

# Struktura i modele systemu finansowego\*

## The Structure and Models of Financial System

*Anna Matysek-Jędrych\*\**

pierwsza wersja: 22 czerwca 2007 r., ostateczna wersja: 18 stycznia 2008 r., akceptacja: 29 stycznia 2008 r.

### Streszczenie

Celem niniejszego opracowania są przegląd i usystematyzowanie podstawowych zagadnień odnoszących się do struktury systemu finansowego oraz modeli systemu finansowego wynikających z danej struktury. Układ artykułu jest zatem konsekwencją przyjętego celu i jednocześnie odzwierciedla jego przeglądowy charakter. Pierwszą część artykułu poświęcono strukturze systemu finansowego, wskazując m.in. na najważniejsze elementy budowy systemu finansowego oraz jego otoczenia. Rozważania teoretyczne zostały następnie rozwinięte w porównawczej analizie struktury systemów krajów wysoko rozwiniętych. W drugiej części artykułu podjęto próbę usystematyzowania zagadnienia modeli systemu finansowego. Ze złożonej problematyki wybrano najważniejsze wątki, które odnoszą się do cech instytucjonalno-strukturalnych i funkcjonalnych modeli systemu finansowego oraz środowiska regulacyjno-prawnego obu modeli.

**Słowa kluczowe:** system finansowy, struktura systemu finansowego, modele systemu finansowego

### Abstract

The aim of this article is to review key issues connected with the structural aspects of the financial system and the resulting financial system models. The structure of the article derives directly from this aim and reflects its review character. First, the structure of the financial system and its elements are discussed. Next, these theoretical issues are verified by the comparative analysis of the financial system structure in developed countries. The second part of the article is devoted to the presentation of the main financial system models in the context of its structural and functional characteristics.

**Keywords:** financial system, structure of financial system, models of financial system

**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. Uwagi wstępne

Zaproponowana w pierwszym artykule („Bank i Kredyt” nr 10/2007) definicja systemu finansowego traktuje ten system jako układ określonych, ściśle wyodrębnionych elementów i powiązań między nimi. Stąd zasadne jest bliższe zbadanie tych elementów (tj. poznanie budowy systemu), jak również czynników mających wpływ na kształtowanie się systemu finansowego<sup>1</sup>. Strukturalne ujęcie problematyki systemu finansowego pozwoli jednocześnie rozwinąć poszczególne elementy zaproponowanej definicji systemu finansowego.

Złożoność problematyki struktury systemu finansowego skłoniła autorkę do wyboru wątków, które uważa za najważniejsze w realizacji przyjętego celu. Pierwszą część artykułu poświęcono zagadnieniu struktury systemu finansowego. Prowadzone badania pozwoliły wskazać najważniejsze elementy budowy systemu finansowego oraz jego otoczenia. Rozważania teoretyczne uzupełnia porównawcza analiza struktury systemów krajów wysoko rozwiniętych. Wnioski z przeprowadzonych badań empirycznych sygnalizują występowanie dwóch głównych modeli systemu finansowego. Dlatego w drugiej części artykułu podjęto próbę usystematyzowania zagadnienia modeli systemu finansowego. Ze złożonej problematyki wybrano najważniejsze wątki odnoszące się do cech instytucjonalno-strukturalnych i funkcjonalnych modeli systemu finansowego oraz środowiska regulacyjno-prawnego obu modeli.

## 2. Struktura systemu finansowego

### 2.1. Elementy struktury systemu finansowego

Każdy system finansowy jest złożonym układem zarówno pod względem instytucjonalnym, jak również w sferze powiązań między elementami. W literaturze przedmiotu pojęcie struktury systemu finansowego nie jest definiowane jednoznacznie. Nie są również prezentowane jednomyślne poglądy na temat metod badania i oceny tej struktury (por. np. Cumming, Sweet 1987–1988; Barth et al. 2004). W szczególności autorzy odmiennie definiują swoiste cechy struktury systemu finansowego. Warto zasygnalizować, że cechy te mogą być przesłanką klasyfikowania systemów finansowych i wnioskowania o istnieniu odrębnych modeli systemu finansowego<sup>2</sup>.

Merton i Bodie (2004, s. 1) w funkcjonalnym podejściu do problematyki systemu finansowego (omówionym w pierwszym artykule) następująco definiują strukturę instytucjonalną systemu finansowego: „*struktura instytucjonalna obejmuje instytucje finansowe, rynki*

*finansowe, produkty, usługi, organizację działania oraz infrastrukturę wspierającą, taką jak zasady regulujące funkcjonowanie systemu czy system rachunkowy*”. Warto podkreślić, że w swych analizach autorzy zwracają uwagę na endogeniczny charakter struktury instytucjonalnej systemu finansowego i egzogeniczny charakter funkcji systemu finansowego. W rodzimej literaturze również szeroko strukturę systemu finansowego rozumie Polański (2004, s. 22–43). Uściślając zaproponowaną definicję systemu finansowego, wyróżnia on następujące ogniwa systemu finansowego: rynki finansowe, instrumenty finansowe, instytucje finansowe oraz zasady, na jakich one działają. Odmienne elementy składowe systemu finansowego ujmuje m.in. Owsiak (2002, s. 236–264). Wskazuje on wzajemnie powiązane systemy: bankowy, finansów publicznych oraz ubezpieczeń.

Interesujących wniosków dostarczają badania struktury systemu finansowego przeprowadzone przez Demirgüç-Kunt i Levine’a (1999). W prowadzonych analizach wykorzystywali oni pojęcie struktury finansowej oparte na trzech innych miarach funkcjonowania elementów systemu finansowego. Są nimi: wielkość, aktywność i efektywność. Podejście takie – będące próbą operacjonalizacji pojęcia struktura systemu finansowego – pozwoliło skonstruować „połączony indeks struktury systemu finansowego” (*conglomerate index of financial structure*). W konsekwencji umożliwiło prowadzenie analiz porównawczych różnych systemów. Wynikiem badań Demirgüç-Kunt i Levine’a (1999) jest wyróżnienie systemów finansowych opartych na bankach, systemów opartych na rynku finansowym oraz systemów nierozwiniętych (*underdeveloped financial systems*).

Na podstawie dotychczasowych rozważań i obserwacji różnych systemów finansowych funkcjonujących w rozwiniętej gospodarce rynkowej można wskazać następujące wyróżniki struktury systemu finansowego:

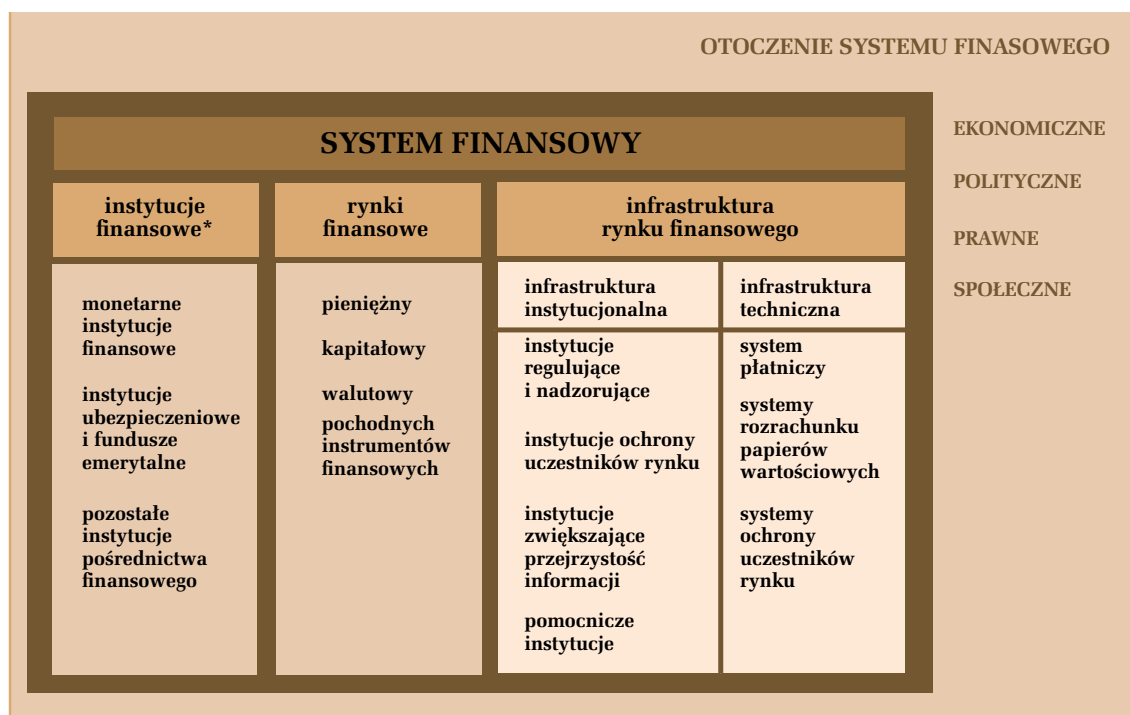
- złożoność struktury systemu finansowego,
- wykształcenie dwóch podstawowych elementów systemu finansowego (instytucji i rynków finansowych),
- wykształcenie elementu dodatkowego: rozbudowanej infrastruktury systemu finansowego (jednocześnie infrastruktura jest niezbędna do właściwego funkcjonowania systemu),
- wieloaspektowa współzależność elementów systemu finansowego,
- wielość czynników zewnętrznych wobec systemu finansowego determinujących strukturę i jego funkcjonowanie.

Struktura systemu finansowego obejmuje jego elementy oraz powiązania między nimi. W analizach należy również uwzględnić otoczenie systemu finansowego. Najważniejsze elementy systemu finansowego charakterystyczne dla gospodarki rozwiniętej zaprezentowano na schemacie 1.

<sup>1</sup> Ta ostatnia problematyka zostanie rozwinięta w kolejnym artykule.

<sup>2</sup> Zagadnienie modeli systemu finansowego będzie analizowane w punkcie 3. niniejszego artykułu.

Schemat 1. Elementy struktury systemu finansowego w gospodarce rozwiniętej



\* Klasyfikacja na podstawie ESA 95 (modyfikacja klasyfikacji dotyczy przesunięcia pomocniczych instytucji finansowych do infrastruktury instytucjonalnej).  
Źródło: opracowanie własne.

Dążąc do usystematyzowania zagadnienia systemu finansowego oraz jego struktury, wskazano następujące elementy systemu finansowego:

1) instytucje finansowe (sklasyfikowane zgodnie z ESA 95<sup>3</sup> z wyłączeniem pomocniczych instytucji finansowych, które przesunięto do infrastruktury instytucjonalnej systemu finansowego<sup>4</sup>),

2) rynki finansowe (sklasyfikowane według kryterium przedmiotu obrotu, na podstawie publikacji Narodowego Banku Polskiego (NBP 2002; 2004),

3) infrastruktura systemu finansowego (wyodrębniono dwa rodzaje infrastruktury: instytucjonalną i techniczną).

Instytucje finansowe są podmiotami ekonomicznymi, których przedmiotem działalności są przede wszystkim: utrzymanie instrumentów finansowych oraz dokonywanie transakcji tymi instrumentami. W rezultacie instrumenty finansowe są zazwyczaj dominującym składnikiem majątku instytucji finansowych (Goldsmith 1969, s. 14, za: Barth et al. 2004). Rynki finansowe są to natomiast rynki, na których zawiera się różnego rodzaju umowy pożyczkowe bądź kredytowe czy inne, będące źródłem finansowania działalności gospodarczej (Dęb-

ski 2005, s. 15)<sup>5</sup>. Z kolei infrastruktura instytucjonalna jest postrzegana jako ogół instytucji powołanych do życia w celu wspierania prawidłowego funkcjonowania systemu finansowego (por. schemat 1). Pojęcie infrastruktury technicznej odnosi się natomiast do istniejących w danym systemie rozwiązań organizacyjnych i operacyjnych, umożliwiających realizowanie funkcji przez instytucje i rynki finansowe.

Funkcjonowanie systemu finansowego zależy w szczególności od jego otoczenia. System finansowy jest, jak podkreśla Polański (2004, s. 18), podsystemem systemu ekonomicznego, a dalej również społecznego. Nie powinno więc budzić wątpliwości występowanie współzależności między tymi podsystemami. Należy podkreślić, że otoczenie systemu finansowego postrzegane jest również jako czynnik bezpośrednio determinujący jego powstanie i rozwój. Znalazło to odzwierciedlenie w teoriach ekonomicznych uwypuklających ekonomiczne, polityczne i prawne przesłanki rozwoju systemu finansowego i kształtowania jego struktury (zob. Schumpeter 1960; King, Levine 1993; La Porta et al. 1998; Rajan, Zingales 2001).

<sup>3</sup> ESA 95 (European System of Accounts) to europejski system rachunków narodowych i regionalnych we Wspólnocie, wprowadzony Rozporządzeniem Rady Unii Europejskiej nr 2223/96 z czerwca 1996 r.

<sup>4</sup> Szczegółowe zaklasyfikowanie instytucji finansowych do trzech podsektorów wskazanych w Rozporządzeniu Rady Unii Europejskiej pozostaje w gestii władz państw członkowskich UE. Szerzej na temat dostosowania sprawozdawczości bankowej w Polsce do wymogów unijnych zob. NBP (2003, s. 64–65). W styczniu 2005 i styczniu 2006 r. wprowadzono kolejne zmiany klasyfikacji; zob. szerzej NBP (2006).

<sup>5</sup> Według definicji innych autorów rynek finansowy to „ogół transakcji papierami wartościowymi będącymi instrumentami udzielenia kredytów krótko-, średnio- i długoterminowych” (Kaźmierczak 1993, s. 50), „miejsce zawierania transakcji mających za przedmiot szeroko rozumiany kapitał finansowy” (Wypych 2001, s. 51) oraz „w gruncie rzeczy to „supermarket”, w którym można kupić instrumenty umożliwiające zarządzanie finansowe w przedsiębiorstwach, bankach, towarzystwach ubezpieczeniowych, funduszach emerytalnych i funduszach inwestycyjnych” (Sławiński 2006, s. 9).

Wpływ otoczenia ekonomicznego na system finansowy jest wielowymiarowy. Problematyka ta stanowi część szeroko dyskutowanego w literaturze zagadnienia interakcji między sferą finansową a realną gospodarką<sup>6</sup>. Warto wskazać co najmniej dwa aspekty tej zależności. Po pierwsze, sytuacja ekonomiczna bezpośrednio determinuje sytuację finansową instytucji finansowych. Po drugie, stan gospodarki wpływa na sytuację ekonomiczno-finansową klientów instytucji finansowych. Ten drugi aspekt ma bezpośrednie konsekwencje dla banków, instytucji ubezpieczeniowych, innych instytucji finansowych oraz rynku finansowego (szerzej zob. BIS 2005; Żyżyński 2006).

Duże znaczenie dla rozwoju systemu finansowego i jego struktury ma również otoczenie społeczne, rozumiane jako zachowania podmiotów sfery realnej gospodarki (tj. przede wszystkim gospodarstw domowych i przedsiębiorstw). Warto wskazać następujące aspekty otoczenia społecznego systemu finansowego, trafnie określane również mianem „społecznych fundamentów” (Vitols 2002) systemu finansowego: zwyczajnie związane z finansowaniem i oszczędzaniem, preferencje w zakresie metod zaspokajania potrzeb finansowych, skłonność do podejmowania ryzyka oraz kapitał ludzki.

W literaturze przedmiotu szczególnie silnie akcentuje się rolę środowiska regulacyjno-prawnego w kształtowaniu struktury systemu finansowego. Charakter obowiązującego prawa, ustanowione regulacje decydują m.in. o podstawowych elementach struktury systemu finansowego. Są nimi (Claessens, Klingebiel 1999):

- zakres dopuszczalnych czynności wykonywanych przez poszczególne instytucje finansowe,
- rola niebankowych instytucji finansowych,
- konkurencja pomiędzy instytucjami finansowymi.

Indywidualne, historycznie i kulturowo ukształtowane cechy narodowych systemów finansowych oraz ich złożoność uniemożliwiają szczegółową analizę porównawczą struktury systemów finansowych. Podejmuje się jednak liczne próby skonstruowania wskaźników, których analiza pozwala na możliwie dokładne poznanie i porównanie systemów finansowych. Jedną z takich prób podjął zespół ekspertów z Międzynarodowego Funduszu Walutowego i Banku Światowego, realizując od 1999 r. Program oceny sektora finansowego (*Financial Sector Assessment Program*)<sup>7</sup>. Inną propozycję przedstawili Allen i Gale (2000). Skonstruowali oni uproszczone ramy analityczne, pozwalające porównać wybrane aspekty struktury systemu finansowego. Podejście to nazwano w literaturze podejściem porównawczym (*comparative approach*).

<sup>6</sup> Przeglądu najważniejszych współczesnych teorii wyjaśniających związki między sferą finansową a realną gospodarką dokonał Gertler (1988, s. 559–587). Zob. również Calomiris, Hubbard (1989, s. 429–452); Jacobsen et al. (2005, s. 308–341).

<sup>7</sup> Szerzej zob. IMF (2005, s. 15–33).

## 2.2. Struktura systemu finansowego w krajach wysoko rozwiniętych

Charakterystyczne jest, że w odniesieniu do krajów rozwiniętych coraz częściej przeprowadza się badania porównawcze w podziale na trzy grupy (tzw. gospodarki grupy G-3): strefa euro<sup>8</sup>, Stany Zjednoczone oraz Japonia. Analiza taka wydaje się szczególnie właściwa w przypadku systemów finansowych, które osiągnęły zbliżony stopień rozwoju w ujęciu ogólnym, jednak różnią się wieloma aspektami strukturalnymi. W tabeli 1 zaprezentowano podstawowe dane o systemach finansowych strefy euro, Stanów Zjednoczonych i Japonii. Ich analiza pozwoli wskazać różnice między wielkością systemów finansowych, wykorzystywanymi źródłami finansowania i preferowanymi formami inwestowania. Te trzy cechy systemu finansowego decydują przede wszystkim o strukturze instytucjonalnej systemu finansowego.

Proponowane ujęcie systemu finansowego jest jednocześnie zgodne z wprowadzoną w pierwszym artykule definicją systemu finansowego. Pozwala ono na zbadanie, w jaki sposób poszczególne grupy podmiotów niefinansowych (tj. gospodarstwa domowe, przedsiębiorstwa oraz rząd) zaspokajają podstawowe potrzeby finansowe (tj. jakie są źródła ich finansowania i przedmiot inwestowania) poprzez system finansowy.

Biorąc pod uwagę ogólną wielkość systemów finansowych, można wnioskować, że systemy strefy euro oraz Stanów Zjednoczonych mają podobną wielkość, natomiast system japoński jest znacznie „większy”. Analizując dane, można wskazać kilka cech wspólnych tych trzech systemów, tj. zdecydowanie największą dodatnią wartość pozycji netto w odniesieniu do gospodarstw domowych<sup>9</sup> oraz wartość pozycji netto instytucji finansowych zbliżoną do zera (por. tabela 1). Na tej podstawie gospodarstwa domowe można uznać za najważniejsze źródło finansowania przedsiębiorstw oraz rządu. Instytucje finansowe spełniają natomiast najważniejszą funkcję w zakresie pośredniczenia między podmiotami nadwyżkowymi a deficytowymi w danej gospodarce.

Drugim obszarem porównań systemów finansowych zaprezentowanym w tabeli 1 są metody finansowania poszczególnych sektorów gospodarki. Podstawowe różnice odnoszą się do wykorzystania dłużnych instrumentów finansowych jako źródła finansowania przedsiębiorstw. Stopień wykorzystania kredytu przez przedsiębiorstwa decyduje o znaczeniu banków depozytowo-kredytowych w danym systemie finansowym. Należy tu podkreślić wyraźne uzależnienie finansowania przedsiębiorstw japońskich od banków depozytowo-kre-

<sup>8</sup> Systemy finansowe krajów należących do strefy euro ujmowane są jako jeden system finansowy. Należy podkreślić, że mimo występujących tendencji do upodobniania się systemów (ich konwergencji), struktury systemów finansowych krajów strefy euro nadal znacznie się różnią; por. ECB (2002).

<sup>9</sup> Należy podkreślić, że rachunki finansowe w trzech omawianych gospodarkach nie są w pełni porównywalne. Przyczyną tego jest m.in. klasyfikowanie jednoosobowej działalności gospodarczej niemającej niezależnego statusu prawnego do grupy przedsiębiorstw w Stanach Zjednoczonych i do grupy gospodarstw domowych w strefie euro oraz Japonii.

Tabela 1. Przegląd charakterystyk struktury systemu finansowego państw grupy G-3 (w % PKB, na koniec 2001 r.)

Grupa G-3	Sektor gospodarki		Wielkość sektora			Źródło finansowania				Przedmiot inwestycji		
	aktywa	pasywa	pozycja netto	kredyty	dlużne papiery wartościowe	instrumenty właścicielskie	gotówka i depozyty	dlużne papiery wartościowe	instrumenty właścicielskie	gotówka i depozyty		
Strefa euro	Gospodarstwa domowe	202	57	145	52	0	0	0	19	67	61	
	Przedsiębiorstwa	147	240	-93	68	8	132	0	9	77	15	
	Instytucje finansowe	371	369	2	12	50	75	170	80	69	77	
	Rząd	28	80	-52	15	57	0	4	2	9	6	
	Łącznie	748	746	2	95	115	207	174	110	222	159	
Stany Zjednoczone	Gospodarstwa domowe	322	80	242	75	2	0	0	23	147	48	
	Przedsiębiorstwa	112	132	-20	40	29	108*	0	2	2	14	
	Instytucje finansowe	334	332	3	32	87	73	59	111	85	16	
	Rząd	20	62	-42	0	47	0	0	7	2	3	
	Łącznie	788	606	182	72	163	181	59	142	235	80	
Japonia	Gospodarstwa domowe	281	78	203	67	0	0	0	17	21	153	
	Przedsiębiorstwa	140	250	-110	99	25	75	0	9	21	36	
	Instytucje finansowe	596	598	-2	107	57	19	241	140	29	39	
	Rząd	86	146	-60	36	103	2	0	10	14	9	
	Łącznie	1 104	1 072	32	242	186	96	241	175	85	237	

Inwestycje przedsiębiorstw w akcje w Stanach Zjednoczonych nie obejmują inwestycji w przedsiębiorstwach zagranicznych.

Źródło: opracowanie własne na podstawie Hartmann et al. (2003).

dytowych. Tendencja taka, choć w mniejszym stopniu, występuje również w strefie euro. Istotnym źródłem finansowania przedsiębiorstw w Stanach Zjednoczonych oraz Japonii są również dłużne papiery wartościowe<sup>10</sup>. Z kolei najważniejszym źródłem finansowania przedsiębiorstw w USA i w strefie euro są właścicielskie instrumenty finansowe. W Stanach Zjednoczonych instrumentami tymi są w szczególności akcje emitowane na publicznym rynku kapitałowym, natomiast w strefie euro najważniejszym źródłem finansowania w ramach wykorzystania właścicielskich instrumentów jest inwestowanie na niepublicznym rynku kapitałowym (*private equity*)<sup>11</sup>.

Analiza decyzji inwestycyjnych w poszczególnych sektorach gospodarek G-3 wskazuje m.in. na wyraźne różnice między preferencjami gospodarstw domowych w procesie inwestowania. Gospodarstwa domowe ze Stanów Zjednoczonych i Japonii stanowią pod tym względem dwa bieguny. W USA wartość inwestycji gospodarstw domowych wyniosła 147% PKB (inwestycje w instrumenty właścicielskie) oraz 48% PKB (inwestycje w postaci gotówki i depozytów). W Japonii wartości te kształtowały się odwrotnie: 21% PKB i 153% PKB.

Preferencje gospodarstw domowych w zakresie inwestowania są przedmiotem licznych badań. Najczęściej przedstawiane są argumenty wskazujące na demograficzne uwarunkowanie preferencji (por. Ang, Maddaloni 2005) oraz wpływ formy i wysokości opodatkowania dochodów kapitałowych na decyzje inwestycyjne gospodarstw domowych (Hartmann et al. 2003, s. 11). Znaczenie mają również czynniki o charakterze historycznym i kulturowym.

Prezentowane w tabeli 1 dane pozwalają również sformułować ogólne wnioski na temat instytucjonalnej struktury systemów finansowych w krajach grupy G-3. Instytucje finansowe mają największe znaczenie w japońskim systemie finansowym, w którym kredyty banków depozytowo-kredytowych pozostają najważniejszym źródłem finansowania przedsiębiorstw. Również w krajach należących do strefy euro instytucje finansowe mają większe znaczenie od rynku finansowego. Z kolei w Stanach Zjednoczonych wyraźnie dominującą formą instytucjonalną systemu finansowego jest rynek finansowy. Prezentowane dane są zgodne z tradycyjnym podziałem systemów finansowych na systemy oparte na rynku (Stany Zjednoczone) oraz systemy oparte na bankach (kraje Europy kontynentalnej i Japonia).

<sup>10</sup> Należy oczekiwać zmian tendencji w zakresie emisji dłużnych komercyjnych papierów wartościowych w strefie euro. Główną tego przyczyną jest wprowadzenia wspólnej waluty w styczniu 1999 r. W literaturze wskazuje się na występowanie zjawiska boomu na rynku dłużnych papierów wartościowych denominowanych w euro (Galati, Tsatsaronis 2001; Peree, Steinherr 2001).

<sup>11</sup> Do takich wniosków prowadzi zestawienie prezentowanych danych i informacji na temat kapitalizacji giełd papierów wartościowych w strefie euro. Należy przypuszczać, że znaczny udział *private equity* w finansowaniu przedsiębiorstw w strefie euro wynika w ogromnym stopniu z relatywnie dużego udziału w rynku małych i średnich przedsiębiorstw (MSP). Według danych Komisji Europejskiej w MSP znajduje zatrudnienie 66% pracowników, w Stanach Zjednoczonych 46% i tylko 33% w Japonii; zob. European Commission (2002, s. 14).

### 3. Modele systemu finansowego

#### 3.1. Uwagi wstępne

Rozważania na temat modeli systemu finansowego oraz wybór kryteriów klasyfikacji systemów mają bardzo teoretyczny wymiar<sup>12</sup>. Żaden ze stosowanych podziałów nie ma charakteru ostrego i jednoznacznego, w szczególności w ujęciu dynamicznym. Ponadto, silne historyczne i kulturowe uwarunkowanie struktury instytucjonalnej systemu finansowego decyduje o narodowym, indywidualnym charakterze każdego z nich.

Wykorzystany w artykule podział systemów finansowych na dwa modele – anglosaski i kontynentalny – jest najczęściej stosowany w literaturze (por. Rybczyński 1994; Czerkas 1998; Allen, Gale 2000; Kozłowski 2007)<sup>13</sup>. Niemniej jednak można spotkać się z krytyką także tej klasyfikacji. Nabiera ona szczególnego znaczenia w obliczu dynamicznych przeobrażeń systemów finansowych. Zarzuty wobec omawianej klasyfikacji mają dwojaki charakter. Po pierwsze, wymienia się nadmierne ograniczenie grupy państw, na podstawie których wnioskuje się na temat modeli systemu finansowego (tj. Stany Zjednoczone i Wielka Brytania dla modelu anglosaskiego oraz Niemcy i Japonia dla modelu niemiecko-japońskiego). Błędnie przyjmuje się zatem założenie o istnieniu dwóch idealnych modeli. Po drugie, oba modele mogą w praktyce współwystępować w systemach finansowych, co przeczy założeniu o istnieniu dwóch odrębnych modeli. Na tej podstawie można uznać, że dwa główne modele systemów finansowych występują jako swoiste bieguny, między którymi znajduje się znacznie bardziej rozbudowana klasyfikacja systemów (Hölzl 2003, s. 8).

Podstawą podziału systemów finansowych na oparty na rynku i oparty na bankach jest główna dychotomia<sup>14</sup>. Dotyczy ona dwóch metod finansowania przedsiębiorstw: finansowanie na podstawie informacji publicznych, finansowania na dystans (*arm's length finance*, tj. transakcja przebiegająca między dwoma niepowiązаныmi podmiotami, w której obie strony wykorzystują wyłącznie informację dostępną publicznie i nie dysponują żadną inną wiedzą o sobie – por. Lall et al. 2006, s. 106–107) oraz finansowania powiązanego

<sup>12</sup> Swoiste odrodzenie zainteresowania zagadnieniami struktury, rodzajów i w szczególności efektywności systemu finansowego spowodowały transformacja gospodarcza i narodzenie się nowych demokracji (m.in. w krajach Europy Środkowo-Wschodniej). Rodziło się bowiem pytanie, jaki system finansowy będzie w najlepiej wspierał funkcjonowanie gospodarki kapitalistycznej; szerzej zob. Corbett, Mayer (1991); Mayhew, Seabright (1992).

<sup>13</sup> W artykule pominięto tym samym m.in. rozwój systemów finansowych w krajach islamskich, z charakterystyczną bankowością islamską.

<sup>14</sup> Genezy tej dychotomii upatruje się w podziale przedsiębiorstw z punktu widzenia potrzeb finansowania, wprowadzonym przez Hicksa. Zgodnie z klasyfikacją Hicksa (1974 za: Amable 2004) przedsiębiorstwa należą albo do sektora autonomicznego, tj. utrzymują rezerwowe aktywa finansowe, albo do debetowego (*overdraft*), tj. nie utrzymują wystarczających rezerw w postaci płynnych aktywów i muszą korzystać z finansowania zewnętrznego, głównie z banków.

Tabela 2. Cechy strukturalne systemu anglosaskiego i kontynentalnego

Kryterium porównania	System anglosaski	System kontynentalny
dominująca forma instytucjonalna	rynek finansowy	banki
model bankowości i charakter instytucji finansowych	model specjalistyczny ( <i>de jure</i> – Stany Zjednoczone* <i>de facto</i> – Wielka Brytania) instytucje finansowe zróżnicowane oraz o wysokim stopniu specjalizacji	model uniwersalny instytucje finansowe to głównie uniwersalne banki
stopień koncentracji w sektorze bankowym	niski	wysoki (Japonia – niski)
charakter relacji między instytucjami finansowymi a przedsiębiorstwami	krótkoterminowy	długoterminowy
charakterystyka rynku finansowego	duży o znacznej płynności	mały o ograniczonej płynności

\* Do momentu wejścia w życie ustawy Financial Modernization Act (Gramm-Leach-Bliley Act) z 1999 r.

Źródło: opracowanie własne.

(*relationship finance*, tj. długotrwała bezpośrednia relacja między dwoma podmiotami z możliwością bezpośredniego wpływania przez kredytodawcę na zachowanie kredytobiorcy oraz z monopolem kredytobiorcy na danym rynku – por. Lall et al. 2006, s. 106–107). Z kolei w literaturze lat 90. głównym przedmiotem zainteresowania była struktura władztwa korporacyjnego w obu głównych modelach systemu<sup>15</sup>. Dlatego stopniowo odchodzono od dychotomii opartej na metodzie finansowania podmiotów gospodarczych. W jej miejsce pojawiła się dychotomia oparta na metodzie sprawowania władztwa korporacyjnego.

Dwa główne systemy finansowe występują w literaturze pod wieloma nazwami. System oparty na rynku określany jest również jako system anglosaski, anglo-amerykański lub rynkowy. Z kolei system oparty na bankach nazywany jest kontynentalnym, reńskim, niemiecko-japońskim lub bankowo zorientowanym (zob. np. Polański 1994a; 1994b). Wykształcenie dwóch tak odmiennych modeli systemu finansowego skłoniło wielu ekonomistów do poszukiwania odpowiedzi na pytanie o przyczyny takiego stanu rzeczy. Szerzej problem ten w literaturze rodzimej omawia m.in. Kozłowski (2007, s. 63–64).

W badaniach głównych modeli systemów finansowych autorzy stosują pewne uogólnienie, można bowiem wskazać na znaczne różnice w strukturze, rozwoju i funkcjonowaniu systemów finansowych klasyfikowanych jako typ anglosaski. Przed nadmiernym uogólnianiem przestrzega m.in. Allen (2003). Wskazuje on brytyjski system finansowy, podkreślając jego odrębność historyczną i strukturalną zarówno na tle amerykańskiego systemu finansowego, jak również kontynentalnych europejskich systemów finansowych. Kolejne fragmenty artykułu poświęcono zaprezentowaniu charakterystyk instytucjonalno-strukturalnych, funkcjonalnych oraz regulacyjno-prawnych obu głównych modeli systemu finansowego.

### 3.2. Instytucjonalno-strukturalne cechy systemu anglosaskiego i kontynentalnego

Różnice strukturalne między poszczególnymi systemami finansowymi były pierwotnie przesłanką wyodrębniania dwóch modeli systemu finansowego (por. tabela 2). Podstawowe znaczenie z punktu widzenia struktury instytucjonalnej ma relatywna dominacja jednej z instytucjonalnych form występujących w systemie finansowym. System anglosaski charakteryzuje się przeważającym udziałem rynku finansowego w systemie finansowym. Z kolei w systemie kontynentalnym dominującą formą instytucjonalną są banki<sup>16</sup>.

W odpowiedzi na rozwój dwóch odrębnych typów systemu finansowego wykształciły się odmienne modele bankowości (por. tabela 2): model specjalistyczny właściwy dla systemu anglosaskiego oraz model uniwersalny właściwy dla systemu kontynentalnego. Różnica między tymi modelami bankowości polega przede wszystkim na odmiennym zdefiniowaniu zakresu czynności wykonywanych przez banki. W tabeli 3 zestawiono dane porównawcze systemów państw grupy G-10 i Polski, obrazujące dopuszczalny zakres czynności w podziale na trzy kategorie: obrót papierami wartościowymi, ubezpieczenia i nieruchomości<sup>17</sup>.

Analizując dane (por. tabela 3), należy wskazać kilka występujących prawidłowości. Po pierwsze, zakaz wykonywania czynności przez banki dotyczy wy-

<sup>15</sup> Zob. np. Berlöf (1997).

<sup>16</sup> W literaturze wskazuje się wyraźnie odmienną genezę rozwoju sektora bankowego w Japonii i Niemczech, podkreślając w szczególności odrębną rolę państwa w stymulowaniu rozwoju. W Niemczech „*Hausbank system*” rozwinął się w sektorze prywatnym przy bardzo ograniczonym udziale państwa, natomiast w Japonii rząd odegrał istotną rolę w tworzeniu „*main bank system*”. Por. Allen, Gale (2000, s. 39).

<sup>17</sup> Obrót papierami wartościowymi obejmuje gwarantowanie emisji, bezpośrednie angażowanie się oraz działalność brokerską obejmującą wszystkie rodzaje papierów wartościowych oraz wszelką działalność finansową związaną z funduszami wspólnego inwestowania. Ubezpieczenia obejmują gwarantowanie i sprzedaż usługi ubezpieczenia przez bank działający jako podmiot główny lub agent (tj. również wyłącznie w charakterze pośrednika w sprzedaży usług ubezpieczeniowych, bez ich gwarantowania). Nieruchomości obejmują inwestycje, rozwój oraz zarządzanie nieruchomościami, zob. Institute of International Bankers (2007, s. 21).

Tabela 3. Zakres czynności dopuszczonych do wykonania przez banki w krajach grupy G-10 i w Polsce (2005)

Kraj	Obrót papierami wartościowymi	Ubezpieczenia	Nieruchomości
Belgia	+++	++	(-) <sup>1</sup>
Francja	+++	++	+++
Holandia	+++	++	+++
Japonia	(-) <sup>2</sup>	(-) <sup>2</sup>	(-) <sup>1</sup>
Kanada	++	++	+++
Niemcy	+++	+	+++
Stany Zjednoczone	(-) <sup>3</sup>	(-) <sup>4</sup>	(-) <sup>1</sup>
Szwajcaria	+	++	+++
Szwecja	+++	+++	(-) <sup>1</sup>
Wielka Brytania	++	++	+++
Włochy	+++	(-) <sup>5</sup>	(-) <sup>1</sup>
Polska	(-) <sup>6</sup>	+++	+++

+++ prawnie dopuszczone (brak ograniczeń)

++ prawnie dopuszczone (zasadniczo poprzez spółki zależne)

+ prawnie dopuszczone (wyłącznie poprzez spółki zależne lub po uzyskaniu specjalnej licencji)

(-) ograniczone

<sup>1</sup> Ograniczone do nieruchomości będących siedzibą banku.<sup>2</sup> Czynności obrotu papierami wartościowymi i w zakresie ubezpieczeń podzielono na dwa katalogi: dopuszczone do wykonywania przez banki oraz dopuszczone do wykonywania wyłącznie poprzez spółki zależne.<sup>3</sup> Ograniczenie dotyczy obrotu papierami wartościowymi przedsiębiorstw i ich poręczenia (niebankowe spółki zależne holdingów).<sup>4</sup> Sprzedaż ubezpieczeń ograniczona do niebankowych spółek zależnych holdingów finansowych lub do funkcjonowania w roli agenta (*agency sales activity*).<sup>5</sup> Ograniczone do 10% funduszy własnych banku w odniesieniu do inwestycji w jedną instytucję ubezpieczeniową oraz do 20% funduszy własnych łącznych inwestycji w ubezpieczenia.<sup>6</sup> Ograniczone wyłącznie do papierów wartościowych będących w obrocie publicznym.Źródło: opracowanie własne na podstawie *Institute of International Bankers* (2007, s. 21-35).

łącznie szeroko rozumianego obrotu nieruchomościami. W Belgii, Japonii, Stanach Zjednoczonych, Szwecji oraz Włoszech czynności związane z inwestowaniem w nieruchomości i zarządzaniem nimi prawnie ograniczono do siedziby banku, czyli *de facto* zakazano bankom działania na tym obszarze. Po drugie, nie można jednoznacznie wskazać występowania uniwersalnego modelu bankowości w anglosaskim systemie finansowym i modelu specjalistycznego w systemie kontynentalnym.

Szeroko dyskutowane w literaturze zagadnienia odnoszące się do struktury instytucjonalnej systemu niemiecko-japońskiego wskazują również na inne cechy tego modelu, a mianowicie:

- dużą koncentrację w sektorze bankowym, będącą konsekwencją dominującej roli, jaką w systemie finansowym odgrywa grupa kilku dużych banków uniwersalnych (dane empiryczne nie dostarczają jednak tak jednoznacznych wniosków),
- relatywnie słaby, na tle systemów anglosaskich, rozwój innych instytucjonalnych form pośrednictwa finansowego (fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne, fundusze *venture capital*),
- silne powiązania, w tym właścicielskie, występujące między przedsiębiorstwami a bankami.

Szczególnie podkreślaną cechą różnicującą oba modele systemu finansowego jest odmienny charakter relacji między bankami a przedsiębiorstwami. W systemie kontynentalnym wskazuje się dwie formy realizacji tej

współpracy, mające podobne podstawy: *main bank system* (w Japonii) oraz *hausbank system* (w Niemczech). Oba systemy charakteryzują się długoterminową współpracą banków i przedsiębiorstw oraz postrzeganiem banku jako głównego źródła finansowania zarówno bieżącej, jak i inwestycyjnej działalności przedsiębiorstwa. W *main bank system* banki nie są jedynie wierzycielami przedsiębiorstw. Występują również w charakterze współwłaścicieli, udziałowców bądź akcjonariuszy w przedsiębiorstwach<sup>18</sup>. Panuje powszechne przekonanie, że te silne powiązania mogą wprawdzie być źródłem zagrożeń, ale mają zaletę w postaci bezpośredniego monitoringu ze strony banków i możliwości wywierania wpływu na podmioty zarządzające przedsiębiorstwami (Udell, Wachtel 1994).

Różnice w zakresie struktury poszczególnych systemów finansowych (w szczególności stopień rozwoju instytucji finansowych i rynków finansowych) mają również konsekwencje w sferze władztwa korporacyjnego. Jak już podkreślono, w literaturze lat 90. wskazuje się właśnie zróżnicowanie struktur władztwa korporacyjnego jako wyróżnik dwóch typów systemu finansowego. Modele władztwa korporacyjnego są częścią szeroko pojętych modeli relacji z interesariuszami (*model of stakeholder relationships*). W literaturze wskazuje się trzy podstawowe modele: model anglosaski, model nie-

<sup>18</sup> Zob. Allen, Gale (2000, s. 37-41); szerzej na temat *main bank system* zob. Weinstein, Yafeh (1998, s. 635-672).



Tabela 4. Charakterystyka anglosaskiego i niemieckiego modelu władztwa korporacyjnego

Kryterium porównania	Model anglosaski	Model niemiecki
Ogólna charakterystyka	Zorientowanie rynkowe Krótkoterminowe relacje między interesariuszami Konkurowanie interesariuszy	Zorientowanie wewnętrzne Długoterminowe relacje między interesariuszami Współpraca interesariuszy
Główni akcjonariusze	Podmioty indywidualne	Przedsiębiorstwa, banki
Mechanizm kontroli ze strony akcjonariuszy	Sprzedaż akcji (spadek cen akcji jako sygnał dla zarządzających) Wrogie przejęcie	Prawo głosu Długoterminowe relacje
Mechanizm kontroli ze strony kredytodawcy	Groźba cofnięcia decyzji kredytowej	Monitoring ze strony banków Posiadanie udziałów przez bank
Posiadanie akcji przez zarządzających	Powszechne (szczególnie w odniesieniu do przedsiębiorstw notowanych na giełdzie)	Ograniczone (wyjątkiem są firmy, których większościami właścicielami są podmioty indywidualne)
Charakterystyka regulacji	Zakaz posiadania akcji przez banki Ograniczone prawo wzajemnego posiadania akcji Wsparcie rozwoju rynku kapitałowego	Dopuszczalne posiadanie akcji przez banki Dozwolone wzajemne posiadanie akcji Przeszkoda w rozwoju rynku kapitałowego

Źródło: opracowanie własne na podstawie de Jong (1991); Prowse (1994); Galauff, den Broeder (1997, s. 23-28).

miecki<sup>19</sup> oraz model łańcisk<sup>20</sup>. Odmienne ujęcie tej problematyki prezentuje m.in. Kozłowski (2007, s. 59–60), dzieląc systemy na oparte na kontroli zewnętrznej oraz wewnętrznej.

W tabeli 4 zaprezentowano podstawowe cechy modeli anglosaskiego i niemieckiego. Jak wynika z tego zestawienia, cechy obu modeli są spójne z innymi cechami strukturalnymi systemów finansowych. W systemie kontynentalnym rozwinął się – adekwatny do struktury systemu finansowego – model władztwa korporacyjnego. Pierwszorzędną rolę odgrywa w nim monitoring ze strony banków. Z dyskusji prowadzonej w literaturze wynika, że monitoring ten spełnia taką samą funkcję zewnętrznego nadzorca, jak wrogie przejęcia w systemie anglosaskim<sup>21</sup>. Z kolei w systemie anglosaskim rozwinął się model władztwa korporacyjnego określany mianem „demokracji akcjonariuszy” (*shareholder democracy*) lub „demokracji korporacyjnej” (*corporate democracy*) (Blair 1995, s. 68).

Wykorzystywane w danym systemie mechanizmy władztwa korporacyjnego są z jednej strony konsekwencją przyjętego modelu rozwoju systemu finansowego, z

drugiej zaś bezpośrednio wpływają na funkcje systemu finansowego, w szczególności na formy realizacji tych funkcji.

### 3.3. Funkcjonalne cechy systemu kontynentalnego i anglosaskiego

Porównanie aspektu funkcjonalnego systemu anglosaskiego i kontynentalnego skłania do poznania różnic w zakresie mechanizmów, metod, zakresu oraz podmiotów zaangażowanych w realizację poszczególnych funkcji systemu finansowego. Można bowiem przyjąć założenie – opierając się na pracach Mertona – że funkcje spełniane przez oba typy systemów są tożsame.

Zwolennicy danego modelu systemu finansowego, prowadząc wiele rozważań teoretycznych i badań empirycznych, wskazują na jego odmienne cechy związane w szczególności z funkcjonalnym aspektem systemu (które powinny stanowić o przewadze jednego z modeli). Stanowiska zajmowane w debacie ekonomicznej są na tyle odrębne, że wskazuje się dwa odmienne poglądy będące punktem wyjścia w badaniu funkcji systemów finansowych: bankowego i rynkowego (*bank-based view vs. market-based view*).

Różnice między systemem anglosaskim a kontynentalnym są najwyraźniejsze w pierwszorzędnej funkcji systemu finansowego (tj. transferze zasobów ekonomicznych). W badaniach skupiono się w szczególności na wykorzystywanym mechanizmie alokacji finansowej. Zwrócenie uwagi na wykształcenie się odmiennych mechanizmów finansowania (*arm's length finance* i *relationship finance*) skłoniło wielu ekonomistów do poszukiwania odpowiedzi na pytanie o przewagę któregoś z modeli. Badania prowadzono m.in. w kontekście promowania wzrostu gospodarczego (Dewatripont, Maskin 1995). W tabeli 5 zestawiono zalety i wady każdej z me-

<sup>19</sup> Model niemiecki ma również zastosowanie w odniesieniu do podstawowych charakterystyk do modelu władztwa korporacyjnego występującego w Japonii – zob. Galauff, den Broeder (1997, s. 23).

<sup>20</sup> Model łańcisk należy odnieść do historycznie ukształtowanych systemów władztwa korporacyjnego we Włoszech, Hiszpanii i Portugalii oraz koloniach tych krajów w Ameryce Łacińskiej. Model łańcisk charakteryzuje się m.in. występowaniem dużych rodzinnych przedsiębiorstw kontrolowanych przez członków rodziny, własnością państwową przedsiębiorstw, posiadaniem znacznych udziałów w przedsiębiorstwach przez holdingi bankowe, ingerencją państwa w procesy fuzji i przejęć. Z uwagi na przedmiot analiz – model anglosaski i kontynentalny systemu finansowego – łańcisk model władztwa korporacyjnego nie zostanie w opracowaniu szerzej ujęty. Por. de Jong (1991).

<sup>21</sup> Należy podkreślić, iż prowadzone badania empiryczne nie potwierdzają skuteczności wrogich przejęć i stworzonego rynku kontroli nad przedsiębiorstwami jako instrumentów dyscyplinujących podmioty zarządzające, por. Franks et al. (1990).

Tabela 5. *Funkcja transferu zasobów ekonomicznych w anglosaskim i kontynentalnym systemie finansowym*

Kryterium porównania	System anglosaski	System kontynentalny
metoda finansowania	<i>arm's length finance</i>	<i>relationship finance</i>
Pierwszorzędna rola w procesie alokowania zasobów finansowych	Rynek finansowy	Banki
Zalety stosowanej metody finansowania	Przejrzystość Efektywna wycena Efektywna alokacja ryzyka Wysoka konkurencyjność	Finansowanie oparte na zasadzie współpracy Wyglądanie międzyokresowe Ograniczenie problemu informacji Długoterminowe planowanie
Wady stosowanej metody finansowania	Krótki horyzont czasowy Uzależnienie od mody, trendu Poleganie na opiniach analityków Mała odpowiedzialność menedżerów	Brak przejrzystości Nieefektywne władztwo korporacyjne Nieefektywna wycena Niska konkurencyjność

Źródło: opracowanie własne.

tod finansowania<sup>22</sup>, wskazując tym samym na brak jednomyślności w ocenie tego aspektu funkcjonowania systemu finansowego.

W literaturze przedmiotu występują również odmienne, często nawet skrajne, poglądy na temat zaangażowania systemu finansowego w realizację szeroko rozumianej funkcji informacyjnej<sup>23</sup>. Najwięcej kontrowersji wśród ekonomistów budzi spełnianie przez system finansowy funkcji kontrolnej, będącej bezpośrednią konsekwencją zaangażowania instytucji i rynków finansowych w gromadzenie i przetwarzanie informacji oraz monitorowanie zachowania klientów. Ten funkcjonalny aspekt systemu finansowego jest następstwem omówionej już cechy strukturalnej, a mianowicie wykształcenia odmiennych modeli władztwa korporacyjnego (por. punkt 2.2).

Analizując funkcję kontrolną systemu finansowego, będącą konsekwencją przede wszystkim nierównego dostępu do informacji dłużnika i wierzyciela czy kredytodawcy i kredytobiorcy, Polański (1994, s. 49–50) wskazuje wyraźnie odmienne rozwiązania przyjęte w obu modelach systemu finansowego. W systemie anglosaskim powszechne jest występowanie krótkoterminowych, silnie sformalizowanych relacji między przedsiębiorstwami a instytucjami finansowymi. Podstawowym podmiotem kontrolującym przedsiębiorstwa są fundusze inwestycyjne, a zatem *de facto* rozproszeni indywidualni inwestorzy realizujący swoje prawa własno-

ściowe poprzez rozwinięte rynki finansowe. W modelu niemiecko-japońskim występują natomiast wzajemne (krzyżowe) powiązania kapitałowe między bankami a przedsiębiorstwami, co jest przesłanką wypełniania funkcji informacyjnych i kontrolnych przez instytucje finansowe, ukierunkowanych na realizację celów długoterminowych. Omówione przez Polańskiego (1994a; 1994b) wzorcowe cechy związków między instytucjami finansowymi a przedsiębiorstwami znajdują także odzwierciedlenie w metodzie kontrolowania działalności systemu finansowego. Z tego powodu model anglosaski i kontynentalny określa się również mianem systemów, odpowiednio, „zewnątrznie kontrolowanego” i „wewnętrznie kontrolowanego” (Corbett, Mayer 1991)<sup>24</sup>.

Kolejnym zagadnieniem, które stało się przedmiotem dyskusji, jest wykorzystywany w danym systemie mechanizm pokonywania problemu braku motywacji. Problem ten wiąże się ze zjawiskiem asymetrii informacji. Stiglitz (1985, s. 133–152), będący zwolennikiem systemu opartego na bankach, podkreśla rolę, jaką w szybkim publicznym ujawnianiu informacji odgrywają rozwinięte rynki finansowe. Dostrzega jednocześnie związane z tą funkcją rynków zagrożenie dla właściwego funkcjonowania systemu finansowego. Jest nim ograniczenie bodźców (dążenia) prywatnych inwestorów do samodzielnego gromadzenia informacji. Z kolei banki łagodzą ten problem, ponieważ tworzą długoterminowe związki z przedsiębiorstwami. Pozwala to pozyskiwać szczegółowe informacje i jednocześnie nie ujawniać ich publicznie (Boot et al. 1993). Do podobnych wniosków prowadzą badania Diamonda (1984) oraz Boyda i Prescottta (1985), w których analizują oni rolę pośredników finansowych w obniżaniu kosztów pozyskiwania i gromadzenia informacji.

<sup>22</sup> Korzyści wynikające z finansowania poprzez banki badali w kontekście długoterminowych relacji m.in. Stiglitz i Weiss (1983). Utrzymują oni, że długoterminowe relacje łączące bank i kredytobiorcę mogą łagodzić problemy wynikające z asymetrii informacji poprzez zagrożenie odmową udzielenia kredytu w przyszłości.

<sup>23</sup> Funkcja informacyjna będzie obejmowała zadania systemu finansowego służące realizacji następujących celów: informowania o cenie (funkcja *stricte* informacyjna w ujęciu Merton et al.), dostarczanie mechanizmów przewidywania problemu braku motywacji oraz gromadzenie i przetwarzanie informacji gospodarczych i ocena możliwości inwestycyjnych, por. Grosfeld (1994).

<sup>24</sup> Badanie struktury systemu finansowego w kontekście wskazanych relacji między instytucjami oraz rynkiem finansowym a podmiotami niefinansowymi przeprowadził m.in. Kozłowski (2007).

Diamond (1984) podkreśla znaczenie banków w gromadzeniu informacji o przedsiębiorstwach i ich menedżerach. Pozwala to bankom lepiej alokować kapitał i wpływać na władztwo korporacyjne. Również Boot i Thakor (1997) uwypuklili znaczenie banków w monitorowaniu przedsiębiorstw i redukcji ryzyka nadużycia. Postrzegają oni banki jako skoordynowane koalicje inwestorów (*coordinated coalitions of investors*). Badania ekonomistów wskazują zatem, że system finansowy oparty na bankach bardziej sprzyja rozwojowi systemu kontroli w przedsiębiorstwach i ograniczaniu ryzyka poprzez efektywny monitoring bankowy.

W opozycji do omówionych zalet systemu kontynentalnego są wnioski płynące z badań prowadzonych przez zwolenników systemu anglosaskiego. Ich autorzy dowodzą, że finansowanie przedsiębiorstw przez rynek finansowy korzystnie wpływa na system bodźców przedsiębiorców. Scharfstein (1988) przekonuje – opierając się na teorii asymetrii informacji i wynikającym z niej problemie motywacji osób zarządzających – o dyscyplinującej roli przejęć i fuzji. Tym samym wskazuje na wyższość tego podstawowego mechanizmu władztwa korporacyjnego w anglosaskim systemie finansowym.

Inny wątek w dyskusji na temat mechanizmu redukcji asymetrii informacji, wykorzystywanego w danym modelu, dotyczy związku między tym mechanizmem a kosztem kapitału. Z przeprowadzonych badań wynika, że nie ma mechanizmu istotnie redukującego asymetrię informacji w systemie anglosaskim. Znalazło to odzwierciedlenie w wyższym koszcie kapitału pozyskiwanego na rynku finansowym. Z kolei w systemie kontynentalnym mechanizmy stosowane przez instytucje finansowe pozwalają na znaczne ograniczenie problemów wynikających z asymetrii informacji i dzięki temu mogą pośrednio przyczynić się do obniżenia kosztu kapitału (por. Myers, Majluf 1984; Fazzari et al. 1987; McCauley, Zimmer 1989).

Równie wiele kontrowersji budzi ocena funkcjonowania systemów finansowych opartych na rynku oraz na bankach z punktu widzenia zarządzania ryzykiem. Allen i Gale (2000) zwrócili uwagę, że zarządzając ryzykiem międzysektorowym, międzyokresowym i ryzykiem płynności, banki mogą znacznie zwiększyć efektywność inwestycji (a zatem przyczynić się do wzrostu gospodarczego)<sup>25</sup>. Niemniej jednak Allen i Gale (2000) powołują się także na powszechny pogląd, że funkcję zarządzania ryzykiem lepiej sprawuje rynek finansowy. Warto jednak podkreślić, że to właśnie w systemie anglosaskim inwestorzy są bardziej narażeni na ryzyko rynkowe, tj. wahania wartości aktywów spowodowane m.in. zmianami informacji rynkowej i oczekiwaniami inwestorów. Silne zagrożenie ryzykiem rynkowym w systemie anglosaskim jest jedną z przyczyn zwrócenia uwagi na pośredników finansowych i możliwość eliminowania ryzyka poprzez

wyglądanie międzyokresowe, tj. mechanizm wskazany przez Allena i Gale'a (2000, s. 153–190).

W systemie opartym na rynku charakterystyczne jest istnienie bardzo zróżnicowanej i licznej grupy instrumentów finansowych dostępnych dla przeciętnego inwestora. Taka różnorodność i dostępność instrumentów umożliwia międzysektorowe dzielenie ryzyka na poziomie indywidualnego inwestora. W systemie bankowym inwestorzy mają natomiast ograniczone możliwości zarządzania ryzykiem poprzez rynek (ze względu na niski poziom rozwoju rynku kapitałowego i ograniczoną różnorodność instrumentów finansowych). Można zatem mówić o znacznej przewadze systemu rynkowego w zakresie zarządzania na poziomie międzysektorowym. Rynek finansowy jest jednak z natury niekompletny (*incomplete market*). Cecha ta sprawia, że pośrednictwo finansowe nabiera szczególnego znaczenia w sytuacji wystąpienia ryzyka, które nie może być zdywersyfikowane. Instytucje finansowe tworzą bowiem mechanizmy ograniczania ryzyka, niedostępne w systemie rynkowym, poprzez tzw. międzyokresowe wyglądanie ryzyka (międzypokoleniowy podział ryzyka oraz akumulację aktywów).

Odmienne ujęcie funkcji zarządzania ryzykiem proponują Rajan i Zingales (2003). Oceniając realizację tej funkcji w systemie anglosaskim i kontynentalnym, odwołują się przede wszystkim do rodzaju ryzyka, przy czym wskazują jego dwa typy: wstrząs, szok indywidualny oraz wstrząs, szok systemowy. Rozróżnienie dwóch rodzajów ryzyka i powiązanie ich z wykorzystywaną w danym systemie metodą finansowania pozwoliły autorom na sformułowanie wniosku o przewadze systemu niemiecko-japońskiego w wyglądaniu szoku indywidualnego oraz o przewadze systemu anglosaskiego w wyglądaniu szoku systemowego.

Ważnym wątkiem dyskusji na temat funkcjonalnych cech modeli systemów finansowych stanowią rozważania dotyczące wpływu struktury systemu finansowego na promowanie wzrostu gospodarczego. Odnoszą się one przede wszystkim do wyboru, który z modeli systemów finansowych (oparty na rynku finansowym czy oparty na bankach) silniej wpływa na wzrost gospodarczy<sup>26</sup>. Wiele badań, m.in.: Allen, Gale (1995), Levine, Zervos (1998), Demirgüç-Kunt, Maksimovic (2002), Levine (2002) oraz Chakraborty, Ray (2003), nie daje jednoznacznych odpowiedzi na pytanie o przewagę jednego z modeli systemu finansowego. W tabeli 6 zestawiono najważniejsze wnioski z toczącej się dyskusji.

Szeroka dyskusja na temat głównych modeli systemu finansowego nie daje jednoznacznych odpowiedzi na pytanie, który z modeli i dlaczego jest lepszy z punktu widzenia rozwoju gospodarczego kraju oraz w którym występuje wyższa efektywność funkcjonalna systemu finansowego. Ukształtowanie każdego modelu było uwarunkowane wieloma czynnikami, w szczególności charakterem prawnego otoczenia systemu finansowego.

<sup>25</sup> Znaczenie banków w zarządzaniu ryzykiem analizują m.in. Bencivenga, Smith (1992, s. 195–209).

<sup>26</sup> Przeglądu literatury na ten temat dostarczają np. Dolar, Meh (2002).

Tabela 6. Wpływ funkcji systemu finansowego w systemie anglosaskim i kontynentalnym na wzrost gospodarczy – wybrane poglądy

Płaszczyzna	System anglosaski	System kontynentalny
Alokacja finansowa	Większa efektywność alokacyjna rynku finansowego (S. Bhattacharya i G. Ciesa; M. Dewatripont i E. Maskin; E. von Taden)	Gromadzenie informacji o przedsiębiorstwach przez banki i wynikająca z tego poprawa alokacji kapitału i władztwa korporacyjnego oraz redukcja kosztów agencji (J.H. Boyd i E. Prescott; D. Diamond)
Zarządzanie ryzykiem i rozwój instytucji władztwa korporacyjnego	Dostarczanie przez rynek licznych instrumentów zarządzania ryzykiem (R. Levine; M. Obstfeld)  Wzmocnienie władztwa korporacyjnego poprzez mechanizm przejęć i fuzji oraz uzależnienie wynagrodzenia dla menedżerów od wyników finansowych przedsiębiorstwa (M. Jensen i K. Murphy)  Łagodzenie problemów, których źródłem jest nadmierna siła banków (m.in. wynikająca z możliwości bliższej współpracy banków z menedżerami przedsiębiorstw) (M. Hellwig; E. Wenger i C. Kaserer)	Zarządzanie ryzykiem międzyokresowym, międzysektorowym i płynności, co pozwala zwiększyć efektywność inwestycji (W. Allen i D. Gale; V. Bancia-venga i B. Smith)  Identyfikowanie dobrych inwestycji przez banki i lepszy monitoring w zakresie ryzyka nadużycia (A. Boot, A. Thakor)  Zdrowe mechanizmy kontroli przedsiębiorstw (w słabych warunkach instytucjonalnych oraz na początkowym etapie rozwoju gospodarczego); silnym bankom łatwiej jest zmusić dłużników do spłaty długu (A. Gerschenkron; R. Rajan i L. Zingales)
Dostarczanie informacji	Odgrywanie większej roli przez konkurencyjne rynki finansowe w łączeniu rozproszonych informacji oraz efektywnym transmitowaniu informacji do inwestorów (W. Allen i D. Gale; A. Boot i A. Thakor)	Banki, kształtując długookresową współpracę z przedsiębiorstwami, nie podają do publicznej wiadomości informacji i tym samym nie osłabiają bodźców do gromadzenia informacji przez indywidualne podmioty (A. Boot, S. Greenbaum, A. Thakor; J. Stiglitz)

Źródło: opracowanie własne.

### 3.4. Środowisko regulacyjno-prawne systemu kontynentalnego i anglosaskiego

Różnice w odniesieniu do środowiska regulacyjno-prawnego<sup>27</sup> systemu anglosaskiego i systemu kontynentalnego są na tyle wyraźne, że stały się przedmiotem badań jako główny czynnik mogący decydować o kierunku i tempie rozwoju systemu finansowego oraz jego strukturze instytucjonalnej. Zwolennicy stanowiska określanego w literaturze przedmiotu mianem prawo i finanse (*law and finance*) wskazują właśnie na regulacyjno-prawną genezę poszczególnych systemów finansowych. Twórcy tego podejścia (zespół w składzie: La Porta, Lopez-de-Silanes, Schleifer oraz Vishny) z perspektywy praw indywidualnego inwestora analizują regulacje chroniące akcjonariuszy i wierzycieli, pochodzenie tych regulacji prawnych oraz jakość ich stanowienia. Na podstawie przeprowadzonych analiz porównawczych wyróżnili oni dwie podstawowe rodziny prawa<sup>28</sup>: prawo cywilne i prawo po-

wszechnie (zwyczajowe)<sup>29</sup>. W literaturze prawniczej w ramach rodziny prawa cywilnego wyróżnia się trzy odrębne tradycje prawne: francuską, niemiecką oraz skandynawską. Każda z nich miała wpływ na formowanie systemów prawnych w wielu państwach (na skutek wojen, podbojów kolonialnych czy naśladownictwa)<sup>30</sup>. Rodzina prawa powszechnego ukształtowała się natomiast pod wpływem brytyjskich regulacji prawnych rozprzestrzeniających się w szczególności w koloniach brytyjskich.

Wyniki przeprowadzonych badań umożliwiły sformułowanie wniosków dotyczących różnic w zakresie ochrony praw indywidualnego inwestora w poszczególnych systemach prawnych. Ochrona indywidualnego inwestora jest najsilniejsza w krajach, w których obowiązuje prawo powszechnie, najsłabsza natomiast w krajach, które rozwinęły system prawny oparty na francuskiej tradycji prawa cywilnego. Niewątpliwie zapewnienie ochrony praw inwestora jest jednym z podstawowych warunków rozwoju rynku finansowego<sup>31</sup>. Dlatego w krajach, w których obowiązuje prawo zwyczajowe (powszechnie): w Kanadzie, Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii, ukształtował się anglosaski system finansowy.

<sup>27</sup> Środowisko regulacyjno-prawne definiowane jest w artykule szeroko. Obejmuje ono zarówno pojęcie systemu prawnego (tj. istniejącego zespołu instytucji prawnych, procedur oraz reguł prawa), jak i tradycji prawnej (kategorii pozwalającej odnieść regulacje prawne i metodę ich tworzenia do tradycji); por. Merryman (1985, s. 1-2, za: Mayhew, Seabright 1992).

<sup>28</sup> Autorzy wskazują na trudność wynikającą z nieistnienia w praktyce dwóch identycznych systemów prawnych. Jednocześnie wskazują na występowanie systemów wystarczająco podobnych w najważniejszych kwestiach, co pozwala zaklasyfikować je do tych samych rodzin prawa. Wśród kryteriów najczęściej wykorzystywanych w celu wyodrębnienia rodzin prawa są m.in. „to historyczne i rozwój systemu prawnego, teorie i hierarchie źródeł prawa, praktyczna metodologia wykorzystywana we władzy sądowniczej, charakterystyka koncepcji prawnych stosowanych w danym systemie prawnym, instytucje prawne oraz podział prawa wykorzystywany w systemie”; zob. Glendon et al. (1992, s. 4-5, za: La Porta et al. 1998, s. 1118).

<sup>29</sup> Autorzy wskazują dwie rodziny prawa, najistotniejsze z punktu widzenia przedmiotu analiz. Pomijają zatem kilka innych rodzin prawa usankcjonowanych m.in. tradycjami religijnymi, takich jak prawo żydowskie, kanoniczne, muzułmańskie czy hinduskie.

<sup>30</sup> Szerzej zob. La Porta et al. (1996).

<sup>31</sup> Analizę związku między obiema kategoriami przeprowadzili m.in. La Porta et al. (1997, s. 1131-1150). Wyniki badań jednoznacznie wskazują na determinowanie rozwoju rynku kapitałowego przez szeroko rozwinięty system prawnej ochrony indywidualnego inwestora.

Potwierdzenia zasadniczych różnic między strukturami regulacyjno-prawnymi systemu anglosaskiego i niemiecko-japońskiego dostarczyło też badanie historycznych cech tych struktur przeprowadzone przez Demirgüç-Kunt i Levine'a (1999). Autorzy zaproponowali następujące wyróżniki prawa powszechnego, które przyczyniły się do rozwoju systemu finansowego opartego na rynku:

- silna ochrona praw akcjonariuszy i indywidualnych inwestorów,
- przejrzyste zasady rachunkowe,
- brak systemu ochrony deponentów (w wersji *explicite*).

Demirgüç-Kunt i Levine (1999) zidentyfikowali również historycznie ukształtowane cechy prawa cywilnego, wskazując jednocześnie na ich znaczenie dla rozwoju bankowego systemu finansowego. Są nimi:

- słaba ochrona praw akcjonariuszy i indywidualnych inwestorów,
- niski poziom egzekwowania zapisów kontraktów (umów),
- restrykcyjne regulacje bankowe.

Model anglosaski i kontynentalny badane są także z punktu widzenia jakości środowiska prawno-regulacyjnego. Szczególnie ważna w tych badaniach jest odpowiedź na pytanie, na ile środowisko regulacyjno-prawne, jego jakość czy struktura są istotne dla prawidłowego funkcjonowania systemu finansowego. Z literatury (Rajan, Zingales 2003) i obserwacji systemów finansowych w różnych państwach wynika, że funkcjonowanie systemu opartego na rynku jest znacznie bardziej uzależnione od systemu prawnego. Wymaga on dobrze zdefiniowanych praw własności, większej przejrzystości regulacji prawnych oraz dużej skuteczności egzekwowania prawa. Z kolei system oparty na bankach może z powodzeniem funkcjonować w państwie, w którym system prawny charakteryzuje się niższą jakością regulacji prawnych i gorszym ich egzekwowaniem, co jest jednym z argumentów za adaptowaniem tego modelu w krajach rozwijających się i tworzących gospodarkę rynkową.

#### 4. Podsumowanie

Przeprowadzone studia literatury i obserwacja wybranych systemów finansowych krajów wysoko rozwiniętych pozwoliły wyodrębnić najważniejsze elementy systemu finansowego i wskazać jego podstawowe cechy strukturalne. Drugą część artykułu poświęcono wielopłaszczyznowej analizie modeli systemu finansowego. Jednak przeprowadzone badania nie dają jednoznacznych odpowiedzi na pytanie, który z modeli i dlaczego jest lepszy z punktu widzenia rozwoju gospodarczego kraju oraz w którym z nich jest efektywniejszy.

Każdy system finansowy należy postrzegać jako złożony układ wzajemnie oddziałujących na siebie elementów, który kształtuje się pod wpływem zmieniającego się otoczenia. Złożoność systemu finansowego pod względem instytucjonalnym oraz w zakresie powiązań między jego elementami sprawia, że tylko kompleksowe (w miarę możliwości analitycznych) ujmowanie tego zagadnienia pozwala na formułowanie trafnych ocen. Jednocześnie wspomniany w pierwszym artykule brak jednomyślności w definiowaniu systemu finansowego i złożoność tego zagadnienia przyczyniły się do tego, że nie stworzono spójnych ram analitycznych, umożliwiających prowadzenie dokładnych analiz porównawczych. Wydaje się zatem, że ważnym wątkiem badań nad naturą systemu finansowego będzie stworzenie konstrukcji analitycznej mającej zastosowanie w badaniach odmiennych systemów finansowych.

Jak podkreślono w artykule, system finansowy i jego funkcjonowanie zależą od zewnętrznych wobec systemu uwarunkowań ekonomicznych, prawnych, społecznych oraz politycznych. System funkcjonuje w dynamicznie zmieniającym się otoczeniu i przez to sam także nie jest statyczny. Konieczne wydaje się zatem zidentyfikowanie i przeanalizowanie czynników, które współcześnie oddziałują na kształtowanie się poszczególnych elementów systemu, oraz związków między nimi. Dlatego prowadzone w niniejszym artykule rozważania o charakterze teoretycznym zostaną rozwinięte w kolejnym opracowaniu, w którym będą zaprezentowane najważniejsze współczesne przeobrażenia systemu finansowego oraz ich konsekwencje dla kształtowania struktury i funkcji systemu finansowego.

## Bibliografia

- Allen F. (2003), *Comment*, w: *The transformation of the European financial system*, w: V. Gaspar, P. Hartmann, O. Sleijpen (red.), *The transformation of the European financial system. Second ECB Central Banking Conference*, May, ECB, Frankfurt.
- Allen F., Gale D. (1995), *A Welfare Comparison of Intermediaries and Financial Markets in Germany and the US*, "European Economic Review", Vol. 39, No. 2, s. 179–209.
- Allen F., Gale D. (2000), *Comparing Financial Systems*, Massachusetts Institute of Technology, Cambridge.
- Amable B. (2004), *An Overview of Financial Systems' Diversity, The Transformation of the European Financial Systems. Where Do We Go? Where Should We Go?*, "Proceedings of OeNB Workshop", No. 1, Oesterreichische Nationalbank, Vienna.
- Ang A., Maddaloni A. (2005), *Do demographic changes affect risk premiums? Evidence from international data*, "Journal of Business", Vol. 78, No. 1, s. 341–379.
- Barth J.R., Caprio G., Nolle D.E. (2004), *Comparative International Characteristics of Banking*, "Economic and Policy Analysis Working Paper", No. 1, The World Bank, Washington, D.C.
- Bencivenga V.R., Smith B.D. (1991), *Financial intermediation and endogenous growth*, "Review of Economic Studies", Vol. 58, No. 2, s. 195–209.
- Berlöf E. (1997), *Reforming Corporate Governance – Redirecting the European Agenda*, "Economic Policy", Vol. 12, No. 24, s. 91–123.
- BIS (2005), *Investigating the relationship between the financial and real economy*, "BIS Paper", No. 22, BIS, Basle.
- Blair M.M. (1995), *Ownership and control: Rethinking corporate governance for the twenty-first century*, The Brookings Institution, Washington, D.C.
- Boot A.W.A., Greenbaum S.I., Thakor A.V. (1993), *Reputation and Discretion in Financial Contracting*, "American Economic Review", Vol. 83, No. 5, s. 1165–1183.
- Boot A.W.A., Thakor A.V. (1997), *Financial Systems Architecture*, "The 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.
- Calomiris C., Hubbard R.G. (1989), *Price flexibility, credit availability and economic fluctuations: evidence from US, 1894–1909*, "Quarterly Journal of Economics", Vol. 104, No. 3, s. 429–452.
- Chakraborty S., Ray T. (2003), *Bank-based versus Market-based Financial Systems: A Growth-Theoretic Analysis*, "Economics Department Working Paper", No. 6, University of Oregon, Eugene.
- Claessens S., Klingebiel D. (1999), *Alternative Frameworks for the Provision of Financial Services. Economic Analysis and Country Experiences*, "Policy Research Working Paper", No. 2189, The World Bank, Washington, D.C.
- Corbett J., Mayer C. (1991), *Financial Reform in Eastern Europe: Progress with the Wrong Model*, "Oxford Review of Economic Policy", Vol. 7, No. 4, s. 57–75.
- Cumming C.M., Sweet L.M. (1987-1988), *Financial Structure of the G-10 Countries: How Does the United States Compare?* "Quarterly Review", Winter, Federal Reserve Bank of New York.
- Czerkas K. (1998), *Konwergencja światowych systemów finansowych – analiza zjawiska i jego skutków dla polskiego systemu finansowego*, „Bank i Kredyt”, nr 9, s. 103–116.
- de Jong H.W. (1991), *The Takeover Market in Europe: Control Structures and the Performance of Large Companies Compared*, "Review of Industrial Organization", Vol. 6, No. 1, s. 1–18.
- Dębski W. (2005), *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Demirgüç-Kunt A., Levine R. (1999), *Bank-based and market-based financial systems: cross-country comparison*, "Policy Research Working Paper", No. 2143, The World Bank, Washington, D.C.
- Demirgüç-Kunt A., Maksimovic V. (2002), *Funding Growth in Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Evidence from Firm-Level Data*, "Journal of Financial Economics", Vol. 65, No. 3, s. 337–363.
- Dewatripont M., Maskin E. (1995), *Credit and Efficiency in Centralized Versus Decentralized Markets*, "Review of Economic Studies", Vol. 62, No. 4, s. 541–555.
- Diamond D.W. (1984), *Financial Intermediation and Delegated Monitoring*, "Review of Economic Studies", Vol. 51, No. 3, s. 393–414.
- Dolar V., Meh C. (2002), *Financial Structure and Economic Growth: A Non-Technical Survey*, "Working Paper", No. 24, September, Bank of Canada, Ottawa.
- ECB (2002), *Report on financial structures*, Frankfurt.

- European Commission (2002), *SMEs in Europe, including a first glance at EU Candidate Countries*, "Observatory of European SMEs", No. 2, Brussels.
- Fazzari S., Hubbard R.G., Petersen B.C. (1987), *Financing constraints and corporate investment*, "Working Paper", No. 2387, NBER, Cambridge.
- Franks J., Mayer C., Hardie J., Malinvaud E. (1990), *Capital markets and corporate control: a study of France, Germany and the UK*, "Economic Policy", Vol. 5, No. 10, s. 189–231.
- Galati G., Tsatsaronis K. (2001), *The impact of the euro on Europe's financial markets*, "Working Paper", No. 100, BIS, Basle.
- Galauff G.M.M., den Broeder C. (1997), *Governance of stakeholder relationships. The German and Dutch experience*, "SUERF Studies", No.1, The Société Universitaire Européenne de Recherches Financieres, <http://www.suerf.org/download/studies/study1.pdf>
- Gertler M. (1988), *Financial Structure and Aggregate Economic Activity: An Overview*, "Journal of Money, Credit, and Banking", Vol. 20, No. 3, s. 559–588.
- Grosfeld I. (1994), *Comparing financial systems, problems of information and control in economies in transition*, CASE, Warszawa, September.
- Hartmann P., Maddaloni A., Manganelli S. (2003), *The Euro Area Financial System: Structure, Integration and Policy Initiatives*, "Working Paper", No. 230, ECB, Frankfurt.
- Hölzl W. (2003), *Convergence of financial systems: toward an evolutionary perspective*, "Working Paper", No. 31, Vienna University of Economics and Business Administration, Vienna.
- IMF (2005), *Financial Sector Assessment. A Handbook*, Washington, D.C.
- Institute of International Bankers (2007), *Regulatory and Market Developments*, Global Survey 2007, October, New York.
- Jacobsen T., Lindé J., Roszbach K. (2005), *Exploring interactions between real activity and the financial stance*, "Journal of Financial Stability", Vol. 1, No 3, s. 308–341.
- Kaźmierczak A. (1993), *Pieniądz i bank w kapitalizmie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- King R.G., Levine R. (1993), *Finance and growth: Schumpeter might be right*, "The Quarterly Journal of Economics", Vol. 108, No. 3, s. 717–737.
- Kozłowski T. (2007), *Problem struktury systemu finansowego w kontekście relacji pomiędzy przedsiębiorstwami niefinansowymi i sektorem finansowym*, „Bank i Kredyt”, nr 1, s. 56–75.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Schleifer A., Vishny R.W. (1996), *Law and Finance*, "Working Paper", No. 5661, NBER, Cambridge.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Schleifer A., Vishny R.W. (1997), *Legal Determinants of External Finance*, "Journal of Finance", Vol. 52, No. 3, s. 1131–1150.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Schleifer A., Vishny R.W. (1998), *Law and Finance*, "Journal of Political Economy", Vol. 106, No. 6, s. 1113–1155.
- Lall S., Cardarelli R., Tytell I. (2006), *Financial systems and economic cycles*, w: IMF, *World Economic Outlook*, September, Washington, D.C.
- Levine R. (2002), *Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?*, "Working Paper", No. 9138, NBER, Cambridge.
- Levine R., Zervos S. (1998), *Stock Markets, Banks, and Economic Growth*, "American Economic Review", Vol. 88, No. 3, s. 537–558.
- Mayhew K., Seabright P. (1992), *Incentive and the management of enterprises in economic transition: capital market are not enough*, "Oxford Review of Economic Policy", Vol. 8, No. 1, s. 105–129.
- McCauley R.N., Zimmer S.A. (1989), *Explaining international differences in the cost of capital*, "Quarterly Review", Summer, Federal Reserve Bank of New York.
- Merton R.C., Bodie Z. (2004), *The design of financial systems: Toward a synthesis of function and structure*, "Working Paper", No. 10620, NBER, Cambridge.
- Myers S.C., Majluf N.S. (1984), *Corporate financing and investment decision when firms have information the investors do not have*, "Working Paper", No. 1396, NBER, Cambridge.
- NBP (2002), *Rynek finansowy w Polsce, 1998-2001*, Narodowy Bank Polski, Warszawa.
- NBP (2003), *Biuletyn Informacyjny Narodowego Banku Polskiego*, nr 1–2, Warszawa.
- NBP (2004), *Rozwój systemu finansowego w Polsce w latach 2002–2003*, Warszawa.
- NBP (2006), *Biuletyn Informacyjny Narodowego Banku Polskiego*, nr 2, Warszawa.
- Owsiak S. (2002), *Podstawy nauki finansów*, PWE, Warszawa.
- Peree E., Steinherr A. (2001), *The euro and capital markets: a new era*, "The World Economy", Vol. 24, No. 10, s. 1295–1308.

- Polański Z. (1994a), *Instytucje finansowe a przedsiębiorstwa*, „Życie gospodarcze”, nr 11, s. 48–50.
- Polański Z. (1994b), *Instytucje finansowe a przedsiębiorstwa*, „Życie gospodarcze”, nr 12, s. 46–47.
- 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.
- Prowse S. (1994), *Corporate governance in an international perspective: a survey of corporate control mechanisms among large firms in the United States, the United Kingdom, Japan and Germany*, “Economic Paper”, No. 41, BIS, Basle.
- Rajan R.G., Zingales L. (2001), *The Great Reversals: The Politics of Financial Developments in the 20th Century*, “Working Paper”, No. 8178, NBER, Cambridge.
- Rajan R.G., Zingales L. (2003), *Banks and Markets: The Changing Character of European Finance*, w: V. Gaspar, P. Hartmann, O. Sleijpen (red.) *The transformation of the European financial system. Second ECB Central Banking Conference*, May, ECB, Frankfurt.
- Rybczyński T. (1994), *Ewolucja systemu finansowego. Giełdowe bitwy i keiretsu*, „Życie Gospodarcze”, nr 36, s. 42–43.
- Scharfstein D. (1988), *The Disciplinary Role of Takeovers*, “Review of Economic Studies”, Vol. 55, No. 2, s. 185–199.
- Schumpeter J. (1960), *Teoria rozwoju gospodarczego*, PWN, Warszawa.
- Sławiński A. (2006), *Rynki finansowe*, PWE, 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., Weiss A. (1983), *Incentive Effects of Terminations: Applications to the Credit and Labor Markets*, “American Economic Review”, Vol. 73, No. 5, s. 912–927.
- Udell G.F., Wachtel P. (1997), *Financial System Design for Formerly Planned Economies: Defining the Issues*, “Working Paper”, No. 27, New York University.
- Vitols S. (2002), *The Transition from Banks to Markets in the German and Japanese Financial System*, “Discussion Paper”, No. 02–901, Social Science Research Center, Berlin.
- Weinstein D.E., Yafeh Y. (1998), *On the Costs of Bank-Centered Financial System: Evidence from the Changing Main Bank Relations in Japan*, “The Journal of Finance”, Vol. 53, No. 2, s. 635–672.
- Wypych M. (2001), *Finanse i instrumenty finansowe*, Absolwent, Łódź.
- Żyżyński J. (2006), *System finansowy a gospodarka realna: między służebnością a wyobcowaniem*, „Ekonomista”, nr 4, s. 527–549.