

# System finansowy – definicja i funkcje\*

## Financial System – Definition and Functions

*Anna Matysek-Jędrych\*\**

pierwsza wersja: 22 czerwca 2007 r., ostateczna wersja: 8 listopada 2007 r., akceptacja: 19 grudnia 2007 r.

### Streszczenie

Niniejszy artykuł otwiera cykl poświęcony problematyce systemu finansowego i jego współczesnej ewolucji. Celem artykułów jest przegląd i systematyzacja podstawowych zagadnień związanych z tą tematyką. Z problematyki systemu finansowego wybrano najważniejsze zagadnienia, bez których znajomości niemożliwe jest prowadzenie badań tej tematyki. Układ artykułów odzwierciedla ich przeglądowy charakter. Pierwszy artykuł poświęcono zagadnieniom definiowania oraz funkcji systemu finansowego. W drugim artykule zostaną omówione dyskusyjne zagadnienia odnoszące się do struktury systemu finansowego oraz głównych jego modeli. Przedmiotem trzeciego artykułu będzie analiza współczesnej ewolucji systemu finansowego z punktu widzenia czynników tej ewolucji oraz konsekwencji dla struktury i funkcji współczesnego systemu finansowego.

**Słowa kluczowe:** system finansowy, funkcje systemu finansowego

### Abstract

The article opens up a series of studies devoted to the financial system and its contemporary evolution. The aim of the articles is to review and systematize the most important issues connected with the financial system. The structure of the articles derives directly from their reviewing character. The first article is devoted to the analysis of different approaches to defining the financial system and its functions. The second article discusses the controversial issues concerning the financial system structure and the main financial system models. The third article analyses the main factors of the contemporary financial system evolution and quantitative and qualitative consequences of this process.

**Keywords:** financial system, financial system functions

**JEL:** D02, D23, D52, D53, E44, G10, G20, G34

\* Autorka dziękuje T. Kowalskiemu oraz recenzentom za cenne uwagi i wskazówki pomocne w przygotowaniu artykułu.

\*\* Akademia Ekonomiczna w Poznaniu, Katedra Bankowości, e-mail: anna.jedrych@ae.poznan.pl

## 1. Wstęp

Problematyka systemu finansowego jest obszerna i wielowątkowa, a próby interpretacji samego pojęcia system finansowy napotykać liczne trudności. Niewątpliwie główną przyczyną tych trudności jest brak jednolitej terminologii w zakresie problematyki systemów. Pojęcie system jest jednym z najczęściej stosowanych we współczesnej nauce, powinno zatem być podstawą interdyscyplinarnego języka. Tym bardziej więc zdumiewa występowanie zasadniczych różnic w zakresach semantycznych pojęcia system (Gomółka 1999, s. 19; Mazur 1987, s. 21–29).

Dorobek literatury z dziedziny teorii pieniądza i finansów w odniesieniu do szeroko pojętego analizowania systemu finansowego wydaje się na tyle bogaty i jednocześnie niejednoznaczny, że warto podjąć próbę jego usystematyzowania<sup>1</sup>. W celu zwiększenia przejrzystości i spójności prezentowanych rozważań na wstępie przedstawię najczęściej występujące w najnowszej literaturze sposoby rozumienia pojęcia „system finansowy”. Pozwoli to m.in. na prezentację wybranych definicji systemu finansowego, a jednocześnie na wskazanie zasadniczych różnic. Następnie przybliżę definicję samego określenia system, na tej podstawie zaprezentuję definicję pojęcia system finansowy właściwą dla dalszych rozważań. Warto podkreślić, że w jednym z kolejnych artykułów, poświęconym współczesnym przeobrażeniom systemu finansowego, podejmę próbę uzupełnienia zaproponowanej definicji systemu finansowego cechami będącymi konsekwencją ewolucji systemu finansowego.

Brak jednomyślności w definiowaniu systemu finansowego przyczynił się do formułowania odmiennych opinii na temat szczegółowych charakterystyk systemu finansowego. Dlatego w niniejszym artykule podjęłam próbę zaprezentowania i usystematyzowania dyskusyjnych kwestii związanych z funkcjonalnym aspektem systemu finansowego. Funkcje systemu finansowego będą analizowane w ujęciu zaproponowanym przez R. Mertoną i jego zespół.

W zaproponowanej definicji systemu finansowego sygnalizuję również ważkość zagadnienia struktury systemu finansowego. Z tego względu rozważania na temat systemu finansowego kontynuuję w drugim artykule, traktującym o strukturze oraz głównych modelach systemu finansowego. Dwa pierwsze artykuły stanowią tło analityczne niezbędne do badania problematyki współczesnej ewolucji systemu finansowego, która jest przedmiotem rozważań w artykule trzecim.

<sup>1</sup> Należy podkreślić, że tradycyjna literatura ekonomii pomija pojęcie systemu finansowego, co jest konsekwencją przede wszystkim nieuwzględnienia niedoskonałości rynku w teorii równowagi ogólnej. Zwraca na to uwagę m.in. Hölzl (2003, s. 3).

## 2. Sposoby rozumienia systemu finansowego

Interpretowanie pojęcia system finansowy w literaturze przedmiotu zależy w szczególności od nurtu, w który dany autor (autorzy) wpisuje się, prowadząc rozważania. Na wstępie należy podkreślić, że prezentowane podejścia nie wyczerpują katalogu ujęć problematyki systemu finansowego, jak również nie wykluczają się wzajemnie. Przeciwnie, często zawierają elementy wspólne i wzajemnie się uzupełniają. Można wskazać kilka podstawowych ujęć analitycznych problematyki systemu finansowego (por. tabela 1). Najważniejsze z nich są<sup>2</sup>:

- podejście instytucjonalne (*institutional approach*),
- podejście funkcjonalne wąskie<sup>3</sup>, w szczególności podejście monetarne (*monetary approach*) oraz podejście oparte na pośrednictwie (*intermediation approach*),
- podejście funkcjonalne szerokie (*functional approach*),
- podejście systemowe (*systemic approach*).

Pierwsze z wymienionych ujęć problematyki systemu finansowego jest podejściem opisowym i nie pozwala na prostą kwantyfikację funkcji, struktury czy swoistych cech systemu finansowego (zob. Hubbard 1997). Przeciwnicy tego podejścia wskazują na fakt, że nie powstało ono na gruncie teoretycznych rozważań dotyczących chociażby ekonomicznych funkcji rynków finansowych czy pośredników finansowych. Z tego względu znajduje ono zastosowanie wyłącznie w publikacjach o charakterze poglądowym. Z metodologicznego punktu widzenia podejście to w bardzo szeroki, ewolucyjny sposób opisuje system finansowy, a zatem powstało na gruncie instytucjonalizmu czy też, mówiąc o współczesnych wersjach, neoinstytucjonalizmu (por. Żurawicki 1983; Williamson, Masten 1999; Williamson 2000). Samo określenie podejście instytucjonalne sugeruje bowiem przedmiot analizy, tj. instytucje rozumiane jako występujące w społeczeństwie reguły postępowania czy stworzone przez człowieka ograniczenia kształtujące relacje między ludźmi (North 1990, s. 3). Należy jednak podkreślić, że we współczesnej literaturze dość konsekwentnie wykorzystuje się, wbrew regułom metodologicznym, określenie instytucja finansowa, mówiąc o organizacji finansowej. Taki też zabieg wykorzystano w określeniu podejścia instytucjonalnego.

Kolejne ujęcie problematyki systemu finansowego – podejście monetarne (por. tabela 1), rozpatrywane jest w ramach ujęcia funkcjonalnego wąskiego. Stosuje się je głównie w publikacjach banków centralnych,

<sup>2</sup> Ramy prezentowanej klasyfikacji pochodzą z opracowania Schmidt, Tyrell (2003, s. 5–12).

<sup>3</sup> Proponuję stosowanie określenia podejście funkcjonalne wąskie, aby zasygnalizować, że odnosi się do funkcji systemu finansowego, jednak w ściśle ograniczonym zakresie (tylko do pośredniczenia w finansowaniu oraz transformacji). Jednocześnie podejście to należy odróżnić od podejścia funkcjonalnego szerokiego, w którym analizowane są wszystkie najważniejsze funkcje systemu finansowego.

Tabela 1. *Przegląd ujęć problematyki systemu finansowego*

| Ujęcie analityczne    |                         | Charakterystyka   | Rozumienie systemu finansowego  |
|-----------------------|-------------------------|---|---|
| Instytucjonalne       |                         | Ujmuje system finansowy z punktu widzenia instytucji finansowych, skupiając się na ich opisie oraz klasyfikacji; dodatkowym przedmiotem analiz jest często wybrana cecha instytucji (np. stopień konkurencyjności, ochrona praw inwestora, jakość regulacji finansowych). | System finansowy jako zbiór określonych i zaklasyfikowanych do odrębnych grup instytucji finansowych.   |
| Funkcjonalne wąskie   | Monetarne               | Analizuje system finansowy przede wszystkim w kontekście zaopatrywania gospodarki realnej w pieniądź poprzez system banku centralnego i banków komercyjnych.  | System finansowy jako mechanizm zaopatrywania gospodarki realnej w pieniądź.  |
|                       | Oparte na pośrednictwie | Analizuje system finansowy z punktu widzenia dwóch najważniejszych funkcji, tj. pośredniczenia między podmiotami nadwyżkowymi i deficytowymi oraz transformacji.  | System finansowy jako mechanizm pośredniczenia między podmiotami nadwyżkowymi a podmiotami deficytowymi sfery realnej gospodarki.   |
| Funkcjonalne szerokie |                         | „Kotwicą koncepcyjną” ( <i>conceptual anchor</i> ) prowadzonych analiz systemu finansowego są funkcje systemu. Zwolennicy tego podejścia przekonują o względnej stałości i porównywalności funkcji poszczególnych narodowych systemów finansowych.                        | Pojęcie systemu finansowego obejmuje sieć rynków finansowych, pośredników finansowych oraz innych instytucji, dzięki którym realizowane są wszystkie plany finansowe gospodarstw domowych, przedsiębiorstw i rządu. |
| Systemowe             |                         | Analizuje system finansowy pod względem związków między poszczególnymi elementami systemu i wpływu tych związków na funkcjonowanie całego systemu finansowego (wykorzystuje koncepcje komplementarności i spójności).   | System finansowy jako uporządkowany zbiór komplementarnych i możliwie spójnych elementów lub podsystemów.   |

Źródło: opracowanie własne.

w których system finansowy postrzegany jest jako mechanizm zaopatrywania gospodarki w pieniądź (Deutsche Bundesbank 1995; NBP 2004). Poglądy zbliżone, choć nieco szersze, jak w wąskim monetarnym ujęciu funkcjonalnym prezentuje w rodzimej literaturze m.in. Polański (1995; 2004). Rozważa on wprowadzenie systemu finansowego jako element systemu ekonomicznego, a szerzej również systemu społecznego, podkreśla jednak cechę wyróżniającą system finansowy. Cecha ta, będąca przesłanką wyodrębnienia systemu finansowego z systemu społecznego, stanowi jednocześnie podstawę definicji systemu finansowego. Według definicji Polańskiego (2004, s. 17) system finansowy jest „(...) *mechanizmem, dzięki któremu świadczy się usługi pozwalające na krążenie siły nabywczej w gospodarce*”. Innymi słowy istnienie systemu finansowego stanowi o możliwości współtworzenia pieniądza przez niefinansowe podmioty gospodarcze oraz możliwości przepływu strumieni pieniężnych między nimi. W przytoczonej definicji systemu finansowego autor akcentuje najważniejszą, w jego opinii, funkcję systemu finansowego, a mianowicie funkcję współtworzenia i przepływu strumieni pieniężnych. Podobny pogląd w rodzimej literaturze prezentuje również Dębski (2005, s. 15).

Za twórców kolejnego podejścia do problematyki systemu finansowego, określanego mianem podejścia opartego na pośrednictwie (*intermediation approach*, por. tabela 1), uznaje się Gurley'a i Shawa (1960). W analizie systemu finansowego wskazali oni na szczególnie rolę systemu finansowego, a mianowicie po-

średnictwo oraz transformację<sup>4</sup>. Według zwolenników tego podejścia analitycznego specyfika sektora finansowego polega właśnie na funkcjach, które on spełnia. Najważniejszymi funkcjami systemu są: pośredniczenie między podmiotami nadwyżkowymi a deficytowymi (Gurley, Shaw 1956) oraz łagodzenie problemów, które uniemożliwiają bądź utrudniają finansowanie bezpośrednie (tj. transformacja kwot, terminu, ryzyka oraz minimalizowanie problemów wynikających z asymetrii informacji). Moim zdaniem, ujęciem analitycznym systemu finansowego jest wyłącznie jego szersza wersja, nieograniczająca się do analizy funkcji spełnianych przez pośredników finansowych, ale uwzględniająca również ekonomiczne funkcje drugiego ogniwa systemu finansowego, którym są rynki finansowe.

Podejście funkcjonalne (zob. tabela 1) powstało na podstawie krytyki podejścia instytucjonalnego i opartego na pośrednictwie (zob. Crane et al. 1995). Twórcy tego ujęcia (w szczególności laureat Nagrody Nobla, R.C. Merton) zarzucają pierwszemu z nich brak możliwości wyjaśnienia zmian zachodzących w strukturze instytucjonalnej. Wobec drugiego podnoszą z kolei zarzut zbyt wąskiego ujmowania funkcji systemu finansowego. Twórcy podejścia funkcjonalnego dążyli do stworzenia możliwie jednolitych ram analitycznych, pozwalających na wyjaśnienie różnic w strukturze instytucjonalnej różnych systemów finansowych, zarówno w ujęciu statycznym, jak i dynamicznym. Prowadzone badania opierają na dwóch zasadniczych przesłankach. Po pierwsze funk-

<sup>4</sup> Janc (2004, s. 4–5) wymienia najważniejsze obszary (przedmioty) poddawane transformacji przez pośredników finansowych: ryzyko, pieniądź – kwota, czas trwania, przestrzeń, waluta.

cje systemu finansowego są bardziej stabilne<sup>5</sup> niż instytucje finansowe. Po drugie, formy instytucjonalne są bezpośrednią konsekwencją funkcji wypełnianych przez system finansowy. Przyjęte założenia pozwoliły autorom na wyodrębnienie pierwszorzędnej funkcji systemu finansowego, którą jest efektywna alokacja zasobów, oraz sześciu głównych funkcji (*core functions*) każdego systemu finansowego (por. rozdział 2.1. artykułu).

Odmienne ujmowanie problematyki systemu finansowego, w szczególności odmienne rozumienie pojęcia system finansowy, proponują twórcy podejścia systemowego (m.in. Schmidt, Tyrell, Hackethal). System finansowy postrzegany jest jako uporządkowany zespół komplementarnych<sup>6</sup> (koncepcja komplementarności – *complementarity*) i możliwie spójnych<sup>7</sup> (koncepcja spójności – *consistency*) elementów. W podejściu systemowym analizuje się system finansowy z punktu widzenia zależności między jego poszczególnymi elementami oraz wpływu tych zależności na funkcjonowanie całego systemu finansowego. Podstawą rozważań jest „bliźniacza koncepcja komplementarności i spójności” elementów systemu finansowego. Twórcy tego podejścia analitycznego wskazują jednocześnie na problemy natury informacyjnej, które uniemożliwiają oszacowanie komplementarności wszystkich elementów systemu finansowego i zależności między nimi<sup>8</sup>.

W świetle dotychczasowej analizy można wskazać na dwie podstawowe grupy podejść do pojęcia systemu finansowego. Główna różnica między nimi polega na odmiennym postrzeganiu głównych elementów systemu finansowego. W definicjach należących do pierwszej grupy uwypukla się aspekty strukturalno-instytucjonalne systemu finansowego. Do tej grupy zaliczyć można w szczególności podejście instytucjonalne oraz podejście systemowe, które pomimo szerokiego ujmowania problematyki systemu finansowego skłania się raczej ku problemom instytucjonalnym i strukturalnym niż funkcjonalnym. W definicjach należących do drugiej grupy całkowicie pomija się różnice instytucjonalne czy strukturalne systemów finansowych, a wyróżniającym się elementem są funkcje systemu finansowego. Głównymi przedstawicielami tego nurtu są twórcy podejścia monetarnego i opartego na pośrednictwie oraz funkcjonalnego szerokiego.

<sup>5</sup> Stabilność funkcji finansowych ujmowana jest zarówno w aspekcie czasowym – zmienność funkcji w czasie – jak i przestrzennym – różnice między funkcjami różnych systemów finansowych; zob. Bodie, Merton (2000, s. 24).

<sup>6</sup> Pojęcie komplementarności elementów systemu finansowego należy rozumieć w kategoriach wzajemnego wzmocniania się elementów systemu w wyniku wzrostu wartości jednego z nich oraz w odniesieniu do uzależnienia „jakości” lub „ekonomicznej wartości” systemu finansowego od wartości spójnych cech systemu finansowego (tj. od dopasowania elementów systemu finansowego); zob. Schmidt et al. (2001, s. 5). Szerzej na temat formalnych metod definiowania i analizowania zjawiska komplementarności zob. Hackethal, Tyrell (1998).

<sup>7</sup> Spójnym systemem finansowym jest taki system, w którym w pełni wykorzystywane są korzyści płynące z komplementarności jego elementów i który osiąga swoje lokalne optimum; zob. Schmidt, Tyrell (2003, s. 11–12).

<sup>8</sup> Autorzy proponują uwzględnianie w analizach tylko najważniejszych elementów systemu finansowego; szerzej zob. Tyrell, Schmidt (2001, s. 469–503); Hackethal, Tyrell (1998).

Odmienne postrzeganie systemu finansowego wynika m.in. z ciągłego dążenia teoretyków do stworzenia jednego podejścia, możliwie spójnego i mającego uniwersalne zastosowanie w badaniu różnych systemów finansowych. Wydaje się, że słabości prezentowanych sposobów rozumienia systemu finansowego mogłyby być przezwyciężone dzięki holistycznemu ujęciu systemu finansowego, w którym połączono by najbardziej wartościowe wątki każdej z omówionych koncepcji.

Wykorzystując aparat pojęciowy ogólnej teorii systemów (Ackoff 1973; Gomółka 1999; Lange 1962; Mynarski 1974) i akceptując wybrane zagadnienia prezentowanych wcześniej dokonań w sferze terminologii, w niniejszym artykule podjęłam próbę zdefiniowania systemu finansowego. Tworzywem do zbudowania definicji systemu finansowego będzie terminologia ogólnej teorii systemów. Według niej systemem jest pewien wyraźnie określony, wewnątrznie uporządkowany i spójny układ elementów (Lange 1962, s. 12; Mynarski 1974, s. 9; Gomółka 1999, s. 26) oraz powiązań między tymi elementami. Każdy system działa w ściśle zdefiniowanym otoczeniu. Poznanie otoczenia jest konieczne m.in. dlatego, że silnie oddziałuje ono na funkcjonowanie samego systemu i jego elementów składowych.

Odwołując się do wprowadzonej terminologii, można stwierdzić, że *system finansowy jest układem wzajemnie powiązanych instytucji finansowych, rynków finansowych oraz elementów infrastruktury systemu finansowego; poprzez ten układ podmioty sfery realnej (przede wszystkim gospodarstwa domowe, przedsiębiorstwa i rząd) mogą pozyskiwać fundusze, inwestować oszczędności oraz zaspokajać pozostałe potrzeby związane z finansową sferą funkcjonowania*<sup>9</sup>.

W definiowaniu przedmiotu badań pomocne jest również wyodrębnienie dwóch segmentów systemu finansowego: rynkowego i publicznego<sup>10</sup>. Zgodnie z terminologią wprowadzoną przez Polańskiego (2004) przedmiotem zainteresowania w zapoczątkowanym cyklu artykułów będzie wyłącznie rynkowy system finansowy. Zaproponowana definicja systemu finansowego akcentuje zarówno jego elementy funkcjonalne, jak i elementy strukturalne; tym samym implikuje układ dalszych rozważań. W niniejszym artykule omówię zagadnienia funkcjonalne systemu finansowego, natomiast w kolejnym przedmiotem badań będzie struktura systemu finansowego oraz wynikające z rozważań strukturalnych dyskusyjne kwestie dotyczące modeli systemu finansowego.

<sup>9</sup> Pojęcie sfery finansowej funkcjonowania podmiotów sfery realnej należy rozumieć jako gospodarke finansową tych podmiotów, tj. wykorzystywanie różnych elementów systemu finansowego do realizacji swoich zadań podstawowych; szerzej zob. Polański (2004, s. 18–19).

<sup>10</sup> Rynkowy system finansowy jest mechanizmem współtworzenia i przepływu środków pieniężnych, działającym dzięki uczestnictwu podmiotów prywatnych (instytucji finansowych). System publiczny jest natomiast mechanizmem zapewniającym współtworzenie i przepływ środków pieniężnych, które umożliwią władzom publicznym dostarczanie dóbr publicznych oraz usług i świadczeń społecznych (Polański 2004, s. 19 i 44).

### 3. Funkcje systemu finansowego

#### 3.1. Uwagi wstępne

Problematyka funkcji systemu finansowego pozostawała przez długi czas poza sferą zainteresowania ekonomistów. Przyczyną takiego stanu rzeczy było m.in. to, że w nauce finansów dominowała teoria neoklasyczna oparta na paradygmacie kompletnych rynków finansowych (*complete financial markets*)<sup>11</sup> oraz racjonalnych zachowań uczestników rynku. Przełomem w tym względzie było zwrócenie uwagi na zagadnienie kosztów transakcyjnych<sup>12</sup> (a zatem uwzględnienie dorobku nowej szkoły instytucjonalnej). Ponadto ważnym elementem było włączenie do analizy kwestii niedoskonałości rynku finansowego, wśród nich zjawiska asymetrii informacji. Identyfikacja tych zagadnień dała w szczególności teoretyczną podstawę funkcjonowania instytucji finansowych (Santomero 1984; Bhattacharya, Thakor 1993; szerzej zob. Gorton, Winton 2002). Drugim, obok nowej ekonomii instytucjonalnej, nurtem, który wpłynął na postrzeganie problematyki systemu finansowego i jego funkcjonowania, jest ekonomia behawioralna (w szczególności finanse behawioralne)<sup>13</sup>.

W artykule szczegółowej diagnozie zostaną poddane wybrane funkcje systemu finansowego wynikające z funkcjonalnego podejścia do tej problematyki, autorstwa Mertona i Bodie (1995, s. 5), a mianowicie:

- 1) zapewnienie sposobów transferu środków ekonomicznych w czasie i przestrzeni,
- 2) zapewnienie skutecznych metod i procedur zarządzania ryzykiem,
- 3) zapewnienie sposobów rozliczania i dokonywania płatności,
- 4) zapewnienie mechanizmów gromadzenia środków (pieniężnych) i dzielenia własności przedsiębiorstw (podział środków na udziały w różnych przedsięwzięciach),
- 5) zapewnienie informacji o cenie, co pozwala na koordynowanie zdecentralizowanego procesu podejmowania decyzji w różnych sektorach gospodarki,
- 6) zapewnienie sposobów pokonywania problemu niedostatku motywacji (*incentive problems*), w sytuacji występowania zjawiska asymetrii informacji.

Przed szczegółową analizą wymienionych sześciu funkcji zasadne wydaje się przybliżenie kilku wybranych z literatury ujęć funkcji systemu finansowego. Pozwoli to spojrzeć na tę problematykę z wielu stron. Brak jedności w odniesieniu do funkcji sys-

temu stanowi m.in. przesłankę występowania zarówno w literaturze, jak i praktyce gospodarczej niejednorodnych poglądów na temat poszczególnych cech systemu finansowego czy kierunku jego ewolucji.

Sposób klasyfikowania funkcji systemu finansowego, będący skutkiem przyjętej definicji systemu finansowego, zaproponował w rodzimej literaturze Polański. Wyróżnił on trzy następujące wzajemnie powiązane grupy (wiązki) funkcji systemu finansowego (Polański 2004, s. 20–22):

- monetarną,
- kapitałowo-redystrybucyjną,
- kontrolną.

Pierwsza z wymienionych funkcji (monetarna) polega na dostarczaniu przez system finansowy podmiotom niefinansowym instrumentu zasadniczego dla właściwego funkcjonowania gospodarki rynkowej, czyli pieniądza. Obejmuje ona dwie kwestie: kreowanie pieniądza oraz mechanizm płatniczy (mechanizm systemu płatniczego). W drugiej wiązce zadań, kapitałowo-redystrybucyjnej, autor traktuje system finansowy w kategoriach mechanizmu przepływu wolnych środków pieniężnych od podmiotów nimi dysponujących do podmiotów chcących z nich korzystać. Autor postrzega tę funkcję szeroko, zaliczając do niej zarówno przepływy prywatne o charakterze dobrowolnym, jak również przepływy o charakterze wymuszonym w wyniku wykorzystania instrumentów fiskalnych. W ramach trzeciej z analizowanych grup funkcji (tj. funkcji kontrolnej) system finansowy postrzegany jest jako mechanizm sprawowania kontroli nad strumieniami środków pieniężnych, które w przeszłości zostały zainwestowane, pożyczone lub redystrybuowane. Autor utożsamia tę funkcję systemu finansowego nie tylko z kontrolą finansową, ale również z władztwem korporacyjnym (*corporate governance*)<sup>14</sup>, tj. oddziaływaniem na zachowanie i postępowanie podmiotów niefinansowych (por. Stiglitz 1985).

Odmienne postrzeganie systemu finansowego i jego funkcjonalnego aspektu można znaleźć w pracach Stiglitz (1992; 1985). Wskazuje on na osiem, następujących funkcji systemu finansowego (Stiglitz 1992, s. 163):

- transferowanie zasobów kapitału od tych podmiotów, które go posiadają, do tych, które chcą te zasoby wykorzystać,
- gromadzenie kapitału (w jednej puli),
- wybór projektów (pozwalających na zainwestowanie zgromadzonych oszczędności),
- monitorowanie wykorzystania środków,
- zapewnienie realizacji zapisów umowy,
- transferowanie, dzielenie i łączenie (*pooling*) ryzyka,
- dywersyfikowanie (rozumiane również jako oszczędzanie na kosztach transakcyjnych, w tym kosztach informacji),
- umożliwienie przeprowadzenia transakcji.

<sup>11</sup> Paradygmat kompletnych rynków finansowych zakłada istnienie rynków, na których występuje cena równowagi dla każdego składnika aktywów w każdej możliwej sytuacji, zyski instytucji finansowych są na poziomie zerowym i w zasadzie nie występują przesłanki istnienia pośredników finansowych.

<sup>12</sup> Paradygmat kosztów transakcyjnych jest jednym z podstawowych filarów nowej ekonomii instytucjonalnej. Zob. szerzej Williamson (1999; 2000).

<sup>13</sup> Finanse behawioralne są nadal słabo rozpoznany obszarem nauki, szczególnie w ujęciu empirycznym; szerzej zob. Cieślak (2003), Zielenka (2003).

<sup>14</sup> Termin *corporate governance* ma w polskiej literaturze liczne tłumaczenia. W niniejszym artykule będzie stosowane określenie władztwo korporacyjne; szerzej zob. Kozłowski (2007, s. 58).



Levine z kolei słusznie podkreśla, że zwrócenie uwagi na funkcjonalny aspekt systemu finansowego wynika w znacznym stopniu z uwzględnienia w analizach dwóch zagadnień: kosztów transakcyjnych oraz kosztów pozyskiwania i przetwarzania informacji<sup>15</sup>. Sam autor, przyjmując, że pierwszorzędą funkcją systemu finansowego jest alokacja zasobów w czasie i przestrzeni w niepewnym środowisku gospodarczym, wskazuje pięć podstawowych funkcji systemu finansowego, będących pochodną funkcji pierwszorzędnej. Są to mianowicie (Levine 1996, s. 6): dywersyfikowanie i łączenie ryzyka oraz zabezpieczanie się przed nim, alokowanie zasobów, monitorowanie menedżerów i kontrola nad przedsiębiorstwami, mobilizowanie oszczędności, umożliwienie wymiany dóbr i usług.

Odmienne ujęcie funkcji systemu finansowego można znaleźć m.in. w pracach Pietrzaka (1993) oraz Pilbeam (1998). Niezależnie od proponowanych klasyfikacji i nazewnictwa funkcji systemu finansowego należy podkreślić, że dostrzeżenie wielości funkcji i podjęcie szerokich badań w tym zakresie stało się podstawową przyczyną podjęcia dyskusji na temat złożoności zagadnienia funkcjonowania systemu finansowego i znaczenia systemu finansowego dla prawidłowego funkcjonowania gospodarki.

### 3.2. Funkcja transferu zasobów ekonomicznych jako pierwszorzędna funkcja systemu finansowego

Transfer zasobów ekonomicznych od podmiotów nadwyżkowych do podmiotów deficytowych jest uznawany za pierwszorzędą funkcję systemu finansowego (por. Boot, Thakor 1997; Allen, Gale 2001; Hubbard 1997, s. 36–37). W dobrze funkcjonującym systemie finansowym, o poprawnie ukształtowanej strukturze transfer zasobów ekonomicznych bezpośrednio determinuje ich efektywną alokację<sup>16</sup>. Występuje zatem bezpośrednia zależność między efektywnym alokowaniem zasobów przez systemu finansowy a funkcją transferu tych zasobów. System finansowy, wypełniając funkcję transferu, dostarcza mechanizmów przemieszczania zasobów w czasie (*temporal transfer*), w przestrzeni geograficznej oraz pomiędzy różnymi podmiotami.

Funkcja transferu zasobów ekonomicznych najczęściej jest analizowana z punktu widzenia wykorzystywanych w danym systemie finansowym mechanizmów zamiany oszczędności w inwestycje. Przegląd literatury pozwala wyszczególnić co najmniej trzy podejścia do tej problematyki: badanie z punktu

tu widzenia preferencji przedsiębiorstw w zakresie finansowania, badanie uwypuklające zagadnienie preferencji finansowych gospodarstw domowych oraz ujęcie trzecie, w którym problem ujmowany jest z punktu widzenia struktury systemu finansowego. Trzecie ujęcie pozwala bezpośrednio wskazać na relatywną przewagę jednego z mechanizmów transferu zasobów ekonomicznych (opartego na bankach i opartego na rynku finansowym).

Badanie źródeł finansowania przedsiębiorstw w państwach o wysoko rozwiniętej gospodarce kapitalistycznej było m.in. próbą empirycznej weryfikacji hipotezy Gershenkrona, w której wskazano na większą efektywność banków (w opozycji do rynku finansowego) w zakresie gromadzenia oszczędności i alokacji kapitału. Największe uznanie ekonomistów zyskały w tym względzie porównawcze analizy prowadzone przez Mayera (1988; 1990) (a później także innych ekonomistów, opierających się na zaproponowanej przez niego metodologii). Metodologia wykorzystana przez Mayera daje możliwość poznania wzorców finansowania przedsiębiorstw w poszczególnych krajach na podstawie informacji pochodzących z przepływów finansowych. Wnioski płynące z badań samego Mayera, jak również innych ekonomistów (Bertero 1994; Corbett, Jenkinson 1996) wskazują m.in. na pierwszorzędą rolę wewnętrznych źródeł finansowania przedsiębiorstw (tj. samofinansowanie), brak zasadniczych różnic we wzorcach finansowania w poszczególnych krajach<sup>17</sup> oraz relatywnie małe znaczenie rynku finansowego jako kanału finansowania inwestycji. Badania Mayera zaakceptowało wielu ekonomistów, chociaż nie wszyscy. Wśród przeciwników stosowanej metodologii znaleźli się m.in. Hackethal i Schmidt (2004), którzy zaproponowali odmienne podejście metodologiczne, oparte wprawdzie na przepływach finansowych, ale w ujęciu brutto<sup>18</sup>.

Inny wątek w dyskusji nad funkcją transferu zasobów ekonomicznych przez system finansowy stanowią wnioski płynące z badań nad relatywnym znaczeniem rynku finansowego i banków w danym systemie finansowym. Łączą one analizy dotyczące funkcji systemu finansowego oraz jego struktury. W literaturze przedmiotu wskazuje się na dwa podstawowe mechanizmy alokacji finansowej: mechanizm oparty na bankach oraz mechanizm oparty na giełdzie papierów wartościowych (czy szerzej na rynku finansowym). Powszechność występowania któregoś z tych mechanizmów jest jedną z przesłanek wyodrębniania modeli systemu finansowego: systemu opartego na bankach i systemu opartego na rynku kapitałowym.

<sup>15</sup> Levine (1996) wskazuje jednocześnie na nieadekwatność modelu Arrow-Debreu, w którym w wyniku przyjętych przez autorów założeń nie występują racjonalne przesłanki istnienia systemu finansowego.

<sup>16</sup> W ujęciu podręcznikowym znacznie częściej występuje określenie pośrednictwa finansowego (tj. przesyłanie funduszy od podmiotów nadwyżkowych do podmiotów deficytowych). Omawiana w artykule funkcja transferu zasobów ekonomicznych jest pojęciem szerszym, bowiem poza pośrednictwem finansowym uwzględnia również efektywność alokacji finansowej.

<sup>17</sup> Na uwagę zasługuje jednak wyraźnie odmienny wzorzec finansowania działalności gospodarczej w Japonii, w której pierwszorzędnym źródłem finansowania są kredyty bankowe.

<sup>18</sup> Zasadnicza różnica sprowadza się do analizowania przepływów w ujęciu brutto, a nie netto, jak zaproponował Mayer, co pozwala uzyskać odmienne rezultaty; por. Hackethal, Schmidt (2004). Zob. również głos polemiczny w dyskusji Corbett et al. (2004). Szerzej zob. Kozłowski (2007, s. 61–62).

Tabela 2. Znaczenie rynku kapitałowego w systemach finansowych państw grupy G-10 i w Polsce

| Kraj              | Kapitalizacja giełdy (jako % PKB) |       |        |        |        |        |
|-------------------|-----------------------------------|-------|--------|--------|--------|--------|
|                   | 1980                              | 1985  | 1990   | 1995   | 2000   | 2005   |
| Belgia            | 9,78                              | 19,92 | 35,80  | 34,29  | 81,10  | 152,34 |
| Francja           | 8,14                              | 11,28 | 28,17  | 31,48  | 112,44 | 85,15  |
| Holandia          | 16,68                             | 34,01 | 47,66  | 77,41  | 181,34 | 114,05 |
| Japonia           | 29,84                             | 56,72 | 112,20 | 70,02  | 81,62  | 93,76  |
| Kanada            | 40,61                             | 40,25 | 46,86  | 58,82  | 116,91 | 106,59 |
| Niemcy            | 8,62                              | 18,99 | 21,69  | 21,40  | 72,79  | 43,69  |
| Szwajcaria        | 38,28                             | 66,36 | 72,99  | 117,09 | 310,98 | 242,37 |
| Szwecja           | 8,95                              | 29,39 | 43,42  | 62,41  | 147,39 | 110,88 |
| Wielka Brytania   | 33,29                             | 62,66 | 85,16  | 115,83 | 193,03 | 134,73 |
| Włochy            | 4,23                              | 9,84  | 14,56  | 17,84  | 70,03  | 46,37  |
| Stany Zjednoczone | 44,19                             | 50,20 | 57,56  | 81,53  | 163,53 | 134,59 |
| Polska            | ..                                | ..    | 0,20*  | 3,34   | 17,48  | 31,37  |

.. brak danych

\* dane dla 1991 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie Beck, Al-Hussainy (2007) oraz danych GPW w Warszawie i GUS.

W tabelach 2 i 3 zaprezentowano kształtowanie się udziału rynku kapitałowego oraz sektora bankowego w poszczególnych systemach finansowych państw grupy G-10<sup>19</sup> i w Polsce. Należy wskazać przede wszystkim na wyraźne zmniejszenie się skali różnic w rozwoju rynku kapitałowego pomiędzy krajami. W 1980 r. relatywna kapitalizacja giełdy w Kanadzie, Szwajcarii, Wielkiej Brytanii i Stanach Zjednoczonych była kilkakrotnie większa niż w Belgii, Francji, Niemczech, Szwecji czy Włoszech (por. tabela 2). W ciągu ponad 20 lat dysproporcje te znacznie się zmniejszyły, a w 2005 r. tylko giełdy w Niemczech i Włoszech były wy-

rażnie słabiej rozwinięte w porównaniu z pozostałymi państwami grupy G-10. Warto również zwrócić uwagę na kształtowanie się wielkości rynku kapitałowego w Polsce i podkreślić jego dynamiczny rozwój na tle krajów wysoko rozwiniętych.

Analiza danych prezentowanych w tabeli 3 pozwala na wskazanie kilku charakterystycznych tendencji rozwojowych w odniesieniu do sektora bankowego i jego udziału w systemie finansowym. Po pierwsze należy wskazać na dynamicznie rosnącą wartość aktywów sektora bankowego na przełomie minionych dwudziestu pięciu lat. Wyraźnym wyjątkiem w tym względzie są Kanada i Stany Zjednoczone, a zatem kraje mające system finansowy oparty na rynku finansowym (por. tabela 3). Po drugie, w odniesieniu do wielkości sektora bankowego (mierzonej relacją aktywów bankowych do PKB) nie występowały w 1980 r. tak duże dysproporcje między poszczególnymi grupami krajów. Również w 2005 r. wielkość sektora ban-

<sup>19</sup> Grupę 10 tworzą najbardziej uprzemysłowione państwa na świecie, tj. Belgia, Francja, Holandia, Japonia, Kanada, Niemcy, Stany Zjednoczone, Szwajcaria, Szwecja, Wielka Brytania, Włochy. Grupa powstała w 1962 r., kiedy 8 państw członkowskich podpisało Ogólne porozumienie o zaciąganiu Kredytów przez MFW (tzw. GAB), a banki centralne Niemiec i Szwecji zgodziły się na udostępnianie środków finansowych dla MFW w celu pożyczania ich państwom członkowskim. W 1964 r. GAB zostało wzmocnione poprzez udział Szwajcarii. Chociaż nie nastąpiła zmiana nazwy grupy na G-11, to faktycznie Grupę 10 tworzy jedenaście państw. Szerzej zob. Moles, Terry (1999, s. 263).

Tabela 3. Znaczenie sektora bankowego w systemach finansowych państw grupy G-10 i w Polsce

| Kraj              | Aktywa bankowe (jako % PKB) |        |         |        |        |        |
|-------------------|-----------------------------|--------|---------|--------|--------|--------|
|                   | 1980                        | 1985   | 1990    | 1995   | 2000   | 2005   |
| Belgia            | 46,18                       | 57,91  | 68,74   | 150,06 | 130,33 | 103,36 |
| Francja           | 79,11                       | 84,71  | 99,85   | 100,27 | 101,42 | 108,38 |
| Holandia          | 77,18                       | 77,87  | 100,63  | 109,43 | 146,37 | 175,24 |
| Japonia           | 96,67                       | 108,26 | 129,33  | 127,69 | 139,15 | 138,29 |
| Kanada            | 44,91                       | 46,68  | 51,37   | 69,14  | 72,02  | 82,08  |
| Niemcy            | ..                          | ..     | 109,64* | 126,25 | 145,74 | 137,74 |
| Szwajcaria        | 112,48                      | 144,88 | 165,39  | 176,80 | 175,62 | 174,05 |
| Szwecja           | 46,81                       | 48,70  | 63,04   | 44,06  | 47,57  | 114,66 |
| Wielka Brytania   | 48,32                       | 61,14  | 113,82  | 113,06 | 123,70 | 156,58 |
| Włochy            | 71,19                       | 67,26  | 68,97   | 80,55  | 91,50  | 102,04 |
| Stany Zjednoczone | 41,51                       | 42,79  | 42,72   | 40,94  | 43,38  | 41,15  |
| Polska            | ..                          | ..     | 25,40   | 44,29  | 57,56  | 59,64  |

.. brak danych

\* dane dla 1992 r.

\*\* dane dla 1991 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie Beck, Al-Hussainy (2007) oraz danych NBP i GUS.

kowego była podobna we wszystkich państwach z wyjątkiem Stanów Zjednoczonych.

Obserwacja danych prezentowanych w tabelach 2 i 3 pozwala również wnioskować na temat zróżnicowania skali rozwoju systemów państw należących do G-10 i Polski. Na początku okresu badawczego (rok 1991 dla sektora bankowego i dla rynku kapitałowego) występowały wyraźne różnice między stopniem rozwoju systemu finansowego w Polsce i państwach z G-10. Jednak rozwój, który dokonał się w latach 1980–2005, był na tyle silny, że w obu kategoriach można zaobserwować wyraźne zbliżenie się do wartości osiąganych przez najslabiej rozwinięte systemy z krajów G-10, a nawet przekroczenie tych wartości (tj. do Stanów Zjednoczonych w przypadku sektora bankowego i do Niemiec w odniesieniu do rynku kapitałowego). Występują natomiast znaczne rozbieżności w porównaniu ze średnią wartością we wszystkich analizowanych krajach wysoko rozwiniętych (średnie wartości w 2005 r. wynosiły 114,95 dla rynku kapitałowego i 121,23 dla sektora bankowego).

Próbę odpowiedzenia na pytanie, dlaczego w systemie finansowym występują dwa mechanizmy transferu zasobów (oparty na bankach oraz oparty na rynku finansowym), podjęli Boot i Thakor (1997). Badając racjonalne przesłanki współwystępowania banków i rynku finansowego, wskazali na banki jako na źródło finansowania przedsiębiorstw, ze strony których występuje relatywnie wysokie ryzyko nadużycia substytucji aktywów<sup>20</sup>. Z kolei z bezpośredniego finansowania na rynku finansowym korzystają przedsiębiorstwa, w przypadku których istnieje relatywnie niskie ryzyko nadużycia. Autorzy zwracają również uwagę na prawidłowość, zgodnie z którą wraz ze wzrostem złożoności (stopnia skomplikowania) rynku finansowego maleje udział banków w finansowaniu przedsiębiorstw (Boot, Thakor 1997, s. 727).

Niezależnie od podejścia stosowanego w badaniu funkcji transferu zasobów ekonomicznych autorzy zgodnie podkreślają podstawowe znaczenie tej funkcji, zarówno z punktu widzenia przesłanek istnienia systemu finansowego, jak również z punktu widzenia gospodarki danego kraju. Przeprowadzone analizy potwierdzają również tezę Mertona et al. o stabilności funkcji systemu finansowego, zarówno w ujęciu przestrzennym, jak i w czasie.

### 3.3. Pozostałe funkcje systemu finansowego w ujęciu R. Mertona

Funkcja transferu zasobów ekonomicznych i związana z nią efektywna alokacja tych zasobów są podstawą kształtowania pozostałych funkcji systemu finansowego. Wraz z rozwojem systemu zaczęto dostrzegać również inne

jego funkcje, w związku z czym transfer zasobów ekonomicznych można uznać za funkcję pierwotną wobec nich.

Druga z przywołanych przez Mertona i jego współpracowników funkcja systemu finansowego – funkcja zarządzania ryzykiem i dzielenia ryzyka – wynika bezpośrednio z funkcji transferu funduszy. Autorzy wskazują bowiem na dwojaki rodzaj przepływu ryzyka w systemie finansowym. Pierwszy rodzaj odnosi się do powiązanych przepływów funduszy i towarzyszącego funduszom ryzyka (ang. *bundled flow of funds and risks*), drugi natomiast do niezależnych przepływów samego ryzyka.

W tradycyjnej teorii finansów szeroko omawiany jest problem zarządzania ryzykiem i eliminowania skutków jego wystąpienia (zob. np. Arrow 1964, s. 91–96). Jako zasadniczy mechanizm ograniczania ryzyka wskazuje się dywersyfikację. W związku z tym analizie poddaje się wyłącznie funkcję systemu finansowego w zakresie dzielenia ryzyka pomiędzy poszczególne sektory w danym punkcie czasu (*cross-sectional risk sharing*) (Allen, Gale 2000). Podstawowym zarzutem wobec tradycyjnej teorii finansów jest nieuwzględnienie w rozważaniach zabezpieczania się przed ryzykiem, które nie może być przedmiotem dywersyfikacji (*non-diversifiable risk*)<sup>21</sup>. Wysuwając taki zarzut, Allen i Gale (1996; 2001) zaproponowali odmienne podejście do problemu ryzyka. Zwrócili uwagę na możliwość „międzyokresowego wygładzania ryzyka” (*intertemporal smoothing of risk*), które nie może być przedmiotem standardowej dywersyfikacji. Autorzy wskazali dwie strategie zabezpieczenia przed takim ryzykiem: podział ryzyka między pokoleniami (*intergenerational risk-sharing*) oraz akumulację aktywów w celu zmniejszenia wahań konsumpcji w czasie (*asset accumulation*).

Funkcja systemu finansowego w zakresie rozliczania i dokonywania płatności ma wyraźnie techniczny charakter. Do jej realizacji służą przede wszystkim dwa ważne elementy infrastruktury technicznej systemu finansowego, tj. system płatniczy oraz system rozliczeniowy. Rozumienie pojęć system płatniczy i rozliczeniowy zostało ujednolicone m.in. w publikacjach omawiających systemy płatnicze w krajach Unii Europejskiej (tzw. Blue Book) oraz w krajach Grupy G-10 (tzw. Red Book). Zgodnie z tymi definicjami (BIS 2003): „system płatniczy składa się z zespołu instrumentów, procedur bankowych oraz – z reguły – systemu międzybankowego transferu funduszy, które zapewniają krążenie pieniądza”, natomiast „system rozliczeniowy jest systemem służącym do ułatwienia rozliczenia transferu funduszy oraz instrumentów finansowych”.

<sup>20</sup> Autorzy stosują określenie „ryzyko nadużycia substytucji aktywów” (*asset-substitution moral hazard*) dla nazwania problemu inwestowania pożyczonych środków finansowych w bardziej ryzykowne aktywa, niż wynikałoby to z oczekiwań pożyczkodawcy; Boot, Thakor (1997).

<sup>21</sup> Analizując ryzyko, które nie może być przedmiotem dywersyfikacji, autorzy powołują się na szoki naftowe z początku lat 70. ubiegłego wieku. Wskazują na skutki tych szoków i różnice ich oddziaływania na gospodarkę poszczególnych krajów, w szczególności Stanów Zjednoczonych i Niemiec; por. Allen, Gale (1995).



Znaczenie funkcji w zakresie rozliczania i dokonywania płatności systemu finansowego jest nie do przecenienia, biorąc pod uwagę, że niemal każda transakcja gospodarcza wiąże się z określoną formą płatności. Wypełnianie tej funkcji przez system finansowy nie budzi większych kontrowersji. Przedmiotem badań są natomiast metody zwiększenia efektywności i bezpieczeństwa funkcjonowania systemów płatniczych oraz rozliczeniowych. Zagadnieniami szczególnie często omawianymi w literaturze są: konieczność zapewnienia współpracy instytucji nadzorujących poprawne funkcjonowanie krajowych systemów płatniczych i rozliczeniowych<sup>22</sup>, zasady organizacji systemów płatności wysokokwotowych oraz zarządzanie ryzykiem wynikającym z funkcjonowania systemu płatniczego i rozliczeniowego<sup>23</sup>.

System finansowy spełnia również ważną funkcję w zakresie dostarczania informacji o cenie, której znajomość jest niezbędna do podejmowania i koordynowania zdecentralizowanych decyzji w poszczególnych sektorach gospodarki. Takie wąskie rozumienie funkcji informacyjnej systemu finansowego proponuje np. Merton (1990). Znajomość wysokości stóp procentowych i ceny papierów wartościowych wykorzystują gospodarstwa domowe, podejmując decyzje o konsumpcji i oszczędzaniu oraz wybierając formy alokowania zasobów. Informacje te wykorzystywane są również przez przedsiębiorstwa w procesie wyboru projektów inwestycyjnych i źródeł finansowania działalności. Według współczesnej literatury funkcję informacyjną systemu finansowego należałoby ujmować znacznie szerzej, obejmując również wybrane treści analizowane przez zespół Mertona w ramach kolejnej funkcji systemu finansowego (tj. zapewnienie sposobów pokonywania problemu niedostatku motywacji).

W latach 70. i 80. ubiegłego wieku pojawił się nowy wątek w dyskusji nad informacyjną funkcją systemu finansowego. Dostrzeżono bowiem znaczenie systemu finansowego w zakresie pozyskiwania, przetwarzania i monitorowania informacji<sup>24</sup>. W szczególności zmienił się sposób postrzegania instytucji finansowych (pośredników finansowych), które dotychczas traktowano

jako instytucje dokonujące transformacji aktywów oraz zmniejszające koszty transakcyjne (Benston, Smith, Jr. 1976), lub wyłącznie w ujęciu makroekonomicznym, jako „pasywne kanały” polityki pieniężnej<sup>25</sup>. Dostrzeżenie zjawiska asymetrii informacji jako przesłanki istnienia pośredników finansowych przypisuje się Lelandowi i Pyle'owi (1977). Prowadząc rozważania na temat informacyjnej funkcji systemu finansowego (w szczególności instytucji finansowych), wskazali oni dwa problemy związane z pozyskiwaniem informacji, a mianowicie uznanie informacji za dobro publiczne oraz wiarygodność tych informacji. Minimalizowaniu tych problemów, a często wręcz ich eliminacji ma służyć pośrednictwo finansowe.

Kontynuację badań Lelanda i Pyle'a można odnaleźć w pracach m.in. Diamonda (1984) oraz Boyda i Prescottta (1985), którzy w swych hipotezach wskazali przesłanki funkcjonowania pośrednictwa finansowego. Diamond (1984) rozwinął teorię pośrednictwa finansowego, opierając się na minimalizowaniu kosztów monitorowania informacji, co pozwala na rozwiązanie problemu bodźców występującego między stronami transakcji finansowej. W modelu Diamonda pożyczkodawca przekazuje kosztowne zadanie monitorowania pożyczkobiorcy instytucji finansowej (pośrednikowi finansowemu), której z kolei zależy na możliwie największej liczbie klientów (wraz ze wzrostem liczby klientów zmniejszają się koszty pozyskiwania i monitorowania informacji). Diamond analizuje zatem zjawisko asymetrii informacji w ujęciu *ex post*, tj. ryzyko nadużycia.

Boyd i Prescott (1985) również wskazali teoretyczne przesłanki istnienia instytucji finansowych na podstawie występujących na rynku problemów natury informacyjnej. Podstawowym przedmiotem ich zainteresowania jest zjawisko asymetrii informacji w ujęciu *ex ante*, tj. zjawisko negatywnej selekcji. Wskazali jednocześnie pięć cech instytucji finansowych i środowiska, w którym funkcjonują pośrednicy, obrazując funkcje pełnione przez te instytucje w systemie finansowym:

1) pośrednicy finansowi pożyczają środki finansowe od jednej grupy podmiotów, a następnie udostępniają je innej grupie,

2) obie grupy (pożyczkodawców i pożyczkobiorców) są z reguły duże, co pozwala przyjąć założenie o dywersyfikacji bilansu pośredników finansowych,

3) pośrednicy udostępniają środki finansowe pożyczkobiorcom, którzy dysponują lepszymi informacjami od nich samych,

4) pośrednicy finansowi zbierają informacje na temat projektów inwestycyjnych oraz cech przyszłych pożyczkobiorców,

5) informację tą wykorzystują, udostępniając środki i ustalając odmienne warunki dla poszczególnych pożyczkobiorców.

<sup>22</sup> Dyskusje akademickie znalazły odzwierciedlenie m.in. w Raporcie Lamfalussy'ego. Jego autorzy określili zasady niezbędne do poprawnego funkcjonowania systemu rozliczeń międzynarodowych działającego na zasadzie netto oraz wskazali zasady, na których powinna się opierać współpraca banków centralnych nadzorujących działania krajowych systemów rozliczeniowych, BIS (1990).

<sup>23</sup> Por. BIS (2005); szerzej na temat metod dokonywania płatności rozliczeń zob. np. Iwańczuk (2004).

<sup>24</sup> Jedną z przyczyn braku zaawansowania teorii pośrednictwa finansowego było powszechne zaakceptowanie przez świat nauki modelu Arrowa-Debreu, w którym w wyniku przyjętych założeń nie uwzględniono potrzeby występowania pośredników finansowych oraz systemu finansowego (zob. np. Rubinstein 1975; Freixas, Rochet 2007, s. 28–32). Podobnie twierdzeniu Modigliani i Miller zakładają w swoim twierdzeniu, że doskonały rynek kapitałowy umożliwia oddzielenie sfery realnej gospodarki od jej finansowania (a doskonałe poinformowanie uczestników rynku sprawia, że nie ma miejsca na funkcjonowanie pośredników finansowych); por. Modigliani, Miller (1958, s. 261–297).

<sup>25</sup> Zarzut taki jest głównie podnoszony wobec pracy Friedmana i Schwartza (1963).

Boyd i Prescott (1985) wskazują zatem na główną rolę, jaką instytucje finansowe (pośrednicy finansowi) odgrywają w procesie ograniczania zjawiska asymetrii informacji w ujęciu *ex ante*, przyczyniając się do optymalnej alokacji zasobów.

Z przeglądu współczesnej literatury wynika, że różnie znaczenie systemu finansowego. Na szczególną uwagę zasługuje wzrost zainteresowania ekonomistów i polityków gospodarczych funkcjonalnym aspektem systemu finansowego. Znalazło to odzwierciedlenie w wielostronnym analizowaniu funkcji systemu finansowego i jego elementów, identyfikowaniu zagrożeń ze strony źle funkcjonującego systemu czy metod poprawy efektywności i bezpieczeństwa funkcjonowania systemu finansowego.

### 3.4. Znaczenie systemu finansowego dla rozwoju gospodarczego

Analizując funkcje systemu finansowego, należy zwrócić uwagę na jeden z wątków, który pojawił się na początku lat 90. minionego wieku w ramach dyskusji na temat znaczenia systemu finansowego<sup>26</sup> oraz właściwego wyboru modelu systemu finansowego<sup>27</sup>. Szczególnie szeroko analizowany jest wpływ systemu finansowego na dynamikę oraz kierunek rozwoju ekonomicznego kraju (analiza systemu finansowego z punktu widzenia promowania długookresowego wzrostu).

Należy podkreślić, że problematyka ta do niedawna nie była przedmiotem szeroko zakrojonych badań. Wśród nielicznych autorów podejmujących ten wątek warto wspomnieć Bagehota (1873), Schumpetera (1960), Goldsmitha (1969) i McKinnona (1973). Szczególnie mocno uwypuklił ten problem Schumpeter (1960) w swojej teorii rozwoju ekonomicznego, dzięki czemu uznawany jest za intelektualnego prekursora badań nad wpływem rozwoju systemu finansowego, jego struktury i efektywności funkcjonowania na wzrost gospodarczy. Z czasem poglądy Schumpetera i jego następców zyskiwały coraz większą przychylność środowiska ekonomistów, co nie oznaczało jednak konsensusu w tym względzie. Wielu wpływowych ekonomistów (m.in. Robinson 1952; Lucas 1998) przekonywało, że rozwój systemu finansowego<sup>28</sup> jest relatywnie nieistotnym czynnikiem rozwoju ekonomicznego lub że nie można wskazać związków przyczynowo-skutkowych między obiema kategoriami.

Przełom w badaniach nad zagadnieniem wpływu rozwoju finansowego na wzrost gospodarczy stanowił koniec lat 90. XX w. Wcześniej w teorii dominował pogląd o silnym wpływie wzrostu gospodarczego na roz-

wój systemu finansowego. Dopiero na początku XXI w. zwrócono większą uwagę na możliwość występowania związku przyczynowo-skutkowego pomiędzy rozwojem systemu finansowego a rozwojem gospodarczym (Levine 2003; Beck et al. 2000; Khan, Abdelhak 2000).

Niezależnie od zarzutów, kierowanych w szczególności wobec metodologii prowadzonych badań<sup>29</sup>, warto wskazać na kilka głównych argumentów w dyskusji na temat związku między rozwojem finansowym i gospodarczym kraju. Argumenty te stanowią jednocześnie zestawienie wyników prowadzonych badań empirycznych:

- system finansowy pozwala mobilizować oszczędności, zapewniając szeroki dostęp do zróżnicowanych form oszczędzania,
- system finansowy pozwala na bardziej efektywną alokację pozyskanych oszczędności (m.in. dzięki specjalistycznej wiedzy pośredników finansowych),
- system finansowy pozwala redukować ryzyko podejmowane przez indywidualnych inwestorów, dzięki dywersyfikacji portfela aktywów,
- system finansowy jest źródłem płynności, w związku z czym oszczędzający mają łatwy dostęp do swoich pieniędzy,
- pośrednicy finansowi przyczyniają się do zarządzania ryzykiem poprzez bieżące monitorowanie kredytobiorców.

Reasumując, należy podkreślić, że złożona natura związku przyczynowo-skutkowego między kategoriami rozwoju systemu finansowego i wzrostu gospodarczego nadal jest przedmiotem debaty ekonomistów i polityków gospodarczych. Wydaje się, że dobrym podsumowaniem i jednocześnie wskazaniem kierunku dalszych badań w tym zakresie mogą być następujące słowa Levine'a (1996, s. 702–703):

*„(...) nie dysponujemy właściwymi teoriami, które pozwalają wytłumaczyć, dlaczego wykształciły się różne struktury systemów finansowych oraz w jaki sposób i dlaczego struktury te ulegają zmianom (...) potrzebujemy jednak modeli, które wskażą nam warunki, w których systemy finansowe o różnych strukturach, będą w większym stopniu łagodzić problemy natury informacyjnej i koszty transakcyjne”.*

## 4. Uwagi końcowe

W literaturze przedmiotu problematyka systemu finansowego zajmuje ważne miejsce. Jednocześnie należy podkreślić, że istnieją duże rozbieżności w pojmowaniu pojęcia system finansowy. Dlatego w artykule podjęto próbę zbadania i usystematyzowania zagadnień terminologicznych odnoszących się do systemu finansowego.

<sup>26</sup> Wszechstronny przegląd literatury na ten temat można odnaleźć m.in. w pracy Levine (1996), The World Bank (1989).

<sup>27</sup> Szerzej problematyka ta będzie omówiona w kolejnym artykule autorki, pt. *Struktura i modele systemu finansowego*.

<sup>28</sup> Robinson (1952) i Lucas (1998) używają określenia rozwój finansowy do określenia rozwoju systemu finansowego. Zdając sobie sprawę z pewnego uproszczenia, w artykule stosuję zamiennie oba pojęcia.

<sup>29</sup> Pogląd taki prezentują m.in. Arestis i Demetriades (1997), którzy wskazują na nadmierne trudności natury metodologicznej, uniemożliwiające wskazanie związku przyczynowo-skutkowego pomiędzy obiema kategoriami.

W tym celu przeanalizowano wybrane współczesne ujęcia problematyki systemu finansowego, na podstawie których sformułowano definicję systemu finansowego. Zaproponowana definicja wskazuje na złożoność zagadnienia i jednocześnie sygnalizuje kierunek dalszych badań. Uwzględniono w niej bowiem zarówno aspekt funkcjonalny, jak i strukturalny systemu finansowego.

W drugiej części artykułu przybliżono dyskusyjne kwestie odnoszące się do funkcjonalnego ujęcia systemu finansowego. Rozwój badań nad funkcjonalnym aspektem systemu finansowego przyczynił się bowiem do wyraźnej zmiany postrzegania instytucji i rynków finansowych, zarówno w rozważaniach teoretycznych, jak również w działaniach polityków gospodarczych. Funkcjonalne ujęcie problematyki systemu finansowego uwytknęło znaczenie systemu finansowego z punktu widzenia całej gospodarki. W konsekwencji podstawowymi

stały się również zagadnienia efektywności i stabilności funkcjonowania instytucji i rynków finansowych, w szczególności w kontekście prawidłowego funkcjonowania gospodarki.

Wprowadzona definicja systemu finansowego akcentuje również elementy strukturalne systemu, traktując go w kategoriach układu określonych, ściśle wyodrębnionych elementów i powiązań między nimi. Stąd zasadne jest bliższe zbadanie tych elementów (tj. poznanie budowy systemu finansowego) i głównych modeli będących konsekwencją ukształtowania cech strukturalnych systemu. W kolejnym kroku analizie warto poddać czynniki mające wpływ na kształtowanie się współczesnego systemu finansowego oraz konsekwencje ich oddziaływania. Zagadnienia te zostaną omówione w dwóch kolejnych opracowaniach z cyklu poświęconego problematyce systemu finansowego.

## Bibliografia

- Ackoff R. (1973), *O system pojęć systemowych*, „Prakseologia”, nr 2 (46), s. 143–161.
- Allen F., Gale D. (1995), *Financial Markets, Intermediaries and Intertemporal Smoothing*, “Centre for Financial Institutions Working Paper”, No. 95–02, University of Pennsylvania, The Wharton School, Philadelphia.
- Allen F., Gale D. (1996), *Universal Banking, Intertemporal Risk Smoothing, and European Financial Integration* w: A. Saunders, I. Walter (red.), *Universal Banking*, Irwin Publishing, Chicago.
- Allen F., Gale D. (2000), *Comparing Financial Systems*, MIT, Cambridge.
- Allen F., Gale D. (2001), *Comparative Financial Systems: A Survey*, “Center for Financial Institutions Working Paper”, No. 01–15, University of Pennsylvania, The Wharton School, Philadelphia.
- Arestis P., Demetriades P.O. (1997), *Financial Development and Economic Growth: Assessing the Evidence*, “Economic Journal”, Vol. 107, No. 442, s. 783–799.
- Arrow K. (1964), *The Role of Securities in the Optimal Allocation of Risk-bearing*, “Review of Economic Studies”, Vol. 31, No. 2, s. 91–96.
- Bagehot W. (1873), *Lombard Street: A Description of the Money Market*, Henry, S. King & Co., London (książka dostępna w elektronicznej bibliotece “The Library of Economics and Liberty”, [www.econlib.org](http://www.econlib.org)).
- Beck T., Al-Hussainy E. (2007), *Financial Structure Dataset (revised March 21)*, The World Bank, Washington D.C.
- Beck T., Levine R., Loayza N. (2000), *Finance and the Sources of Growth*, “Journal of Financial Economics”, Vol. 58, No. 1–2, s. 261–300.
- Benston G.J., Smith C.W., Jr. (1976), *A transaction costs approach to the theory of financial intermediation*, “Journal of Finance”, Vol. 31, No. 2, s. 215–231.
- Bertero E. (1994), *The Banking System, Financial Markets, and Capital Structure: Some New Evidence from France*, “Oxford Review of Economic Policy”, Vol. 10, No. 4, s. 68–78.
- Bhattacharya S., Thakor A.V. (1993), *Contemporary Banking Theory*, “Journal of Financial Intermediation”, Vol. 3, No. 1, s. 2–50.
- BIS (1990), *Report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the Central Banks of the Group of Ten Countries*, Basle.
- BIS (2003), *A glossary of terms used in payment and settlement systems*, Committee on Payment and Settlement Systems, Basle.
- BIS (2005), *General guidance for payment system development. Consultative Report*, Committee on Payment and Settlement Systems, May, Basle.

- Bodie Z., Merton R.C. (2000), *Finance*, Prentice Hall, New Jersey.
- Boot A.W.A., Thakor A.V. (1997), *Financial Systems Architecture*, "Review of Financial Studies", Vol. 10, No. 3, s. 693–733.
- Boyd J.H., Prescott E.C. (1985), *Financial intermediary – coalitions*, "Research Department Staff Report", No. 87, July, Federal Reserve Bank of Minneapolis.
- Cieślak A. (2003), *Behawioralna ekonomia finansowa. Modyfikacja paradygmatów funkcjonujących w nowoczesnej teorii finansów*, „Materiały i Studia”, nr 165, NBP, Warszawa.
- Corbett J., Jenkinson T. (1996), *The Financing of Industry, 1970-1989: An International Comparison*, "Journal of Japanese & International Economies", Vol. 10, No. 1, s. 71–96.
- Corbett J., Edwards J., Jenkinson T., Mayer C., Sussman O. (2004), *A Response to Hackethal and Schmidt (2003) „Financing Patterns: Measurement Concepts and Empirical Results”*, mimeo, University of Oxford, Said Business School, Oxford.
- Crane D.B., Froot K.A., Mason S.P., Perold A.F., Merton R.C., Bodie Z., Sirri E.R., Tufano P. (1995), *The Global Financial System. A Functional Perspective*, Harvard Business School Press, Boston.
- Deutsche Bundesbank (1995), *The Monetary Policy of the Bundesbank*, Special Publications, Frankfurt am Main.
- Dębski W. (2005), *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Diamond D.W. (1984), *Financial Intermediation and Delegated Monitoring*, "Review of Economic Studies", Vol. 51, No. 3 (July), s. 393–414.
- Freixas X., Rochet J.-C. (2007), *Mikroekonomia bankowa*, CeDeWu, Warszawa.
- Friedman M., Schwartz A.J. (1963), *Monetary History of the United States, 1867–1960*, Princeton University Press, Princeton.
- Goldsmith R.W. (1969), *Financial Structure and Development*, Yale University Press, New Haven.
- Gomółka Z. (1999), *Elementy ogólnej teorii systemów*, „Rozprawy i Studia”, tom CCCLXXXI, nr 307, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin.
- Gorton G., Winton A. (2002), *Financial Intermediaries*, "Financial Institutions Center Working Paper", nr 28, University of Pennsylvania, The Wharton School, Philadelphia.
- Gurley J.G., Shaw E.S. (1956), *Financial intermediaries and the saving-investment process*, "Journal of Finance", Vol. 11, No. 2, s. 257–276.
- Gurley H.G., Shaw E.S. (1960), *Money in a Theory of Finance*, Brooking Institution, Washington D.C.
- Hackethal A.R., Tyrell M. (1998), *Complementarity and Financial Systems – A Theoretical Approach*, "Working Paper Series: Finance & Accounting", No. 11, J.W. Goethe Universität, Frankfurt am Main.
- Hackethal A., Schmidt R.H. (2004), *Financing Patterns: Measurement Concept and Empirical Results*, "Working paper series: Finance & Accounting", nr 125, Johann Wolfgang Goethe-Universität, Frankfurt am Main.
- Hölzl W. (2003), *Convergence of financial systems: toward an evolutionary perspective*, "Working Paper", No. 31, Vienna University of Economics and Business Administration, Vienna.
- Hubbard R.G. (1997), *Money, the Financial System and the Economy*, Addison-Wesley, Columbia University, Boston.
- Iwańczuk A. (2004), *Rozliczenia i rozrachunki międzybankowe*, w: A. Janc, A. Krymarys-Balcerzak (red.), *Funkcjonowanie współczesnego banku*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań.
- Janc A. (2004), *Modern banking in transition economies of Central and Eastern Europe*, The Poznań University of Economics, Poznań.
- Khan M.S., Abdelhak S.S. (2000), *Financial Development and Economic Growth: An Overview*, "Working Paper", No. 209, December, IMF, Washington D.C.
- Kozłowski T. (2007), *Problem struktury systemu finansowego w kontekście relacji pomiędzy przedsiębiorstwami niefinansowymi i sektorem finansowym*, „Bank i Kredyt”, nr 1, s. 56–75.
- Lange O. (1962), *Całość i rozwój w świetle cybernetyki*, PWN, Warszawa.
- Leland H.E., Pyle D.H. (1977), *Information asymmetries, financial structure, and financial intermediation*, "Journal of Finance", Vol. 32, No. 2, s. 371–387.
- Levine R. (1996), *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*, "Policy Research Working Paper", No. 1678, October, The World Bank, Washington, D.C.
- Levine R. (2003), *More on Finance and Growth: More Finance, More Growth?* "Federal Reserve Bank of St. Louis Review", July – August, s. 31–46.
- Lucas R.E. (1998), *On the mechanics of economic development*, "Journal of Monetary Economics", Vol. 22, s. 3–42.
- Mayer C. (1988), *New Issues in Corporate Finance*, "European Economic Review", Vol. 32, No. 5, s. 1167–1189.
- Mayer C. (1990), *Financial Systems, Corporate Finance, and Economic Development* w: R.G. Hubbard (red.), *Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment*, University of Chicago Press, Chicago.

- Mazur M. (1987), *Pojęcie systemu i rygory jego stosowania*, „Postępy Cybernetyki”, zeszyt 2, s. 21–29.
- McKinnon R.I. (1973), *Money and Capital in Economic Development*, Brookings Institution, Washington D.C.
- Merton R.C. (1990), *The Financial System and Economic Performance*, „Journal of Financial Services Research”, Vol. 4, No. 4, s. 263–300.
- Merton R.C., Bodie Z. (1995), *A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment*, w: D.B. Crane, K.A. Froot, S.P. Mason, A.F. Perold, R.C. Merton, Z. Bodie., E.R. Sirri., P. Tufano, *The Global Financial System. A Functional Perspective*, Harvard Business School Press, Boston.
- Modigliani F., Miller M. (1958), *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, „American Economic Review”, Vol. 48, No. 3, s. 261–297.
- Moles P., Terry N. (1999), *The Handbook of International Financial Terms*, Oxford University Press, Oxford.
- Mynarski S. (1974), *Elementy teorii systemów i cybernetyki*, PWN, Warszawa.
- NBP (2004), *Rozwój systemu finansowego w Polsce w latach 2002–2003*, Warszawa.
- North D.C. (1990), *Institutions, institutional change and economic performance*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Pietrzak E. (1993), *The development of the market-oriented financial and currency systems in Hungary and Poland (1989-1993)*, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk.
- Pilbeam K. (1998), *Finance and financial markets*, Macmillan Business, London.
- Polański Z. (1995), *Pieniądz i system finansowy w Polsce. Lata 1982–1993. Przemiana ustrojowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Polański Z. (2004), *Wprowadzenie. System finansowy we współczesnej gospodarce rynkowej*, w: B. Pietrzak, Z. Polański, B. Woźniak (red.), *System finansowy w Polsce*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Robinson J. (1952), *The generalization of the general theory*, w: *The rate of interest and other essays*, Macmillan, London.
- Rubinstein M. (1975), *Securities Market Efficiency in an Arrow-Debreu Economy*, „American Economic Review”, Vol. 65, No. 5, s. 812–824.
- Santomero A.M. (1984), *Modeling the Banking Firm: A Survey*, „Journal of Money, Credit and Banking”, Vol. 16, No. 4 (part 2), s. 576–602.
- Schmidt R.H., Hackethal A., Tyrell M. (2001), *The Convergence of Financial Systems in Europe*, „Working Paper Series: Finance & Accounting”, No. 75, J.W. Goethe Universität, Frankfurt am Main.
- Schmidt R.H., Tyrell M. (2003), *What constitutes a financial system in general and the German financial system in particular?*, „Working Paper Series: Finance & Accounting”, No. 111, Johann Wolfgang Goethe-Universität 2003, Frankfurt am Main.
- Schumpeter J. (1960), *Teoria rozwoju gospodarczego*, PWN, Warszawa.
- Stiglitz J.E. (1985), *Credit markets and the control of capital*, „Journal of Money, Credit and Banking”, Vol. 17, No. 2, s. 133–152.
- Stiglitz J.E. (1992), *The Design of Financial Systems for the Newly Emerging Democracies of Eastern Europe*, w: C. Clague, G.C. Rausser (red.), *The Emergence of Market Economies in Eastern Europe*, Blackwell Publishers, Cambridge.
- Tyrell M., Schmidt R.H. (2001), *Pension Systems and Financial Systems in Europe: A Comparison from the Point of View of Complementarity*, „Working Paper Series: Finance & Accounting”, No. 65, J.W. Goethe Universität, Frankfurt am Main.
- Williamson O.E., Masten S.E. (1999), *The economics of transaction costs*, Edward Elgar, Northampton.
- Williamson O.E. (2000), *The New Institutional Economics: Taking Stock, Looking Ahead*, „Journal of Economic Literature”, Vol. 38, No. 3, s. 595–613.
- The World Bank (1989), *World Development Report 1989, Financial Systems and Development*, June, Washington D.C.
- Zielonka P. (2003), *Czym są finanse behawioralne, czyli krótkie wprowadzenie do psychologii rynków finansowych*, „Materiały i Studia”, nr 158, NBP, Warszawa.
- Żurawicki S. (red.) (1983), *Współczesna myśl ekonomiczna*, PWE, Warszawa.