywną rolę w stymulowaniu wzrostu gospodarczego oraz na określaniu kierunku zależności przyczynowo-skutkowej pomiędzy tymi dwiema zmiennymi. Stosunkowo zaś mało analiz dotyczy mechanizmów łączących te zmienne.

Wyniki badań w znacznym stopniu popierają pogląd podaży usług finansowych³⁵. Stwierdzono, że pomiędzy miarami rozwoju systemu finansowego a real-

³⁵ Zob. np. V.R. Bencivenga, B.D. Smith, op.cit., s. 195–209; J. Greenwood, B. Jovanovic, op.cit., s. 1076–1107; A.V. Thakor, *The design of financial systems: an overview*, „Journal of Banking & Finance” 1996, nr 20, s. 917–948.