

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

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 gospodarkach 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 częściowym 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 szeregow 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

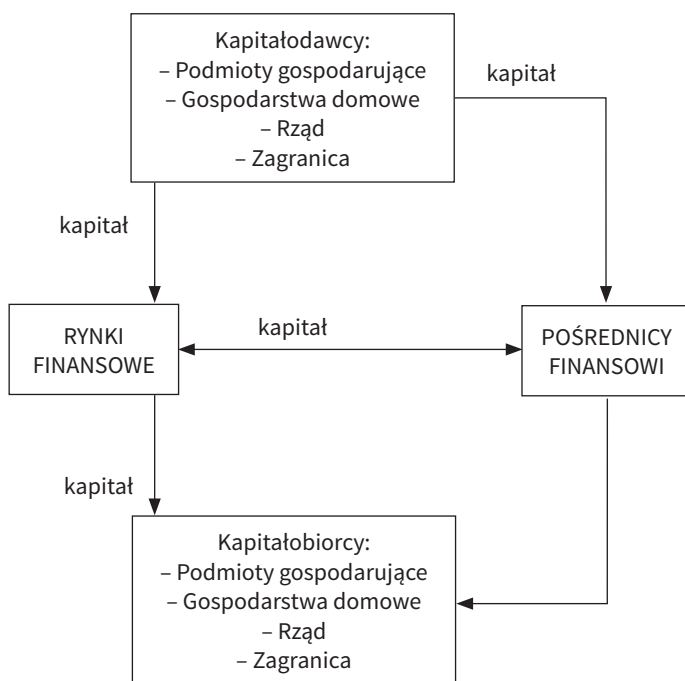
2 *Ibidem*, s. 17.

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 współdziałania 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.