

Józef Sobota

Aktualne prace statystyczne w Narodowym Banku Polskim zdeterminowane są przez dwa podstawowe czynniki:

- potrzebę dostosowania standardów statystycznych do wymogów unijnych, w tym szczególnie do tych, które wyznaczane są przez Europejski Bank Centralny,
- potrzeby informacyjne związane z realizacją bezpośredniego celu inflacyjnego przez NBP.

Działania dostosowawcze w zakresie statystyki związane z procesem przedakcesyjnym do Unii Europejskiej w przypadku Narodowego Banku Polskiego mają charakter dwutorowy. Z jednej strony, będąc instytucjonalnie odpowiedzialnymi za obszar statystyki monetarnej oraz bilansu płatniczego jesteśmy zobowiązani do przyjęcia zasad obowiązujących w tym zakresie na obszarze unii gospodarczej, z drugiej zaś strony, jako bank centralny prowadzimy odpowiednie prace dostosowawcze w kontekście przyszłego członkostwa w ESBC. Zasadą jest, że kraj, który zgłasza akces wstąpienia do unii walutowej, z wyprzedzeniem zobowiązany jest do przekazania do EBC zestawu danych porównywalnych z tymi, które przekazują kraje będące członkami unii walutowej. Takie postępowanie ze strony EBC powoduje, że NBP już obecnie zmienia zakres i terminy przekazywania sprawozdań przez banki komercyjne, tak by na początek 2003 r. osiągnąć taki stan, który pozwoli spełniać wymogi EBC w zakresie statystyki monetarnej.

Nieco odmienna jest sytuacja w dziedzinie bilansu płatniczego, gdzie standardy unijne są zbieżne z metodologią MFW. Powoduje to, że prace dostosowawcze w dużym stopniu dotyczą szczegółów, a nie generalistów. Zasadniczą kwestią jest tu odpowiedź na pytanie, w jakim stopniu badania statystyczne mają mieć charakter masowy, a w jakim reprezentatywny. Jest to pytanie o koszty i uciążliwość badań w oparciu o pełne zbiorowości. W obecnej sytuacji zdecydowanie przeważa pogląd, że należy dążyć do badań reprezentatywnych z wykorzystaniem metod statystyczno-ekonometrycznych do szacowania wartości dla pełnych zbiorowości będących przedmiotem badania statystycznego. Taki kierunek badań będzie także preferowany w NBP. Czynnikiem ułatwiającym dostosowanie do wymogów unijnych jest to, że NBP od dłuższego czasu w sposób ciągły dostosowuje swoją statystykę do standardów MFW, które w znacznej mierze są zbieżne z tymi, które obowiązują bądź będą obowiązywać w Unii. Przykładem takich działań jest uczestnictwo w systemie SDDS (The Special Data Dissemination Standard). Celem tych działań było zwiększenie dostępności kompleksowych i przekazywanych terminowo danych. Włączenie się w system SDDS było konieczne z uwagi na globalizację rynków finansowych, co powoduje, że odpowiednie informacje statystyczne o poszczególnych uczestnikach tego procesu pozwalają na sprawne jego funkcjonowanie i ogranicza groźbę powstawania kryzysów finansowych. Wyzwania związane z procesem akcesyjnym do unii gospodarczej nie mogły i nie przysłoniły prac bieżących, które wymagały dostosowania do nowej strategii NBP związanej z realizacją bezpośredniego celu inflacyjnego. Wymagało to rozszerzenia zakresu pozyskiwanych informacji i prowadzenia badań statystycznych, które pozwoliłyby analizować naturę procesów inflacyjnych w polskiej gospodarce. Do podstawowych prac w tym zakresie należy zaliczyć analizy oczekiwań inflacyjnych uczestników życia gospodarczego, jak też badania koniunktury gospodarczej. Rozszerzenie zakresu informacji niezbędnej dla opisu zjawisk inflacyjnych nie wyczerpuje listy zmian. Istotna jest również zmiana filozofii w prezentacji danych, odejście od gromadzenia i udostępniania surowych danych w kierunku ich analizy z wykorzystaniem narzędzi statystyczno-ekonometrycznych. Proces zmian w obszarze badań statystycznych ma charakter ciągły, gdyż muszą one odpowiadać na wyzwania, jakie stawiane są przed nimi ze strony analityków procesów pieniężnych i konieczność włączenia się w system jednolitych standardów statystycznych, które mają doprowadzić w skali międzynarodowej do wymiany informacji według jednolitych kryteriów co do zakresu, częstotliwości i terminu ich udostępniania.



Józef Sobota
Członek Zarządu
Dyrektor Departamentu Statystyki NBP

BANK I KREDYT

styczeń
2002

4 Aleksander Welfe, Michał Majsterek Długookresowe związki między
płacami, cenami i kursem walutowym w gospodarce polskiej okresu transformacji

13 Tatiana Fic Bąble spekulacyjne kursu złotego

22 Wojciech Morawski Historia bankowości centralnej - Bank Japonii

28 Piotr Zapadka Aspekty prawne funkcjonowania rynku finansowego w Polsce

44 Waldemar Aspadarec Tendencje konsolidacyjne i wyzwania przed pol-
skim rynkiem kapitałowym w perspektywie integracji z rynkiem europejskim

52 Rafał Walkiewicz Dlaczego Zjednoczona Europa nie chce efektywnego
ryнку kapitałowego

58 Rozalia Grynys Obligacje komunalne - efektywny instrument finansowy
czy promocja miasta

64 Emisja monet i banknotów w 2001 roku

70 Wiesław Szczęsny: Firma w otoczeniu fiskalnym **rec. Jan Szczepański**

**72 Banki w Polsce. Wyzwania i tendencje rozwojowe. Praca zbiorowa pod
redakcją Władysława L. Jaworskiego rec. Ryszard Szewczyk**

78 SPIS TREŚCI miesięcznika „Bank i Kredyt” - 2001 rok

82 Summaries

€uro od A do Z

Krzysztof Jakubiszyn Dlaczego euro powinno być przedmiotem naszego
zainteresowania

Wydawca
Narodowy Bank Polski,
00-919 Warszawa,
ulica Świętokrzyska 11/21,

telefony
653 20 77 (redaktor naczelny),
653 23 35
(zastępca redaktora naczelnego),
653 25 71 (sekretarz redakcji),
fax 653 13 21
<http://www.nbp.pl>

Kolegium Redakcyjne

Piotr Boguszewski,
Elżbieta Czarny
Ryszard Czerniawski,
Dariusz Daniluk,
Ryszard Kokoszcyński,
Karol Lutkowski
Zofia Musiał (zastępca redaktora naczelnego),
Bogusław Pietrzak (redaktor naczelny)
Danuta Stasiak - Lipowska
Iwona Stefaniak (sekretarz redakcji)

Projekt
DOCTORAD

Skład i Druk
Drukarnia NBP

Prenumerata

„RUCH” SA - wpłaty na prenumeratę przyjmu-
ją: jednostki kolportażowe właściwe dla miej-
sca zamieszkania lub siedziby prenumeratora

(dostawa w sposób uzgodniony). Wpłaty
przyjmuje Oddział Krajowej Dystrybucji Prasy
„RUCH” SA na konto: Pekao SA IV O/Warszawa
12401053-40060347-2700-401112-001 lub
kasa Oddziału. Cena prenumeraty ze zlece-
niem dostawy za granicę jest o 100% wyższa
od krajowej. Zlecenia na prenumeratę dewizo-
wą, przyjmowane od osób zamieszkałych za
granicą, realizowane są od dowolnego nume-
ru w danym roku kalendarzowym. Wpłaty są
przyjmowane na okresy kwartalne w terminie:

do 5.12 - na I kw. następnego roku, do 5.03 -
na II kw.br., do 5.06 na III kw. br., do 5.09 na
IV kw. br. Informacje o warunkach prenumera-
ty w „RUCH” SA OKDP, 00-958 Warszawa, ul.
Jana Kazimierza 31/33 można uzyskać pod tel.
532-87-31, 532-88-20.
Prenumerata własna i sprzedaż pojedynczych
egzemplarzy:
Narodowy Bank Polski - Departament
Komunikacji Społecznej, 00-919 Warszawa,
ulica Świętokrzyska 11/21,

konto:

Centrala NBP - Departament
Operacyjno-Rachunkowy nr konta
NBP DOR 10100000-13-209-99
2001 r. - 144,00 zł; 1 egz. - 12,00 zł
2002 r. - 144,00 zł; 1 egz. - 12,00 zł
Redakcja zastrzega sobie prawo do skracania
i opracowywania redakcyjnego tekstów.
Artykułów nie zamówionych nie zwracamy.

Długookresowe związki między płacami, cenami i kursem walutowym w gospodarce polskiej okresu transformacji*

Aleksander Welfe, Michał Majsterek

Wstęp

Badanie relacji przyczynowo-skutkowych zachodzących między zmiennymi makroekonomicznymi napotyka poważną trudność metodologiczną, bowiem są one najczęściej wywołane przez procesy niestacjonarne. Nie jest możliwe zastosowanie w takim przypadku klasycznych metod służących do weryfikacji hipotez, bowiem odpowiednie statystyki nie mają standardowych rozkładów. Wnioskowanie na ich podstawie prowadzi, na co wskazują wyniki eksperymentów Monte Carlo, do poważnych błędów. Jednocześnie oczekuje się, że zmienne powiązane ze sobą trwałymi zależnościami długookresowymi będą wykazywać podobną zmienność w czasie, a składniki losowe z regresji (modeli) wyrażających takie relacje powinny być stacjonarne. Oznacza to, że zmienne mogą okresowo odchyłać się od wartości wynikających z długookresowych oddziaływań, ale po pewnym czasie istnienie równowagi dynamicznej spowoduje, że zakłócenia ustaną i wartości zmiennych powrócą na stabilne trajektorie (por. dyskusję w: Majsterek, Welfe, 2000). Istnienie takiego mechanizmu korygującego jest równoznaczne ze skointegrowaniem zmiennych. W przypadku zmiennych niestacjonarnych właściwa strategia modelowania polega więc na identyfikacji zależności kointegracyjnych i odróżnieniu ich od związków krótkookresowych, przy zastosowaniu odpowiednich procedur testowania (por. Mizon, 1995).

Właściwym narzędziem do analizy zależności występujących między zmiennymi niestacjonarnymi są

wektorowe modele korekty równowaga, VEqCM. Umożliwiają one bowiem weryfikację hipotez dotyczących skointegrowania zmiennych, dekompozycję ich zmienności na długookresowe relacje, krótkookresowe fluktuacje i losowe zaburzenia oraz eliminację wspólnych trendów stochastycznych (por. Clements, Mizon, 1991), co pozwala uniknąć niebezpieczeństwa regresji pozornych. Jednocześnie modele VEqCM dają możliwość pełnego wykorzystania teorii ekonomicznej poprzez nakładanie restrykcji na parametry długookresowe. Najczęściej przyjmuje się, iż relacje kointegracyjne są liniowe, choć uwzględnienie nieliniowości w związkach kointegracyjnych w ramach VEqCM nie przedstawia większych trudności (por. Hall, Mizon, Welfe, 2000).

Poprawne zastosowanie VEqCM prowadzi zwykle do wielu interesujących wniosków ekonomicznych. W prezentowanym badaniu udało się skwantyfikować związki długookresowe zachodzące między kluczowymi makrokategoriami definiującymi nominalną sferę gospodarki narodowej Polski na podstawie materiału empirycznego dotyczącego okresu transformacji systemowej.

Modele VEqCM

Wektorowy model korekty równowaga, VEqCM, można zapisać następująco:

$$\Delta y_{(m)t} = y_{(m)t-1}\Pi + \sum_{s=1}^{S-1} \Delta y_{(m)t-s}\Gamma_s + \xi_{(m)t} \quad (1)$$

* Opracowanie powstało przy finansowym wsparciu grantu KBN nr 1H02 B 01117.

gdzie:

$y_{(m)t} = [y_{1t} \dots y_{Mt}]$ - wektor M zmiennych,
 Π - macierz mnożników długookresowych,
 Γ_s - macierz mnożników krótkookresowych,
 $\xi_{(m)t} = [\xi_{(1)t} \dots \xi_{(M)t}]$ - wektor składników losowych,
 z których każdy jest białym szumem,
 $m=1, \dots, M; s=1, \dots, S; t=1, \dots, T$.

Jeżeli liczba liniowo niezależnych wektorów kointegrujących wynosi R , gdzie $0 \leq R < M$, to macierz mnożników całkowitych można zdekomponować zgodnie ze wzorem:

$$\Pi = \mathbf{B}^T, \quad (2)$$

gdzie $\mathbf{A} = [\alpha_{(m)1} \alpha_{(m)2} \dots \alpha_{(m)R}]_{M \times R}$.

Poszczególne kolumny macierzy $\mathbf{B}$, $\mathbf{B} = [\beta_{(m)1} \beta_{(m)2} \dots \beta_{(m)R}]_{M \times R}$, odpowiadają niezależnym wektorom kointegrującym, zaś macierzy $\mathbf{A}$ - wagom, jakie należy przypisać tym wektorom w objaśnianiu zmiennych endogenicznych związanych z odpowiednim wierszem tej macierzy. Macierz $\mathbf{A}$ nazywana jest także macierzą dostosowań (ang. *adjustment matrix*), gdyż jej elementy mogą być traktowane jako analogony parametrów mierzących efekt korekty błędem w modelu jednorównaniowym. Tym samym składnik $y_{(m)t-1} \Pi = y_{(m)t-1} \mathbf{B}^T$ może być traktowany jako (przeszłe) odchylenia od długookresowej równowagi, które na mocy twierdzenia Grangera o reprezentacji są stacjonarne. Równanie (1) jest izomorficznym przekształceniem modelu VAR (wyprowadzenie zgodne ze stosowaną tu notacją można znaleźć w: Welfe, Majsterek, 2000).

Model VEqCM (1) jest zredukowaną postacią modelu strukturalnego, SVEqCM:

$$\Delta y_{(m)t} \mathbf{A}_0 = y_{(m)t-1} \tilde{\Pi} + \sum_{s=1}^{S-1} \Delta y_{(m)t-s} \mathbf{A}_s + \zeta_{(m)t}, \quad (3)$$

gdzie:

$$\tilde{\Pi} = \tilde{\Pi} \mathbf{A}_0,$$

$$\mathbf{A}_s = \Gamma_s \mathbf{A}_0$$

$$\zeta_{(m)t} = \xi_{(m)t} \mathbf{A}_0.$$

Macierz $\tilde{\Pi}$ może być zdekomponowana na identyfikowalne macierze strukturalne $\tilde{\mathbf{B}}$ oraz $\tilde{\mathbf{A}}$ o wymiarach $M \times R$, $\tilde{\Pi} = \tilde{\mathbf{B}} \tilde{\mathbf{A}}$. Identyfikacja wymaga otrzymania macierzy związków krótkookresowych $\mathbf{A}_s$ oraz macierzy związków równoczesnych $\mathbf{A}_0$. Jest to równoważne dokonaniu marginalizacji modelu, tj. podziałowi na zmienne endogeniczne i egzogeniczne oraz określeniu charakteru zależności między zmiennymi endogenicznymi. Pozwala to na otrzymanie w pełni interpretowalnych ekonomicznie mnożników długookresowych (macierz $\tilde{\mathbf{B}}$). Warunki identyfikujące macierz $\mathbf{A}_0$ mogą przyjąć formę restrykcji nakładanych na parametry zawarte w macierzy Γ_s , i(lub) parametry $\alpha_{(m)r}$. Identyfikacja $\tilde{\mathbf{B}}$

wymaga nałożenia restrykcji na wektory kointegrujące $\beta_{(m)r}$, i(lub) wektory $\alpha_{(m)r}$ (por. dyskusję w: Hall, Zonizlos, 1999). Należy bowiem zauważyć, że restrykcje nakładane na macierze $\mathbf{A}$ oraz $\mathbf{B}$ cechuje dualizm. Przykładowo, długookresową egzogeniczność wybranej m -tej zmiennej można wymusić zarówno poprzez zerowość wszystkich elementów m -tego wiersza macierzy wag, jak i poprzez restrykcje nakładane na elementy macierzy kointegrującej.

Warunkiem identyfikowalności struktury długookresowej jest - po uwzględnieniu normalizacji, tj. ustaleniu jednostkowych wartości parametrów przy zmiennych objaśnianych - wyznaczenie co najmniej $R(R-1)$ dodatkowych restrykcji (por. warunek konieczny identyfikowalności modeli wielorównaniowych; Welfe, 1998). W przypadku braku restrykcji krzyżowych (wiążących ze sobą różne wektory kointegrujące) trzeba (z warunku wymiaru) co najmniej $R-1$ restrykcji w każdym równaniu. Zastosowanie systemowej metody estymacji (np. MNW z pełną informacją) pozwala wprowadzić tylko $R(R-1)$ restrykcji na parametry całego systemu długookresowego i nie jest istotne, ile z nich występuje w każdym z równań.

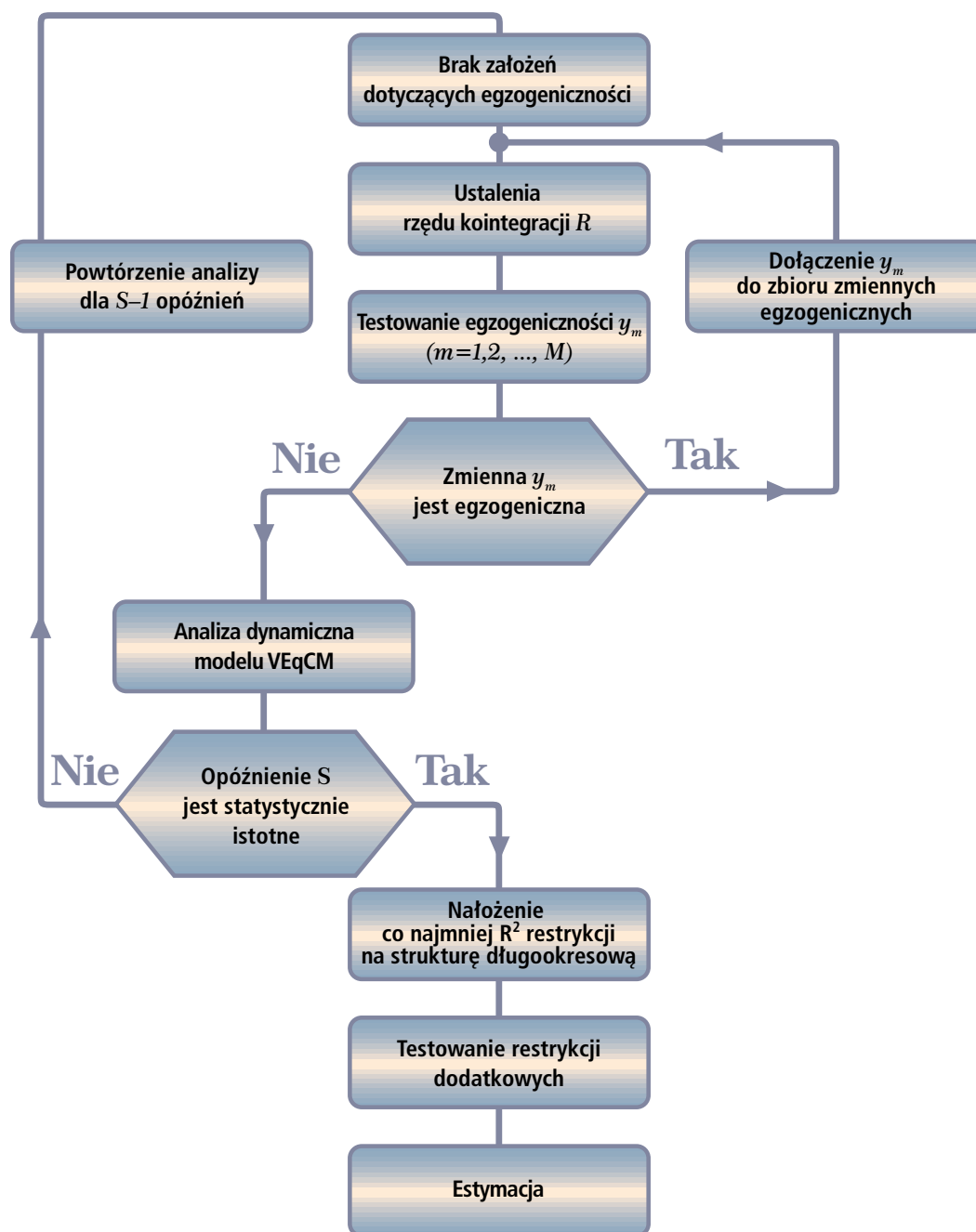
Jeśli liczba restrykcji $k < R^2$, to system jest nieidentyfikowalny, jeśli $k > R^2$ - jest on nadmiernie identyfikowalny. W tym drugim przypadku restrykcje mogą być testowane za pomocą standardowego testu ilorazu wiarygodności (szersza dyskusja w: Hendry, Mizon, 1993, Johansen, 1995):

$$Q = T \left[\sum_{r=1}^R \ln(1 - \tilde{\lambda}_r) - \sum_{r=1}^R \ln(1 - \lambda'_r) \right] \quad (6)$$

gdzie $\tilde{\lambda}_r$ i λ'_r są wartościami własnymi związanymi z R wektorami charakterystycznymi pewnej macierzy (bardziej sformalizowana dyskusja w: Majsterek, Welfe, 2000). Są one równoznaczne z wektorami kointegrującymi, odpowiednio, w systemie z warunkami dodatkowymi nałożonymi na elementy wektora kointegrującego oraz w systemie zawierającym jedynie tyle restrykcji, ile potrzeba do zapewnienia jednoznacznej identyfikowalności. W rozwiązaniu zaproponowanym przez Johansena (1988) są to restrykcje ortogonalizujące i normalizacyjne (szczegółowe omówienie procedury Johansena w: Majsterek, 1998).

Johansenowskie (tj. ortogonalne) wektory kointegrujące nie mają zwykle bezpośredniej interpretacji ekonomicznej. Dlatego też uwzględnienie dodatkowych hipotez (dotyczących np. sumowalności parametrów) wymaga nałożenia bardzo skomplikowanych restrykcji mieszanych zarówno na elementy macierzy $\mathbf{A}$, jak i $\mathbf{B}$. Prostsze rozwiązanie - sprowadzające się do konstrukcji pewnej dodatkowej macierzy - powoduje, że odpowiednia restrykcja występuje we wszystkich wektorach kointegrujących (szersza dyskusja w: Majsterek, Welfe, 2000).

Schemat 1 Strategia modelowania



Rezultaty otrzymane przez Greenslade'a i in. (1999) pozwoliły na sformułowanie następującej strategii modelowania, która została zastosowana w naszych wcześniejszych badaniach (por. Welfe, Majsterek (2001)).

W pierwszym kroku (por. schemat 1), ustala się rząd kointegracji drogą estymacji i testowania klasyczną procedurą Johansena. Liczba niezależnych relacji kointegracyjnych wskazuje, ile zmiennych endogenicznych należy spodziewać się w systemie długookresowym, przy czym relacji tych może być co najmniej R . Etap ten

powinien być poprzedzony analizą integracyjną zmiennych użytych w modelu, gdyż prezentowana analiza jest poprawna jedynie w odniesieniu do zmiennych $I(0)$ oraz $I(1)$ (uzasadnienie w: Welfe, Majsterek, 2001).

W drugim kroku, wykorzystując teorię ekonomiczną, dokonuje się testowania długookresowej egzogeniczności zmiennych i marginalizacji systemu długookresowego. Należy dodać, że test egzogeniczności Walda jest wrażliwy na ustalony rząd kointegracji. Dlatego stosujemy procedurę iteracyjną: po ustaleniu liczby niezależnych

wektorów kointegrujących testowana jest egzogeniczność kolejnych zmiennych systemu, a następnie ponownie - rząd kointegracji, przy założonej marginalizacji systemu.

Na trzecim etapie ustalona zostaje struktura krótkookresowa. Jeśli parametry związane z odpowiednimi opóźnionymi przyrostami (elementy macierzy Γ_i) nie różnią się istotnie od zera, to rząd opóźnień systemu może ulec redukcji. Poprzednie kroki procedury (ustalenie rzędu kointegracji oraz marginalizacja systemu) powtarzane są dla niższego rzędu opóźnień. W prezentowanej pracy, z uwagi na ograniczoną próbę przyjęliśmy wyjściowy rząd opóźnień równy dwa, $S = 2$. Może to wpłynąć na nieprecyzyjne oszacowanie efektów krótkookresowych (elementów macierzy Γ), nie są one jednak przedmiotem zainteresowania w prezentowanym badaniu.

W czwartym kroku procedury nakłada się restrykcje definiujące strukturę długookresową, zaś w ostatnim szacowane są parametry struktury długookresowej, a zasadność restrykcji jest weryfikowana testem ilorazu wiarygodności. Należy zaznaczyć, że czwarty etap procedury przeprowadzany jest w odniesieniu do modelu strukturalnego (a nie johansenowskiej przestrzeni kointegracyjnej, będącej *de facto* formą zredukowaną), zawierającego tyle równań, ile zmiennych endogenicznych zostało zidentyfikowanych na wcześniejszych etapach. Restrykcje wprowadzane do takiego modelu wywodzą się wówczas z teorii ekonomii, a ich weryfikacja odbywa się poprzez zmodyfikowaną statystykę ilorazu wiarygodności o postaci:

$$LR = 2(\ln L - \ln L^{restr}), \quad (7)$$

gdzie L , L^{restr} oznaczają wartości funkcji wiarygodności odpowiednio dla modelu z R^2 restrykcjami oraz z ograniczeniami dodatkowymi.

Strukturalne relacje długookresowe

Jako punkt wyjścia przyjęliśmy, że płace realne zależą od wydajności pracy oraz stopy bezrobocia. Płace z kolei wpływają zarówno na wydajność pracy, jak i na ceny, jeśli ich wzrost nie jest kompensowany rosnącą wydajnością pracy. Ceny reagują także na wzrost innych kosztów produkcji, obejmujących koszty importowanych surowców i dóbr pośrednich. Mechanizmy indeksacyjne można więc traktować jako jeden z ważnych impulsów proinflacyjnych. Ich trwałość zależy od wielu czynników, m.in. rozwiązań ustawowych, pozycji przetargowej związków zawodowych oraz efektywności procesów negocjacyjnych. Z kolei, wydajność pracy zależy od postępu techniczno-organizacyjnego oraz czynników stymulujących (płace realnych). Koszty importu definiowane są jako iloczyn wolumenu importu oraz cen importu. Te ostatnie zależą od cen światowych oraz kursu

walutowego, który zmienia się zgodnie z hipotezą parytetu siły nabywczej. Długookresowy, statyczny model, uwzględniający powyższe postulaty, można zapisać następująco:

$$E[w - \delta_0^w - \delta_2^w p - \delta_3^w z] = 0, \quad (8a)$$

$$E[p - \delta_0^p - \delta_1^p w - \delta_3^p z - \delta_4^p km - \delta_7^p ko] = 0 \quad (8b)$$

$$E[z - \delta_0^z - \delta_1^z(w - p) - \delta_8^z g] = 0 \quad (8c)$$

$$km = m + pm - s \quad (8d)$$

$$E[pm - \delta_0^{pm} - \delta_6^{pm} ex - \delta_8^{pm} pw] = 0 \quad (8e)$$

$$E[ex - \delta_0^{ex} - \delta_2^{ex} p - \delta_8^{ex} pw - \delta_9^{ex} i] = 0 \quad (8f)$$

gdzie δ_i , $i = 1, \dots, 12$, są strukturalnymi parametrami długookresowymi; małe litery oznaczają logarytmy naturalne następujących zmiennych:

W - płace przeciętne, ceny bieżące,

P - indeks cen dóbr i usług konsumpcyjnych (indeks kosztów utrzymania),

Z - wydajność pracy, ceny stałe,

KM - indeks kosztów importu,

PM - indeks cen importu,

EX - kurs walutowy,

KO - indeks pozostałych kosztów pozapłacowych,

G - zmienna symptomatyczna, odzwierciedlająca efekt tzw. wypychania siły roboczej,

M - import zaopatrzeniowy,

S - produkcja sprzedana przemysłu,

PW - indeks cen światowych,

i - zmienna polityki gospodarczej.

Pierwsze równanie jest standardową funkcją płac (por. Tobin, 1995), będącą rozszerzeniem modelu Phillipsa (1958). Model taki może zostać również wyprowadzony z analizy systemu rekompensat w Polsce oraz innych rozwiązań instytucjonalnych (por. Welfe, 1991). Bardzo podobną strukturę funkcji płac można otrzymać wychodząc z założeń standardowego modelu przetargowego (por. Nickell, 1984, Layard i inni, 1991). W modelach tych objaśnia się jednak płace realne zamiast nominalnych, zakładając tym samym jednostkową wartość cenowej elastyczności płac. Doświadczenia polskie ostatnich lat skłaniają raczej do estymacji tego parametru niż przyjmowania *a priori* jego wartości (por. rezultaty otrzymane przez Welfe, 1996).

Równanie drugie wywodzi się z kosztowej teorii inflacji, w ramach której przyjmuje się, że ceny definiowane są przez koszty produkcji powiększone o stały narzut (zob. Tobin, 1972). Funkcję tę można traktować jako zredukowaną formę systemu równań cen dla poszczególnych sektorów produkcji w modelach przepływów międzygałęziowych. Ponieważ w równaniu cen oprócz cen importu

użyto także kosztów pozapłacowych, uchylone zostało bardzo krępujące i nierealistyczne założenie o stałej importochłonności polskiej gospodarki.

Zwykle przyjmuje się, że wydajność pracy jest funkcją technicznego uzbrojenia pracy, postępu technicznego oraz intensywności pracy, stymulowanej przez rosnące wynagrodzenia. Z uwagi na silną pozycję przetargową związków zawodowych w Polsce, efekt iluzji pieniężnej nie odgrywa znaczącej roli; stąd w charakterze zmiennej objaśniającej powinny wystąpić płace realne, nie zaś nominalne. Poważne trudności, wiążące się ze znalezieniem poprawnej miary dla postępu techniczno-organizacyjnego oraz technicznego uzbrojenia pracy w ujęciu miesięcznym, skłoniły do próby znalezienia aproksymanty tych procesów. Początkowo w tej roli użyto trendu liniowego, a następnie innych rodzajów trendu oraz zmiennych sztucznych, będących kombinacjami zmiennej czasowej oraz sezonowej. Doprowadziło to, niestety, do otrzymania nieakceptowalnych wyników. Konsekwencją wyprowadzenia z modelu efektu technicznego uzbrojenia pracy oraz postępu techniczno-organizacyjnego było obciążenie estymatora parametru γ_{13} , tzn. przeszacowania. Zaproponowane rozwiązanie opiera się na teorii wypychania siły roboczej. Analiza danych statystycznych, dotyczących wydajności pracy oraz bezrobocia, pozwala zauważyć prawidłowość, że pozytywną stroną rosnącego bezrobocia jest wzrost wydajności pracy. Mechanizm ten działa nie tylko bezpośrednio (coraz niższe nakłady na pracę potrzebne do wytworzenia jednostki produkcji), ale także poprzez presję na zatrudnionych, wymuszającą wydajniejszą pracę. Wprowadzona więc została zmienna zerojedynkowa, wyłączająca okresy, gdy zmiany wydajności pracy oraz stopy bezrobocia podążały w różnych kierunkach.

Czwarte równanie ma charakter definicyjny.

Równanie cen importu jest stochastyczną aproksymacją tożsamości, w której ceny eksportu światowego są przeliczane za pomocą kursu walutowego na ceny importu wyrażone w złotych.

Równanie kursu walutowego wynika z akceptacji hipotezy parytetu siły nabywczej. Dodatkowo wprowadzona została zmienna sztuczna, kwantyfikująca decyzje dotyczące kursu walutowego.

Dane statystyczne. Analiza integracji

Dane pochodzą z banku danych miesięcznych (dokumentacja w: Kelm, Sabanty, 2000) i obejmują okres od lutego 1993 r. do czerwca 2000 r. Jako bazowy przyjęto rok 1996.

Zmienna W została zdefiniowana jako przeciętne płace nominalne w sektorach produkcyjnych gospodarki (wykluczono przedsiębiorstwa zatrudniające poniżej 6 osób). Z tego powodu konieczna była korekta oficjalnych danych GUS, dotyczących lat 1999-2000, gdyż

zawierały one informacje o przedsiębiorstwach zatrudniających powyżej 7 osób. Ceny, P , są reprezentowane przez deflator dóbr i usług konsumpcyjnych. Jako podstawę przyjęto 1996 r. Wydajność pracy, Z , jest ilorazem produktu krajowego brutto wytwarzanego poza rolnictwem (w cenach stałych) przez zatrudnienie w tych sektorach. Podobnie jak w przypadku płac, dane dotyczą jedynie przedsiębiorstw zatrudniających powyżej 5 osób. Dane miesięczne otrzymano drogą interpolacji szeregów kwartalnych, efekty sezonowe zostały wygładzone metodą średniej ruchomej. Koszty pozapłacowe, K (indeks), zawierają koszty pośrednie, koszty materiałów importowanych oraz pozostałe koszty produkcji (np. spłatę oprocentowania).

Koszty importu oraz pozostałe koszty pozapłacowe mierzone są w przeliczeniu na jednostkę produkcji sprzedanej. Produkcja ta dla lat 1999-2000 została odpowiednio przeliczona, aby zapewnić jednorodność definicyjną (uwzględnione są przedsiębiorstwa zatrudniające powyżej 5 pracowników).

Deflator importu oparty jest na oficjalnych danych Głównego Urzędu Statystycznego. Jako rok bazowy przyjęto konsekwentnie 1996 r.

Tabela 1 Test integracji

Symbol zmiennej	Wartość sprawdzianu DF	Konkluzja ADF
w	-3,480	I(1)
p	-1,318	I(1)
z	-2,371	I(1)
km	-2,160	I(1)
ko	-1,894	I(1)
pm	-0,088	I(1)
m	-5,041	I(0)
ex	-2,479	I(1)
pw	-1,218	I(1)
s	-7,045	I(0)
Δw	-11,225	
Δp	-6,985	
Δz	-1,096	-4,812
Δkm	-9,686	
Δko	-8,044	
Δpm	-12,009	
Δex	-7,443	
Δpw	-6,099	

Uwaga: Wartość krytyczna testów DF oraz ADF dla $\alpha=0,05$ wynosi -3,59 (zob. Banerjee i in. (1993), s. 103). Obydwa testy zastosowane zostały w wersji rozszerzonej o trend deterministyczny:

$$DF: \Delta y_t = \alpha_0 + (\alpha_1 - 1)y_{t-1} + \alpha_2 t + \varepsilon_t$$

$$ADF: \Delta y_t = \tilde{\alpha} + (\tilde{\alpha}_1 - 1)y_{t-1} + \tilde{\alpha}_2 t + \tilde{\alpha}_3 \Delta y_{t-1} + \tilde{\varepsilon}_t$$

Zespół hipotez był następujący:

$$H_0: y_t \sim I(1) \quad (\alpha_1 - 1 = 0)$$

wobec hipotezy alternatywnej:

$$H_1: y_t \sim I(1) \quad (\alpha_1 - 1 < 0)$$

Koszyk walutowy wykorzystywany do wyznaczenia cen importu zawiera (zgodnie ze strukturą importu) EUR oraz USD z wagami odpowiednio: 0,55 i 0,45.

Wyniki testów integracji przedstawione w tabeli 1 dowodzą, że zdecydowana większość zmiennych w systemie jest zintegrowana w stopniu pierwszym. Wyjątek stanowią: import zaopatrzeniowy oraz produkcja sprzedana, które są trendostacjonarne. Brak w modelu zmiennych zintegrowanych w wyższym stopniu oznacza, że w modelu (1) występują wyłącznie zmienne stacjonarne. Tak więc przeprowadzenie dalszych kroków analizy jest w pełni uzasadnione.

Rząd kointegracji, słaba egzogeniczność i strukturalizacja modelu

W następnym kroku zastosowano procedurę Johansena (1988) w celu określenia rzędu kointegracji (por. tabela 2). Zastosowano dwa rodzaje testów rzędu kointegracji: test śladu oraz test największej wartości własnej. Obydwa z nich należą do rodziny testów ilorazu wiarygodności. Pierwszy z nich polega na sekwencyjnym testowaniu $H_r: R = r$ wobec hipotezy podtrzymanej $H_M: R = M$ ($r = 0, \dots, M-1$) aż do momentu, gdy kolejna hipoteza H_r nie zostanie odrzucona. Oznacza to istnienie $R = r$ niezależnych wektorów kointegrujących w systemie. Statystyka testowa ma postać:

$$TRACE = -T \sum_{i=r+1}^M \ln(1 - \lambda_i) \quad (9a)$$

gdzie λ_i - wartość własna związana z i -tym wektorem kointegrującym.

W przypadku testu największej wartości własnej zespół hipotez jest następujący: $H_r: R = r$ wobec hipotezy alternatywnej $H_{r+1}: R = r+1$. Statystyka testowa ma wówczas postać:

Tabela 2a Test rzędu kointegracji dla systemu bez restrykcji egzogeniczności, $S = 2$, poziom istotności = 0,05, próba: marzec 1993 r. - czerwiec 2000 r.

$H_r: R = r$ r	Wartości sprawdzianu	
	λ_{max}	λ_{trace}
0	108,55 (64,11)	402,62 (245,7)
1	71,96 (57,95)	294,07 (204,0)
2	52,48 (52,06)	222,01 (166,1)
3	47,44 (46,47)	169,63 (132,5)
4	36,19 (40,53)	122,19 (102,6)
5	35,32 (34,40)	86,00 (75,98)
6	19,11 (28,27)	50,67 (53,48)
7	15,80 (22,04)	31,57 (34,87)
8	8,46 (15,87)	15,76 (20,18)
9	7,30 (9,16)	7,30 (9,16)

$$MAX = -T \ln(1 - \lambda_{r+1}) \quad (9b)$$

Testowano system złożony z 10 zmiennych, gdyż koszty importu są jednoznacznie definiowane jako iloczyn cen importu przez jego rozmiary przypadające na jednostkę produkcji sprzedanej.

Poważnym problemem pozostawał wybór odpowiednich wartości krytycznych. Zastosowanie wartości krytycznych testu małej próby (ang. *small sample adjustment*) prowadzi do niedoszacowywania rzędu kointegracji (por. Doornik, 1998) oraz wyniki eksperymentów Monte Carlo omawiane przez Greenslade'a i in., 1999), czego konsekwencje są bardzo znaczące (por. Johansen, 1988). Po pierwsze, pominięcie jednej lub kilku bazowych relacji kointegracyjnych oznacza nieprawidłowe zdefiniowanie przestrzeni kointegracyjnej, i - co za tym idzie - prowadzi do pominięcia ważnej informacji o związkach długookresowych. Po drugie, przeszacowana zostaje wówczas liczba trendów stochastycznych w systemie. Z drugiej strony skutkiem przeszacowania rzędu kointegracji może być wprowadzenie do systemu kointegracyjnego relacji niestacjonarnej. Oznacza to, że w modelu (1) wśród zmiennych objaśniających zawartych w macierzy $y_{(m)t-1} \mathbf{B}$ znajdzie się zmienna niestacjonarna.

Wyniki testów (por. tabela 2) wskazują na istnienie 6 niezależnych wektorów kointegrujących. W kolejnym kroku, przy założeniu istnienia 6 wektorów kointegrujących, testowano egzogeniczność. Zgodnie z testem Walda, hipoteza zerowa zakłada egzogeniczność M -tej zmiennej, $H_0: \alpha_{M1} = \alpha_{M2} = \dots = \alpha_{MR} = 0$, wobec hipotezy alternatywnej: $H_1: \alpha_{M1} \vee \alpha_{M2} \vee \dots \vee \alpha_{MR} \neq 0$. Sprawdzianem jest statystyka ilorazu wiarygodności, która dla $R=6$ ma postać:

Tabela 2a Test rzędu kointegracji po nałożeniu restrykcji egzogeniczności na koszty pozapłacowe, import zaopatrzeniowy, ceny światowe oraz zmienną polityki gospodarczej, $S = 2$, poziom istotności = 0,05, próba: marzec 1993 r. - czerwiec 2000 r.

$H_r: R=r$ r	Wartości sprawdzianu	
	λ_{max}	λ_{trace}
0	79,20 (52,88)	272,92 (154,4)
1	59,49 (46,77)	193,72 (119,8)
2	47,24 (40,19)	134,23 (90,60)
3	34,19 (34,15)	86,99 (63,10)
4	31,37 (27,82)	52,80 (39,94)
5	21,43 (20,63)	21,43 (20,63)

Uwaga:

W nawiasach podano wartości krytyczne (Pesaran i in. [1998]).

λ_{max} - oznacza, że zastosowano test największej wartości własnej,

λ_{trace} - oznacza, że zastosowano test śladu.

$$WALD = T \left[\sum_{r=1}^6 (\ln(1 - \bar{\lambda}_r) - \ln(1 - \lambda_r)) \right] \quad (10)$$

gdzie $\bar{\lambda}_r$ - wartości własne związane z r -tym wektorem kointegrującym w systemie, gdzie M -ta zmienna traktowana jest jako egzogeniczna.

Procedurę można przeprowadzać wobec kolejnych zmiennych, których egzogeniczność wynika z akceptowanej w badaniu teorii ekonomii. Liczba zmiennych egzogenicznych w systemie jest nie większa od $M - R$.

Niestety, wstępne wyniki testu Walda nie pozwoliły zezogenizować żadnej ze zmiennych. Było to sprzeczne z teorią ekonomiczną, zgodnie z którą koszty pozapłacowe, import zaopatrzeniowy, ceny światowe oraz zmienną polityki gospodarczej można uznać za egzogeniczne w rozważanym systemie. Należy sądzić, że rezultat był wynikiem nazbyt krótkiej próby i przyjęcia - z konieczności - zbyt niskiego rzędu opóźnień w modelu wyjściowym. Dalsza analiza była przeprowadzana przy założeniu egzogeniczności wspomnianych zmiennych. Powtórzenie testu rzędu kointegracji pozwoliło zidentyfikować 6 bazowych relacji kointegrujących (por. tabela 2).

Testowanie rzędu opóźnień jest bardzo ważnym etapem badania, szczególnie w kontekście przedstawionych wyżej problemów z liczbą stopni swobody. W tym przypadku, ponieważ $S = 2$, test ten sprowadza się do badania, czy parametry związane z opóźnionymi przyrostami (elementy macierzy Γ_i) w modelu VEqCM są istotnie różne od zera. Konkluzyjna tutaj jest standardowa statystyka t , ponieważ modele VEqCM zawierają wyłącznie zmienne generowane przez procesy stacjonarne. Wyniki testu wskazały, że rząd opóźnień może zostać zredukowany do $S = 1$. Jest to wprawdzie niekorzystne z punktu widzenia możliwości badania własności krótkookresowych (przy takim rzędzie opóźnień w modelu VEqCM nie występują Γ_i), ale pozwala zwiększyć liczbę stopni swobody. Otrzymany rezultat można również tłumaczyć przyspieszeniem reakcji dostosowawczych.

Ostatnim etapem było nałożenie restrykcji na parametry modelu długookresowego. Bez ich nałożenia model będący odpowiednikiem (8) miałby postać:

$$w = \delta_0^w + \delta_1^w p + \delta_3^w z + \delta_4^w km + \delta_5^w pm + \delta_6^w ex + \delta_7^w ko + \delta_8^w g + \delta_9^w m + \delta_{10}^w s + \delta_{11}^w pw + \delta_{12}^w i \quad (11a)$$

$$p = \delta_0^p + \delta_1^p w + \delta_2^p z + \delta_4^p km + \delta_5^p pm + \delta_6^p ex + \delta_7^p ko + \delta_8^p g + \delta_9^p m + \delta_{10}^p s + \delta_{11}^p pw + \delta_{12}^p i \quad (11b)$$

$$z = \delta_0^z + \delta_1^z w + \delta_2^z p + \delta_4^z km + \delta_5^z pm + \delta_6^z ex + \delta_7^z ko + \delta_8^z g + \delta_9^z m + \delta_{10}^z s + \delta_{11}^z pw + \delta_{12}^z i \quad (11c)$$

$$km = \delta_0^{km} + \delta_1^{km} w + \delta_2^{km} p + \delta_3^{km} z + \delta_5^{km} pm + \delta_6^{km} ex + \delta_7^{km} ko + \delta_8^{km} g + \delta_9^{km} m + \delta_{10}^{km} s + \delta_{11}^{km} pw + \delta_{12}^{km} i \quad (11d)$$

$$pm = \delta_0^{pm} + \delta_1^{pm} w + \delta_2^{pm} p + \delta_3^{pm} z + \delta_4^{pm} km + \delta_6^{pm} ex +$$

$$+ \delta_7^{pm} ko + \delta_8^{pm} g + \delta_9^{pm} m + \delta_{10}^{pm} s + \delta_{11}^{pm} pw + \delta_{12}^{pm} i \quad (11e)$$

$$ex = \delta_0^{ex} + \delta_1^{ex} w + \delta_2^{ex} p + \delta_3^{ex} z + \delta_4^{ex} km + \delta_5^{ex} pm + \delta_7^{ex} ko + \delta_8^{ex} g + \delta_9^{ex} m + \delta_{10}^{ex} s + \delta_{11}^{ex} pw + \delta_{12}^{ex} i \quad (11f)$$

Pierwszym krokiem prowadzącym do uproszczenia jego struktury było nałożenie restrykcji wyłączających: w równaniu płac:

$$\delta_4^w = \delta_5^w = \delta_6^w = \delta_7^w = \delta_8^w = \delta_9^w = \delta_{10}^w = \delta_{11}^w = \delta_{12}^w = 0,$$

w równaniu cen:

$$\delta_5^p = \delta_6^p = \delta_8^p = \delta_9^p = \delta_{10}^p = \delta_{11}^p = \delta_{12}^p = 0,$$

w równaniu wydajności pracy:

$$\delta_4^z = \delta_5^z = \delta_6^z = \delta_7^z = \delta_8^z = \delta_{10}^z = \delta_{11}^z = \delta_{12}^z = 0,$$

w równaniu kosztów importu:

$$\delta_1^{km} = \delta_2^{km} = \delta_3^{km} = \delta_4^{km} = \delta_6^{km} = \delta_7^{km} = \delta_8^{km} = \delta_{10}^{km} = \delta_{11}^{km} = \delta_{12}^{km} = 0,$$

w równaniu cen importu:

$$\delta_1^{pm} = \delta_2^{pm} = \delta_3^{pm} = \delta_4^{pm} = \delta_5^{pm} = \delta_7^{pm} = \delta_8^{pm} = \delta_9^{pm} = \delta_{10}^{pm} = \delta_{12}^{pm} = 0,$$

w równaniu kursu walutowego:

$$\delta_1^{ex} = \delta_3^{ex} = \delta_4^{ex} = \delta_5^{ex} = \delta_6^{ex} = \delta_7^{ex} = \delta_8^{ex} = \delta_9^{ex} = \delta_{10}^{ex} = 0.$$

Dodatkowo, teoria ekonomiczna sugeruje uwzględnienie następujących zależności.

Przyrost wydajności pracy jest czynnikiem opóźniającym procesy inflacyjne. Jednocześnie jednak takie oddziaływanie ma tylko ta część wzrostu wydajności pracy, która wynika z lepszej (tańszej) pracy. W znaczącej części rosnąca wydajność pracy jest skutkiem postępu techniczno-ekonomicznego, który z kolei powoduje jednocześnie wzrost jakości produkowanych wyrobów. Tak więc spadek cen wynikający z niższych kosztów produkcji jest częściowo kompensowany wzrostem cen wynikającym z efektu nowości. Oznacza to, że w równaniu cen należy nałożyć następującą restrykcję:

$$b\delta_1^p = -\delta_3^p \text{ gdzie } 0,5 \leq b \leq 1.$$

Z kolei warunek jednorodności cen względem kosztów produkcji prowadzi do restrykcji:

$$\delta_1^p + \delta_4^p + \delta_7^p = 1.$$

Brak iluzji pieniądza jest równoważny przyjęciu:

$$\delta_1^z = -\delta_3^z.$$

Równanie kosztów importu jest tożsamością, tak więc:

$$\delta_5^{km} = \delta_9^{km} = 1 \text{ oraz } \delta_{10}^{km} = -1.$$

Równanie cen importu wynika z założenia, iż ceny importu określane są na rynkach zagranicznych, a poprzez kurs walutowy przeliczane są na złote:

$$\delta_6^{pm} = \delta_{11}^{pm}.$$

Równanie kursu walutowego opiera się na akceptacji hipotezy parytetu siły nabywczej PPP:

$$\delta_2^{ex} = -\delta_{11}^{ex}.$$

Jednoznaczna identyfikacja powyższego modelu wymaga 36 restrykcji, z czego 6 ma charakter normalizacji. Wobec nałożenia 64 restrykcji oznacza to istnienie 28 restrykcji dodatkowych (ang. *overidentifying restrictions*).

Zbiór podanych restrykcji nie został odrzucony za pomocą testu postaci (7) przy standardowo przyjętym poziomie istotności ($\alpha=0,05$), ponieważ wartość statystyki LR wyniosła 39,213 (wartość krytyczna dla 28 stopni swobody równa jest 41,337).

Oszacowania parametrów związków długookresowych

Wyniki estymacji parametrów długookresowych są następujące¹:

$$w = 6,248 + 1,042p + 0,474z \quad (14a)$$

(50,241) (80,654) (24,153)

$$p = -5,046 + 0,824w - 0,412z + 0,009km + 0,177ko \quad (14b)$$

(-81,338) (114,369) (1,173)

$$z = -10,489 + 1,718(w - p) + 0,007g \quad (14c)$$

(-179,710) (258,337) (3,732)

$$km = m + pm - s \quad (14d)$$

$$pm = -5,380 + 1,459ex + 1,459pw \quad (14e)$$

(-32,964) (45,776)

$$ex = 3,734 + 0,543(p - pw) - 0,397i \quad (14f)$$

(39,259) (31,269) (-2,335)

Wszystkie oszacowania są akceptowalne ekonomicznie, a wpływ zmiennych (z wyjątkiem kosztów importu w równaniu cen krajowych) jest statystycznie istotny.

Wartość cenowej elastyczności płac (1,042) jest zgodna z teorią i potwierdza, że w długim okresie nie ma znaczącej tendencji do nadmiernej kompensacji wzrostu kosztów utrzymania.

Elastyczność płac względem wydajności pracy (0,474) jest mniejsza niż w przypadku oszacowania otrzymanego na podstawie danych kwartalnych (zob. Welfe, Majsterek, 2000). Wartości obydwu oszacowań wskazują, że pozycja przetargowa związków zawodowych jest ciągle bardzo silna, mimo postępujących procesów prywatyzacyjnych.

Wartość współczynnika b w równaniu cen została wyznaczona za pomocą serii eksperymentów. Najlepsze wyniki otrzymano dla $b=0,5$. Można więc przyjąć, że około 50% wzrostu wydajności pracy przyczynia się do wzrostu jakości produkowanych wyrobów, a co za tym idzie - wzrostu zamiast spadku cen.

Elastyczność płacowa cen wynosi 0,824, tak więc jest bliska przeciętnemu udziałowi kosztów płacowych w całkowitych kosztach produkcji. Oznacza to jednocześnie, że wprawdzie wydatki na wynagrodzenia pozostają głównym czynnikiem inflacji kosztowej, ale coraz bardziej uwidocznia się rola innych czynników. Elastyczność cen względem wydajności pracy, równa -0,412, jest także ekonomicznie akceptowalna. Niedoszacowana wydaje się jednak elastyczność cen względem kosztów importu (0,009) oraz - w mniejszym stopniu - pozostałych kosztów, co należy wiązać z niedostateczną liczebnością próby statystycznej.

Oszacowanie elastyczności wydajności pracy względem płac realnych równe 1,718 potwierdza wyjściową hipotezę o braku iluzji pieniądza. Tak duża wartość parametru można tłumaczyć, po pierwsze, silnym działaniem bodźców płacowych, a po drugie tym, że parametr ten mieści również wpływ pominiętych w równaniu: postępu techniczno-organizacyjnego oraz technicznego uzbrojenia pracy. Dodatni i istotnie wyższy od zera parametr przy zmiennej odzwierciedlającej sytuację na rynku pracy oznacza, że potwierdzona została hipoteza wypychania siły roboczej, a więc wzrost wydajności pracy wynika w dużej mierze z racjonalizacji zatrudnienia.

W równaniu kosztów importu oszacowanie δ_6^{pm} przewyższa 1, co prawdopodobnie wynika stąd, że ceny światowe zostały aproksymowane przez ceny eksportu Niemiec i USA (przy ustalonych wagach), natomiast wartość złotego mierzona jest względem koszyka walut (z wagami 0,55 dla euro oraz 0,45 dla USD).

Elastyczność kursu walutowego względem relacji cen krajowych do światowych wynosi około 0,5, co odzwierciedla efekt Balassy-Samuelsa oraz skutki polityki antyinflacyjnej.

¹ Obliczenia przeprowadzono w pakietach TSP, CATS oraz REG-X. Pod oszacowaniami parametrów podano wartości statystyki t -Studenta.

Bibliografia

1. M. Clements, G.Mizon (1991): *Empirical Analysis of Macroeconomic Time Series: VAR and Structural Models*. European Economic Review, vol. 35, s. 887-932.
2. J.A. Doornik (1998): *Approximations to the Asymptotic Distribution of Cointegration Tests*. „Journal of Economic Surveys”, vol. 12, s. 573-593.
3. J.V. Greenslade, S.G. Hall, S.G.B. Henry (1999): *On the Identification of Cointegrated Systems in Small Samples*:

- Practical Procedures with an Application to UK Wages and Prices*. Centre for Economic Forecasting London Business School, Discussion Paper.
4. S. Hall, G. Mizon, A. Welfe (2000): *Modelling Economies in Transition: An Introduction*. Economic Modelling, w druku
 5. S. Hall, N. Zonzilos (1999): *The Determination of Wage and Price Inflation in Greece: An Application of Modern Cointegration Techniques*, paper presented at Project LINK Meeting, Athens, mimeo.
 6. D.F. Hendry, G.E. Mizon (1993): *Evaluation Dynamic Econometric Models by Encompassing the VAR*. W: P.C.B. Phillips (red.): *Models, Methods and Applications of Econometrics*. Basil Blackwell, Oxford.
 7. S. Johansen (1988): *Statistical Analysis of Cointegration Vectors*. „Journal of Economic Dynamics and Control”, vol.12, s. 231-254.
 8. S. Johansen (1995): *Identifying Restrictions of Linear Equations with Application to Simultaneous Equations and Cointegration*. „Journal of Econometrics”, Vol. 25, s. 309-342.
 9. S. Johansen (1996): *Likelihood Based Inference in Cointegrated Vector Autoregressive Models*. Oxford University Press, Oxford.
 10. R. Kelm, L. Sabanty (2000): *Banki danych modeli serii WK 1990-1998*. Prace Instytutu Ekonometrii i Statystyki Uniwersytetu Łódzkiego, nr 126, Łódź.
 11. R. Layard, S.J. Nickell, R. Jackman (1991): *Unemployment: Macroeconomic Performance and the Labor Market*. Oxford University Press, Oxford.
 12. M. Majsterek (1998): *Zastosowanie procedury Johansena do analizy sprzężenia inflacyjnego w gospodarce polskiej*. „Przegląd Statystyczny”, t. XLV, s. 113-130.
 13. M. Majsterek, A. Welfe (2000): *Analiza kointegracyjna. Sprzężenie inflacyjne*. W: A. Welfe (red.): *Gospodarka Polski w okresie transformacji*. Warszawa PWE.
 14. M. Marcellino, G. Mizon (2000): *Modelling Shifts in the Wage-Price and Unemployment-Inflation Relationship in Italy, Poland and the UK*. Economic Modelling, vol. 17, s. 387-413.
 15. G. Mizon (1995): *Progressive Modelling of Macroeconomic Time Series: the LSE Methodology*. W: K.D. Hoover (red.): *Macroeconometrics: Developments, Tensions and Prospects*, s. 107-169.
 16. S.J. Nickell (1984): *The Modelling of Wages and Employment*. W: *Econometrics and Quantitative Economics*, D.F. Hendry, K.F. Wallis (red), Basil Blackwell, Oxford.
 17. J. Osiewalski, A. Welfe (1998): *The Price Wage Mechanism: An Endogenous Switching Model*. *European Economic Review*, vol. 42, nr 2, s. 365-374.
 18. M.H. Pesaran, Y. Shin (1994): *Long Run Structural Modelling*. University of Cambridge, mimeo.
 19. A.W. Phillips (1958): *The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861-1957*. „Economica”, vol. 25, nr 4, s. 283-299.
 20. J. Tobin (1972): *The Wage-Price Mechanism: Overview of the Conference*. W: *The Econometrics of Price Determination Conference*. Federal Reserve System, Washington D. C.
 21. J. Tobin (1995): *The Natural Rate as New Classical Macroeconomics*. W: R. Cross (red.): *The Natural Rate of Unemployment*. Cambridge University Press, Cambridge.
 22. A. Welfe (1989): *Savings and Consumption in the Centrally Planned Economy: A Disequilibrium Approach*. W: *Models of Disequilibrium and Shortage in Centrally Planned Economies*. C.M. Davis, W. Charemza (red.): Chapman and Hall, London.
 23. A. Welfe (1991): *Modelling Wages in Centrally Planned Economies: The Case of Poland*. „Economics of Planning”, vol. 24, 1991, s. 47-58.
 24. A. Welfe (1996): *The Price-Wage Inflationary Spiral in Poland*. „Economics of Planning”, vol. 29, nr 1, s. 33-50.
 25. A. Welfe (1998): *Ekonometria*. Warszawa PWE.
 26. A. Welfe, M. Majsterek (2000): *Wage and Price Inflation in Poland in the Period of Transition - The Cointegration Analysis*. W: A. Welfe, P. Wdowiński (red.): *Macromodels'99*. Proceedings of the Conference. Absolwent, Łódź, s.215-228.
 27. A. Welfe, M. Majsterek (2001): *Długookresowy model sprzężenia inflacyjnego w gospodarce polskiej okresu transformacji*. „Ekonomista”, w druku.

Bąble spekulacyjne kursu złotego

Tatiana Fic

Wstęp

Postępująca globalizacja rynków finansowych, połączona z szybkim rozwojem instrumentów pochodnych i liberalizacją przepływów kapitałowych, sprawia, że kursy walut, w tym kurs złotego, stają się przedmiotem działalności spekulacyjnej, co może prowadzić do powstawania tzw. bąbli spekulacyjnych kursu. Bąbel można zdefiniować jako odchylenie między poziomem kursu walutowego korespondującego z bieżącą sytuacją makroekonomiczną kraju a kursem kształtującym się w wyniku spekulacji walutowej - działań uczestników rynku zorientowanych na sztuczne wzmocnienie lub osłabienie waluty.

Złożoność procesów determinujących kształtowanie się kursów walutowych sprawia, iż konstrukcja modeli bąbli spekulacyjnych staje się szczególnie kłopotliwa. Konieczne staje się uwzględnienie skomplikowanej stochastyki procesów, istotnej z punktu widzenia empirycznych badań zmienności kursu walutowego.

Na podstawie prac Halla i in. [1999] można podzielić istniejące testy bąbli na dwa typy: testy bezpośrednie i testy pośrednie.

Testy bezpośrednie polegają na pełnym wyodrębnieniu pewnej klasy bąbli, a następnie estymacji parametrów odpowiedniego modelu (por. Flood, Garber, 1980). Słabością tej grupy testów jest jednak ich niewrażliwość na wadliwą specyfikację modelu. Niepoprawne zdefiniowanie badanych zależności przy czynowo-skutkowych automatycznie prowadzi do błędnych wniosków dotyczących występowania bąbli. Moc testu jest bowiem ograniczona i „wychwycenie” inaczej zdefiniowanych bąbli staje się niemożliwe.

Testy pośrednie opierają się na nieco innych założeniach. Nie definiuje się bąbla *explicite*, lecz bada, czy obserwowane zachowanie kursu mogłoby świadczyć o jego występowaniu. Klasa testów pośrednich obejmuje testy przełącznikowe pierwiastka jednostkowego (ang. *Markov-switching unit root tests*; por. Funke, Hall, Sola, 1994, Hall i in., 1999), testy regresji przełącznikowej (ang. *regime-switching regression*; por. van Norden, 1996) oraz testy wariancji (ang. *variance-bounds tests*; por. Schiller, 1981).

Celem opracowania jest próba skonstruowania modelu ekonometrycznego, umożliwiającego weryfikację hipotezy bąbli spekulacyjnych kursu złotego. Część pierwsza ilustruje strukturę modelu przełącznikowego, będącego punktem wyjścia budowy kompleksowego modelu bąbli spekulacyjnych kursu złotego. Kolejne części koncentrują się na wynikach empirycznych. W części drugiej przedmiot badania stanowi zachowanie kursu złoty/dolar, złoty/euro, złoty/koszyk z uwagi na występowanie tzw. długich swingów - okresów utrzymujących się tendencji aprecjacyjnych lub deprecjacyjnych kursu. Trzecia część artykułu dotyczy weryfikacji hipotezy nieubezpieczonego parytetu stóp procentowych. W części czwartej podjęto próbę identyfikacji ewentualnego bąbla kursu złoty/euro, uwzględniając rentowności obligacji, premię za ryzyko oraz kurs terminowy.

Model

W analizie zachowania kursu złotego wykorzystano modele typu przełącznikowego ze względu na ich

specyficzną strukturę, umożliwiającą zarówno elastyczne modelowanie dynamiki zmian kursu, jak i przejrzystą interpretację uzyskanych wyników.

Modele przełącznikowe są modelami o zmiennych parametrach. Zmiana parametru następuje wraz ze zmianą reżimu (stanu) determinującego siłę lub(i) kierunek zależności między elementami badanego systemu. Definiując model należy, po pierwsze, wyznaczyć liczbę stanów, generujących wartości zmiennej objaśnianej, a po drugie, określić dynamikę ich zmian.

Analiza zachowania kursu złotego przeprowadzona została na podstawie modelu przełącznikowego zaproponowanego przez Hamiltona, 1994. Model ten polega na dekompozycji szeregu czasowego na sekwencję stochastycznych „trendów”. Oznacza to przyporządkowanie zmiany wartości szeregu czasowego jednemu z dwóch reżimów, odpowiadających fazom wzrostu lub spadku wartości badanej zmiennej. Przyjęto założenie, że stan obowiązujący w danej chwili kształtuje się zgodnie z łańcuchem Markowa; realizacje tego łańcucha są nieobserwowalne. Przedmiotem estymacji staje się zatem wektor parametrów, charakteryzujących poszczególne trendy składowe, na który składają się średnie, wariancje oraz wartości prawdopodobieństw przejścia dla każdego z reżimów.

Punktem wyjścia przy konstrukcji modelu jest proces stochastyczny o postaci:

$$y_t = n_t + z_t, \quad (1)$$

gdzie:

$\tilde{y}_t$ - wartość zmiennej objaśnianej w chwili t ,

n_t - trend Markowa,

z_t - składnik losowy.

Przyjmuje się, że poszczególne elementy składowe definiujące model spełniają następujące założenia.

Po pierwsze, n_t jest tzw. trendem Markowa, tzn. procesem błędzenia losowego z dryfem, dla którego dryf kształtuje się zgodnie z procesem Markowa:

$$n_t = \mu(s_t) + n_t - 1 = \alpha_0 + \alpha_1 s_t + n_{t-1} \quad (2)$$

gdzie s_t to zmienna określająca reżim obowiązujący w chwili t , $s_t \in \{0,1\}$,

przy czym:

$$P(s_t = 1 | s_{t-1} = 1) = p,$$

$$P(s_t = 0 | s_{t-1} = 1) = 1-p,$$

$$P(s_t = 1 | s_{t-1} = 0) = 1-q,$$

$$P(s_t = 0 | s_{t-1} = 0) = q,$$

Oznacza to istnienie dwóch rozkładów, z których pochodzą obserwacje kursu walutowego; pierwsze m_1 obserwacji może być generowane przez reżim 1, następne m_2 - przez reżim 2, a kolejne m_3 - ponownie przez reżim 1 i tak dalej. Wartości m_i , $i = 1, 2, \dots, M$, gdzie M oznacza liczbę punktów przełączenia, są nieznane, ponieważ nie dysponuje się wiedzą *a priori* na

temat klasyfikacji poszczególnych obserwacji z odpowiadającymi im reżimami.

Po drugie, składnik losowy z_t jest procesem typu ARIMA($r, 1, 0$):

$$\tilde{z}_t - \tilde{z}_{t-1} = \varphi_1(\tilde{z}_{t-1} - \tilde{z}_{t-2}) + \varphi_2(\tilde{z}_{t-2} - \tilde{z}_{t-3}) + \dots + \varphi_r(\tilde{z}_{t-r} - \tilde{z}_{t-r-1}) + \varepsilon_t, \quad (3)$$

gdzie:

ε_t - ścisły biały szum (ang. *strict white noise*),

tzn. $E(\varepsilon_t) = 0$, $\text{var}(\varepsilon_t) = \sigma^2$, $\text{cov}(\varepsilon_t, \varepsilon_{t+k}) = 0$, a ε_t i ε_{t+k}

są niezależne.

Przedstawienie składnika losowego w postaci procesu typu autoregresyjnego pozwala na spełnienie założeń schematu Gaussa-Markowa, dzięki czemu estymacja staje się mniej skomplikowana.

Różnicując równanie (1), otrzymuje się:

$$\tilde{y}_t - \tilde{y}_{t-1} = n_t + n_{t-1} + \tilde{z}_t - \tilde{z}_{t-1}, \quad (4)$$

a dodatkowe zdefiniowanie zależności:

$$y_t = \tilde{y}_t - \tilde{y}_{t-1}, \quad (5)$$

$$z_t = \tilde{z}_t - \tilde{z}_{t-1} \quad (6)$$

pozwała na następującą symplifikację modelu:

$$y_t = \alpha_0 + \alpha_1 s_t - z_t \quad (7)$$

W powyższym równaniu obserwowalne jest jedynie y_t , a celem modelu jest oszacowanie prawdopodobieństw przejścia ze stanu do stanu oraz oszacowanie parametrów α_0 , α_1 , a zatem średnich, które odpowiadają zmiennej y_t w zależności od obowiązującego reżimu, oraz określenie wariancji składnika losowego charakteryzującego poszczególne stany.

Estymacja przełącznikowego modelu Markowa w praktyce okazuje się trudna. Przeprowadza się ją za pomocą metody największej wiarygodności, wykorzystując filtr Hamiltona, algorytm wygładzający Kima oraz algorytm EM (*Expectation Step, Maximisation Step*). Dokładny opis procesu estymacji uwzględniający filtr Hamiltona i algorytm wygładzający Kima można znaleźć u Hamiltona, 1994.

Testowanie bąbli kursu złotego zostało przeprowadzone na podstawie modelowania przełącznikowego. Próba obejmowała okres 04.03.1999 r. - 11.07.2001 r., przy czym wykorzystano dane o częstotliwości dziennej. Szeregi zaczerpnięto z bazy danych Narodowego Banku Polskiego. Estymację przeprowadzono w pakiecie ekonometrycznym Gauss 3.1.5.

Empiryczne ujęcie problematyki związanej z kształtowaniem się kursu obejmowało analizę zachowania kursu złotego ze szczególnym uwzględnieniem faz aprecjacji i deprecjacji waluty, weryfikację hipotezy

Tabela 1 *Fazy aprecjacji i deprecjacji kursu złotego w odniesieniu do dolara, euro i koszyka 50%dolar/50%euro (błędy standardowe w nawiasach)*

Parametry	USD	EUR	50% USD i 50% EUR
μ_1	0,243 (0,155)	0,363 (0,175)	0,274 (0,111)
μ_0	-0,033 (0,028)	-0,107 (0,038)	-0,075 (0,022)
σ_1^2	1,469 (0,301)	1,236 (0,327)	1,036 (0,185)
σ_0^2	0,268 (0,03)	0,288 (0,049)	0,166 (0,019)
p	0,852 (0,059)	0,777 (0,103)	0,826 (0,067)
q	0,964 (0,014)	0,947 (0,031)	0,953 (0,02)

– aprecjacja (reżim 0), + deprecjacja (reżim 1)

nieubezpieczonego parytetu stóp procentowych oraz próbę identyfikacji zjawiska bąbli spekulacyjnych kursu złotego.

Identyfikacja faz aprecjacji i deprecjacji kursu złotego

Badanie zachowania kursu złotego przeprowadzone zostało na podstawie szeregów kursu złoty/dolar, złoty/euro i złoty/koszyk walut - 50% dolar i 50% euro. Dane pierwotne stanowił kurs fixingowy dolara i euro z godziny 11. W estymacji wykorzystano przyrosty logarytmów wartości kursu.

Zgodnie z założeniami modelu Hamiltona, szereg kursu złotego został zdekomponowany na fazy wzrostu i spadku kursu. Wyróżnione zostały zatem dwa reżimy, stanowiące bazę modelu: reżim odpowiadający deprecjacji kursu i reżim korespondujący z jego aprecjacją. Charakterystyki w obrębie reżimów obejmowały średnie wartości zmian kursu (μ_1 i μ_0) i jego wariancje (σ_1^2 i σ_0^2). Wyznaczono również prawdopodobieństwa przejścia dla poszczególnych stanów (p oraz q). Wyniki oszacowań parametrów modelu kursu złotego w rozbięciu na poszczególne waluty bazowe przedstawia tabela 1.

Na podstawie wyników zawartych w tabeli 1 można stwierdzić, że wartości oczekiwane i wariancje przypisane poszczególnym stanom różnią się od siebie. Na przykład w przypadku rezultatów uzyskanych dla koszyka walut można wyróżnić wyraźną fazę aprecjacji kursu, kiedy złoty wzmacnia się średnio o 0,08% dziennie, i fazę jego deprecjacji, gdy kurs maleje średnio o 0,27% dziennie. Różnice w oszacowaniach parametrów dla poszczególnych walut mogą wynikać z ich specyficznych własności. Inaczej na rynku walu-

towym zachowuje się kurs dolara, a inaczej kształtuje się euro. Wyjaśnienia różnic w oszacowaniach parametrów dla kursów PLN/USD, PLN/EUR i 0,5PLN/USD i 0,5PLN/EUR można szukać analizując kurs EUR/USD, co może być przedmiotem dalszych badań.

Z tabeli 1 widać również, że bez względu na walutę bazową prawdopodobieństwo utrzymania się aprecjacji złotego jest większe niż prawdopodobieństwo utrzymania się jego deprecjacji. Prawdopodobieństwo deprecjacji kursu w okresie t - pod warunkiem, że złoty osłabił się w okresie $t-1$ - waha się w przedziale 0,77 (w przypadku euro) i 0,85 (w przypadku dolara). Aprecjacja złotego w okresie t - przy warunku, że kurs aprecjonował w okresie $t-1$ - dla wszystkich trzech walut następuje ze zbliżonym prawdopodobieństwem: oscyluje ono wokół 0,95.

Wartości prawdopodobieństw przejścia są punktem wyjścia wyznaczenia średniej długości trwania okresów aprecjacji i deprecjacji kursu złotego:

$$a = \frac{1}{1-q}, \quad (8)$$

$$d = \frac{1}{1-p}, \quad (9)$$

gdzie:

a - średnia długość trwania okresu aprecjacji,
 d - średnia długość trwania okresu deprecjacji.

Długości trwania okresów wzmacniania i osłabiania się złotego zawarto w tabeli 2.

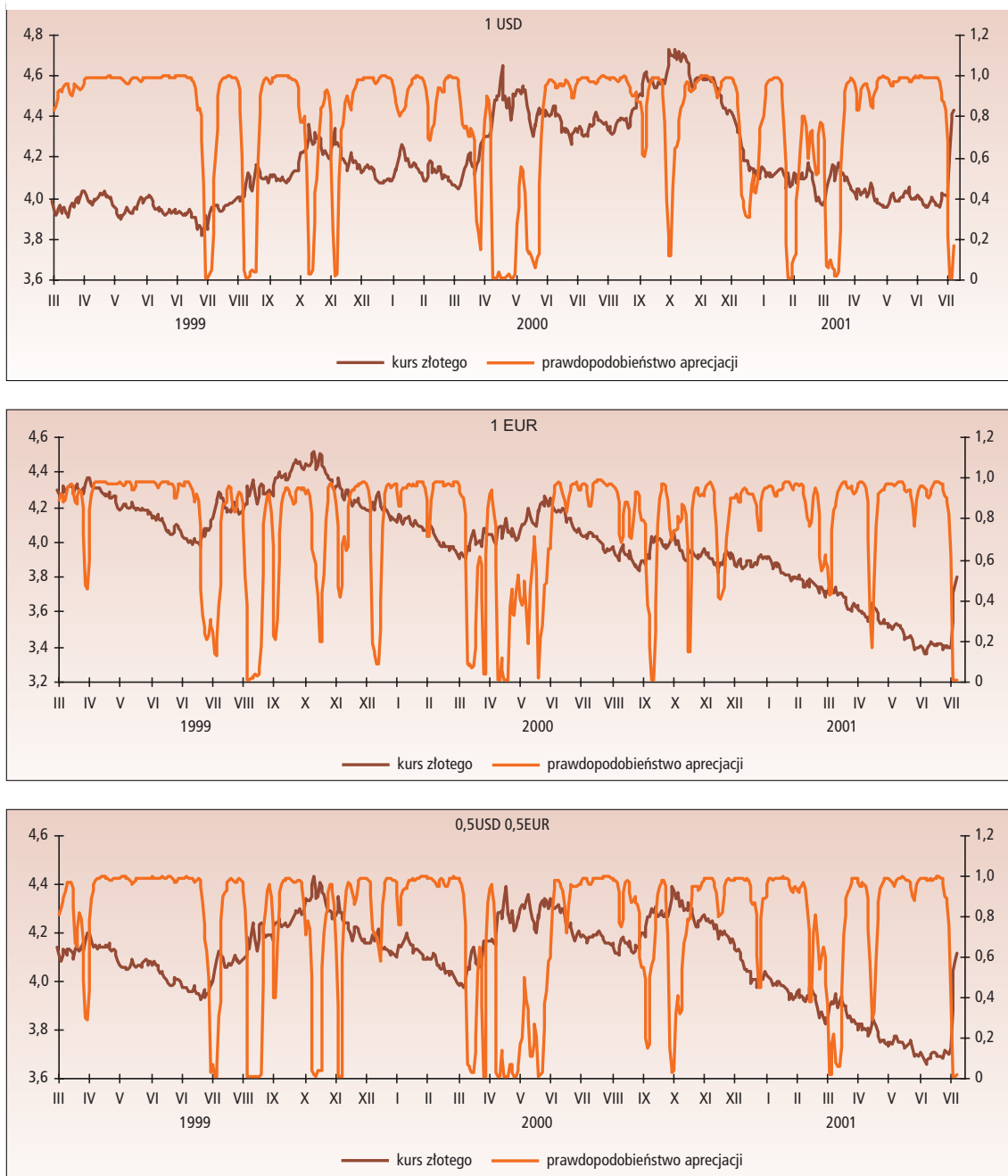
Proces aprecjacji złotego trwa około cztery razy dłużej niż proces osłabiania się kursu.

Na wykresie 1 przedstawiono kształtowanie się kursu oraz prawdopodobieństwo jego aprecjacji w zależności od przyjętej waluty bazowej.

Tabela 2 *Długość trwania okresu aprecjacji i deprecjacji złotego (w dniach)*

Faza	USD	EUR	50% USD i 50% EUR
Aprecjacja	27,79064	19,01321	21,49567
Deprecjacja	6,746239	4,4198718	5,741649

Wykres 1 Kształtowanie się kursu złotego na tle prawdopodobieństwa jego aprecjacji



Weryfikacja hipotezy nieubezpieczonego parytetu stóp procentowych

Kolejnym etapem badania była weryfikacja hipotezy nieubezpieczonego parytetu stóp procentowych. Przeprowadzona analiza empiryczna koncentrowała się na dynamice nominalnych, a nie realnych kursów walutowych. Włączenie do analizy również różnicy nominalnych stóp procentowych pozwoliło na weryfikację hipotezy nieubezpieczonego parytetu stóp procen-

towych z pominięciem problematyki oczekiwań dotyczących poziomu cen.

Weryfikację hipotezy nieubezpieczonego parytetu stóp procentowych przeprowadzono dla Polski oraz Unii Gospodarczej i Walutowej. W obliczu perspektywy przystąpienia Polski do Unii zasadna wydaje się analiza dostosowania polskiej sfery finansowej do warunków unijnych. Dlatego też analizą objęto kurs EUR/PLN oraz oprocentowanie obligacji pięcioletnich w Polsce i Unii. Zgodnie z hipotezą nieubezpieczonego parytetu stóp procentowych, środki pieniężne złożone na rachunku

Tabela 3 Hipoteza nieubezpieczonego parytetu stóp procentowych (błędy standardowe w nawiasach)

Wyszczególnienie	Reżim 1		Reżim 0	
Średnia				
Kurs walutowy	-0,049 (0,033)		0,017 (0,050)	
Różnica oprocentowania	7,453 (0,048)		9,2 (0,060)	
Macierz				
Wariancji-kowariancji	0,371 (0,029)	0,011 (0,021)	0,647 (0,059)	0,033 (0,034)
	0,011 (0,021)	0,373 (0,037)	0,033 (0,034)	0,455 (0,042)
Prawdopodobieństwo p (reżim 1) i q (reżim 0)	0,99 (0,005)		0,987 (0,007)	

za granicą - tzn. w krajach Unii, powinny po dokonaniu transakcji wymiany walut przynieść taką samą stopę zwrotu, jak depozyt w kraju. Dodatnia różnica między oprocentowaniem obligacji w Polsce i w Unii powinna zatem świadczyć o aprecjacyjnej tendencji kursu złotego. Przyjęcie tej klasycznej postaci hipotezy nieubezpieczonego parytetu stóp procentowych stanowiło podstawę identyfikacji okresów, dla których kurs walutowy odbiegał od ścieżki równowagi wyznaczonej przez różnicę oprocentowania, co mogłoby świadczyć o występowaniu zjawisk spekulacyjnych na rynku walutowym.

W badaniu wykorzystano procedurę Hamiltona (1992) wyznaczania parametrów reżimów systemu w przypadku, gdy układ analizowanych zmiennych jest dwuwymiarowy. Oznaczało to znalezienie wspólnych okresów obowiązywania danego reżimu dla dwóch zmiennych, którymi były: kurs walutowy i różnica stóp. Wyniki estymacji zestawiono w tabeli 3.

Rezultaty (por. tabela 3) świadczą o tym, że przy wykorzystaniu modelowania przełącznikowego hipoteza nieubezpieczonego parytetu stóp procentowych nie została potwierdzona empirycznie. Podobnie jak w przypadku jednowymiarowych modeli kursu, wyróżnione zostały fazy aprecjacji i deprecjacji kursu, jednakże odpowiadające im średnie wartości różnicy oprocentowania nie są zgodne z teorią ekonomiczną. Po pierwsze, niezależnie od obowiązującego reżimu różnica oprocentowania jest dodatnia. Po drugie, nawet jeżeli przyjęto by założenie, iż bez względu na kształtowanie się kursu dodatnia różnica oprocentowania jest charakterystyczna dla gospodarek transformujących się, to można by raczej oczekiwać, że dla okresów aprecjacji kursu różnica oprocentowania będzie wyższa niż dla okresów deprecjacji. Z tabeli 3 wynika natomiast, że średnie różnice oprocentowania wynoszą około 7,45% i 9,20% - odpowiednio w przypadku okresów

aprecjacji i deprecjacji. Jeśli przyjmiemy założenie, że odchylenia poziomu kursu od ścieżki równowagi są rezultatem operacji spekulacyjnych, oznaczałoby to, że spekulanci grają na osłabienie waluty. W świetle braku konsensusu co do spełnienia warunku nieubezpieczonego parytetu stóp procentowych oraz biorąc pod uwagę sytuację makroekonomiczną, taką interpretację uzyskanych wyników należałoby traktować z rezerwą.

Na wykresie 2 zaprezentowano zachowanie kursu złotego w stosunku do euro oraz różnice stóp procentowych dla Polski i Unii na tle kształtowania się prawdopodobieństwa aprecjacji kursu i odpowiadającej jej różnicy stawek

Weryfikacja hipotezy bąbli spekulacyjnych kursu złotego

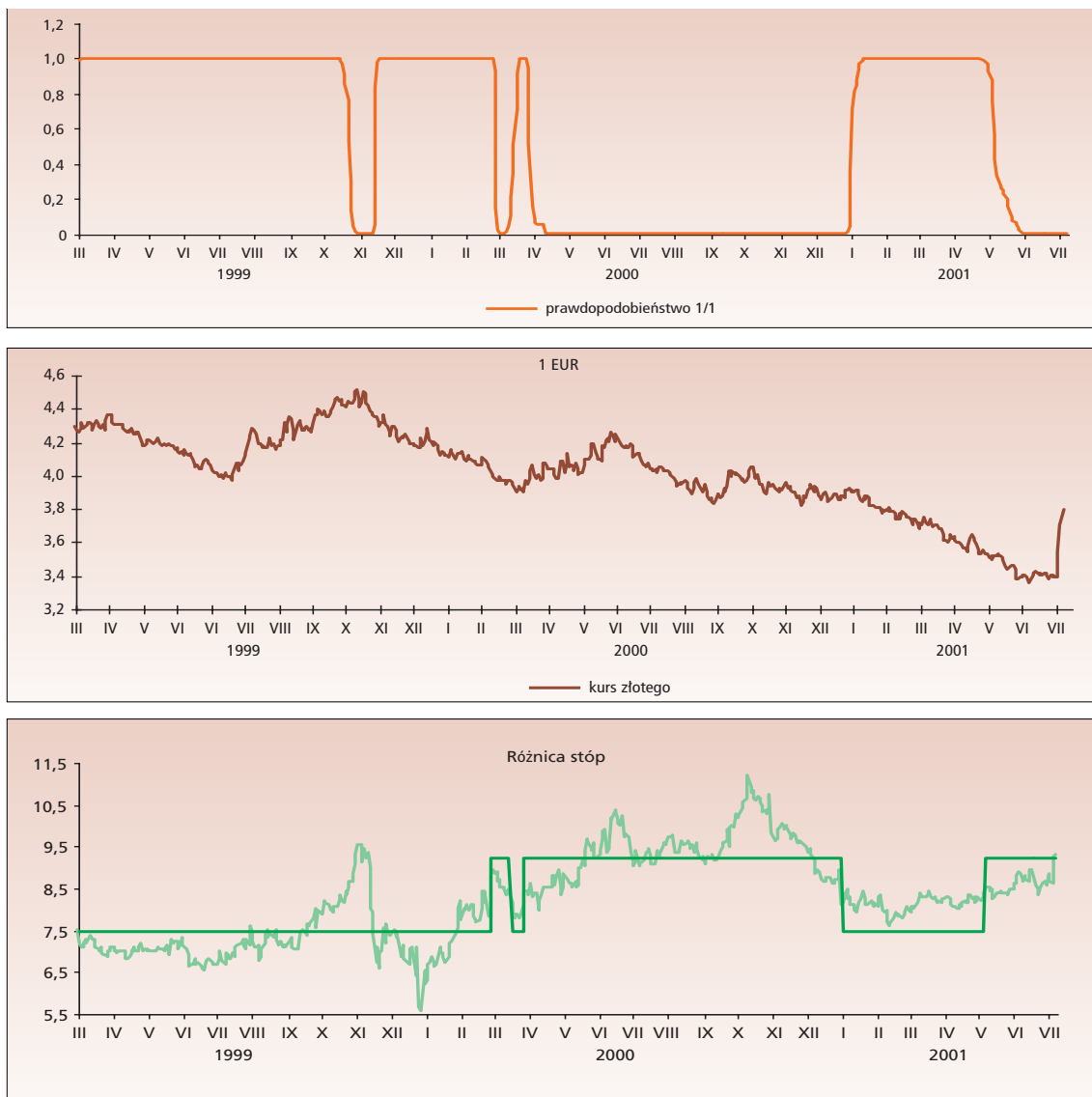
Model bąbli kursu walutowego składał się z czterech submodeli o charakterze przełącznikowym. Każdy submodel odpowiadał jednej zmiennej. Celem badania była identyfikacja takich okresów, w których „łączone” zachowanie wszystkich analizowanych zmiennych mogłoby świadczyć o występowaniu bąbla kursu złotego.

Zbiór zmiennych uwzględnionych w modelu obejmował następujące szeregi:

- kurs złoty/euro,
- rentowność obligacji pięcioletnich w Polsce,
- premię za ryzyko,
- kurs terminowy złotego.

Szczegółowa analiza kształtowania się kursu złoty/euro ze względu na fazy aprecjacji i deprecjacji waluty została przedstawiona powyżej. Przyjęto założenie, że cechą charakterystyczną spekulacji na globalnym rynku walutowym jest powszechne wykorzystywanie analizy technicznej do prognozowania kształtowania się kursu

Wykres 2 Weryfikacja hipotezy nieubezpieczonego parytetu stóp procentowych



w przyszłości. Przyczynę tego stanowią trudności prognozowania kursu na podstawie analiz fundamentalnych, brakuje bowiem ogólnie akceptowanych, sprawdzonych w praktyce koncepcji teoretycznych, wyjaśniających zachowanie kursów walutowych, zwłaszcza w krótkim okresie. Dlatego też większość uczestników rynku stosuje analizę techniczną, czego rezultatem jest powielanie bieżących trendów wzrostowych albo spadkowych kursu.

Następnie przeanalizowano rentowność pięcioletnich obligacji skarbowych o stałym oprocentowaniu. W badaniu uwzględnione zostały ich zmiany procentowe.

Premia za ryzyko została wyliczona jako różnica między oprocentowaniem obligacji pięcioletnich w Polsce i obligacji pięcioletnich na Węgrzech. Podstawą takiego ujęcia premii za ryzyko było założenie, że inwestorzy przy podejmowaniu decyzji o inwestycji kierują się wielkością stopy zwrotu z bezpiecznych papierów

wartościowych w krajach o zbliżonej sytuacji polityczno-ekonomicznej. Przyjęcie takiego założenia pozwoliło na pominięcie w analizie kształtowania się wzajemnych relacji kursu złotego do forinta.

W ostatnim submodelu przeprowadzona została analiza różnicy między kursem terminowym i kasowym. Kurs terminowy wyznaczono na podstawie dziennych kwotowań miesięcznych stawek WIBOR i EURIBOR. W związku z faktem, że odchylenia kursów kasowych od ustalonych wcześniej kursów terminowych mają charakter deterministyczny, a nie stochastyczny (co oznacza, że rynki walutowe nie są efektywne, por. Sławiński, 1998), dokonano transformacji danych wyjściowych. W modelu uwzględniono zmiany procentowe analizowanego szeregu. Oszacowania parametrów submodeli przedstawia tabela 4.

Reżim 1 odpowiada fazie wzrostu rentowności obligacji, natomiast reżim 0 - fazie jej spadku. Jeżeli

Tabela 4 Oszacowania parametrów modeli obligacji pięcioletnich (5Y), premii za ryzyko, różnicy między kursem terminowym i kasowym (r^t-r) (błędy standardowe w nawiasach)

Parametr	5Y *	Premia za ryzyko	r^t-r
μ_1	0,046034	-1,26774 (0,037403)	0,564064 (0,43309)
μ_0	-0,0013	4,129646 (0,072681)	-0,0922 (0,038473)
σ_1^2	0,632458	0,210326 (0,024909)	16,6482 (3,00651)
σ_0^2	9,076988	2,416832 (0,160553)	0,616881 (0,055307)
p	0,885715	0,997639 (0,003197)	0,709993 (0,083754)
q	0,566091	0,998611 (0,00157)	0,947519 (0,015316)

* Wyznaczenie błędów standardowych okazało się niemożliwe ze względu na niedodatnią określoność hesjana.

rentowność obligacji pięcioletnich rośnie, to rośnie ona średnio o 0,05% dziennie. Rentowność obligacji maleje średnio o 0,001% w okresie t , jeżeli w poprzednim okresie również malała. Prawdopodobieństwo wzrostu rentowności obligacji pięcioletnich jest większe od prawdopodobieństwa jej spadku.

Można wyróżnić dwa okresy odmiennego kształtowania się premii za ryzyko. Do października 1999 r. atrakcyjniejsze było inwestowanie na Węgrzech; różnica między oprocentowaniem obligacji polskich i węgierskich pozostawała bowiem ujemna i średnio kształtowała się na poziomie 1,27%. Od października 1999 r. oprocentowanie obligacji w Polsce było natomiast korzystniejsze od ich odpowiedników węgierskich - średnio różnica wynosiła 4,16%.

Różnica między kursem terminowym i kasowym malała średnio o 0,09% i wzrastała średnio o 0,56%, przy czym prawdopodobieństwo utrzymania się tendencji spadkowej badanej różnicy było większe niż prawdopodobieństwo trendu wzrostowego - 0,95 wobec 0,71.

Wykres 3 ilustruje realizację poszczególnych zmiennych wraz z prawdopodobieństwami reżimu, którego wystąpienie mogłoby świadczyć o korzystnych warunkach do powstania bąbla spekulacyjnego kursu walutowego. Punktem wyjścia jest prawdopodobieństwo aprecjacji kursu złotego, bowiem w odniesieniu do niego porównuje się zachowania pozostałych zmiennych. Przyjęto założenie, że kurs walutowy w danym okresie „skażony” jest bąblem, jeżeli prawdopodobieństwo aprecjacji złotego jest duże (bliskie jedności) i jednocześnie duże wartości przyjmują prawdopodobieństwa kierunków zmiennych bazowych odpowiadające oczekiwaniemu, na podstawie teorii ekonomicznej, osłabieniu się złotego: prawdopodobieństwo spadku rentowności obligacji pięcioletnich (rentowność odzwierciedla wysokość stopy procentowej), prawdopodobieństwo ujemnej różnicy między rentownością obligacji w Polsce i na Węgrzech, prawdopodobieństwo spadku różnicy między kursem terminowym i kasowym).

Analiza wskazuje na zastanawiające zachowanie się kursu złotego w lutym, październiku i listopadzie 2000 r. Prawdopodobieństwo silnej aprecjacji złotego

w okresie 3 - 7 lutego, 13 - 17 października i 2 - 6 listopada 2000 r. (por. wykres 3) nie zostało potwierdzone odpowiednio wysokim prawdopodobieństwem tendencji wzrostu rentowności papierów dłużnych. Analiza premii za ryzyko pozwala stwierdzić, iż inwestorzy powinni skłaniać się ku inwestycjom w Polsce już od października 1999 r. Zgodnie z przyjętym założeniem, dodatnia różnica między oprocentowaniem obligacji polskich i węgierskich mogłaby usprawiedliwiać aprecjację złotego w okresach „podejrzanych” o istnienie bąbla spekulacyjnego, jednakże biorąc pod uwagę zachowanie pozostałych zmiennych, warunek premii za ryzyko nie powinien być traktowany jako warunek dostateczny. Z analizy różnicy między kursem terminowym i kasowym wynika, że w okresach „podejrzanych” o istnienie bąbli prawdopodobieństwo utrzymania się tendencji spadkowej analizowanej różnicy kwotowań kursu przyjmowało wysokie wartości, co potwierdzałoby hipotezę o występowaniu bąbli spekulacyjnych kursu złotego.

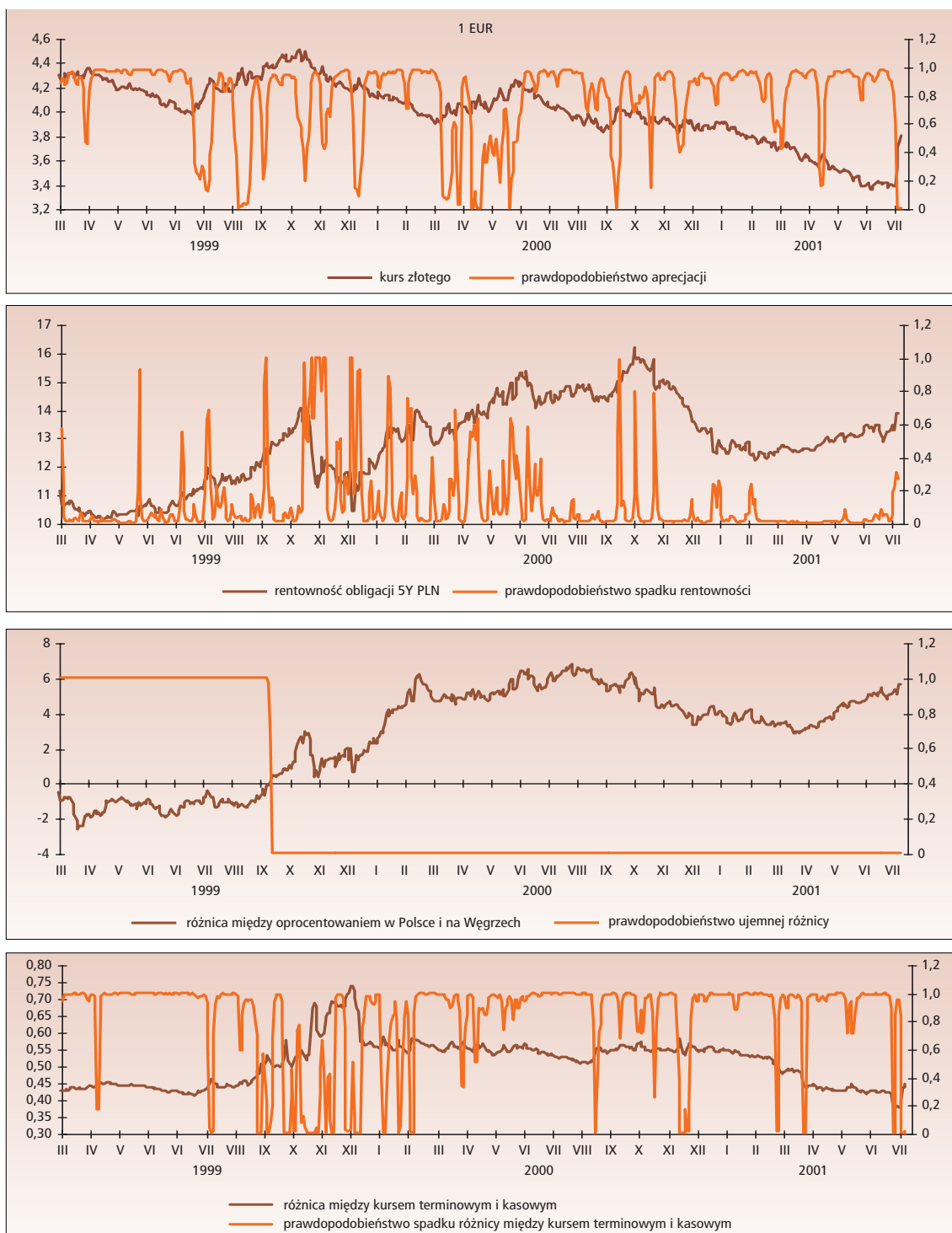
W celu weryfikacji hipotezy bąbli spekulacyjnych przeprowadzono analizę czynników, które nie zostały *explicite* uwzględnione w badaniu, a kształtowanie się których mogłoby tłumaczyć zachowanie kursu w okresach „podejrzanych” o istnienie bąbla spekulacyjnego.

Wzmocnienie kursu złotego na początku lutego 2000 r. nastąpiło pomimo niekorzystnych danych dotyczących deficytu obrotów bieżących za styczeń. Wskaźniki makroekonomiczne były niejednoznaczne, co destabilizująco wpływało na rynek walutowy i mogło sprzyjać zawieraniu transakcji spekulacyjnych.

Aprecjację złotego w okresie 13 - 16 października 2000 r. trudno tłumaczyć ogólną sytuacją ekonomiczno-polityczną. Nastąpiło pogorszenie się sytuacji na międzynarodowych rynkach finansowych związane ze wzrostem cen ropy i spadkami indeksów giełdowych, co skutkowało wyprzedzą polskich aktywów przez inwestorów zagranicznych. W połączeniu z opóźnieniem daty przedłożenia w Sejmie budżetu na 2001 r. nie powinno to wpłynąć na umocnienie kursu złotego w okresie 13 - 17 października.

Aprecjacja, która nastąpiła 2 - 6 listopada 2000 r. mogła być wynikiem publikacji korzystnych danych

Wykres 3 Weryfikacja hipotezy bąbli spekulacyjnych kursu złotego



dotyczących deficytu bilansu płatniczego. Jednakże informacje o deficycie nie wpłynęły w takim samym stopniu na kształtowanie się kursu złotego w stosunku do dolara, co mogłoby świadczyć o tym, że aprecjacja kursu złotego w odniesieniu do euro była spowodowana innymi czynnikami. Warto również wspomnieć, że 3 listopada Europejski Bank Centralny, w celu obrony waluty europejskiej, przeprowadził

interwencje, dokonując zakupu euro. Nie wpłynęło to jednak na zachowanie kursu złotego względem euro, gdyż złoty się umocnił.

Na podstawie zbudowanego modelu podjęto również próbę wyznaczenia okresów nieuzasadnionej deprecjacji kursu. Wnioskowanie o występowaniu spekulacji na deprecjację waluty przeprowadzono w sposób analogiczny do wnioskowania o występowaniu

spekulacji na aprecjację waluty. Prawdopodobieństwo deprecjacji kursu porównane zostało z prawdopodobieństwem wzrostu rentowności obligacji, prawdopodobieństwem dodatniej różnicy między oprocentowaniem obligacji polskich i węgierskich oraz prawdopodobieństwem wzrostu różnicy między kursem terminowym i kasowym. Na podstawie modelu wyróżniono okresy, dla których prawdopodobieństwo deprecjacji kursu nie zostało potwierdzone zachowaniem przyjętych zmiennych bazowych. Sytuacja taka wystąpiła w okresie 31 marca - 5 kwietnia 2000 r. 19 - 23 kwietnia 2001 r. i 6 - 11 lipca 2001 r.

Z analizy czynników o charakterze egzogenicznym w stosunku do modelu wynika, że deprecjacja złotego, w okresie 31 marca - 5 kwietnia 2000 r. mogła nastąpić na skutek publikacji gorszych niż oczekiwane danych o obrotach bieżących oraz wypowiedzi członków sfery polityczno-ekonomicznej na temat kursu walutowego.

Trudno znaleźć czynniki polityczno-ekonomiczne, które wpłynęłyby na deprecjację złotego w okresie 19 - 23 kwietnia 2001 r. Osłabienie złotego mogło być pochodną relacji między euro a dolarem. Mimo iż 18 kwietnia Bank Rezerwy Federalnej obniżył stopy procentowe w Stanach Zjednoczonych, euro się osłabiło.

Na podstawie modelu nie można rozpoznać przyczyn deprecjacji złotego, która nastąpiła w okresie 6 - 11 lipca 2001 r. Biorąc pod uwagę ogólną sytuację makroekonomiczną, można przyjąć, że osłabienie się złotego spowodowane było czynnikami o charakterze spekulacyjnym.

Skonstruowany model bąbli spekulacyjnych może być punktem wyjścia do analizy kształtowania się kursu złotego w kontekście działań spekulantów. Powiązanie zmiennych uwzględnionych w modelu w sposób stochastyczny - za pomocą prawdopodobieństw przejścia

między reżimami - pozwala na wzbogacenie analizy zależności deterministycznych, umożliwiając pełniejsze wyjaśnienie zmian kursu złotego.

Zakończenie

W opracowaniu podjęto próbę identyfikacji i empirycznej weryfikacji zjawisk spekulacyjnych w Polsce. Zdefiniowanie zbioru determinant bąbli kursów walutowych oraz konstrukcja ekonometrycznego modelu typu przełącznikowego umożliwiły empiryczną weryfikację hipotezy o występowaniu zjawisk spekulacyjnych w Polsce.

Z przeprowadzonego badania wynika, że kurs złotego charakteryzują przeplatające się okresy aprecjacji i deprecjacji. Aprecjacja trwa około dwudziestu dni i następuje stopniowo, natomiast okresy deprecjacji kursu trwają krócej i są bardziej gwałtowne.

Przeprowadzona analiza nie pozwoliła na potwierdzenie hipotezy nieubezpieczonego parytetu stóp procentowych.

Na podstawie uzyskanych wyników można wyodrębnić okresy charakteryzujące się zastanawiającym zachowaniem kursu: 3 - 7 lutego, 13 - 17 października i 2 - 6 listopada 2000 r. (okresy aprecjacji) oraz 31 marca - 5 kwietnia 2000 r., 19 - 23 kwietnia 2001 r. i 6 - 11 lipca 2001 r. (okresy deprecjacji). Warto wspomnieć, że w wyróżnionych okresach aprecjacji w mediach wyrażano pogląd o nadmiernym umacnianiu się złotego i snuto przypuszczenia co do występowania ewentualnych bąbli spekulacyjnych na rynku walutowym. Przeprowadzona analiza miała na celu próbę weryfikacji prawdziwości panujących opinii. Analogiczne badanie okresów deprecjacji złotego umożliwiło kompleksowe wyjaśnienie kształtowania się kursu walutowego.

Literatura

1. C.M. Engel, J.D. Hamilton [1989]: *Long swings in the dollar: are they in the data and do markets know it?* The American Economic Review, vol. 80, s. 689-713.
2. M. Funke, S. Hall, M. Sola [1994]: *Rational Bubbles during Poland's Hyperinflation. Implications and Empirical Evidence*. The European Economic Review, vol. 38, s. 1257-1276.
3. S. Hall, Z. Psaradakis, M. Sola [1999]: *Detecting periodically collapsing bubbles: a Markov-switching unit root test*. Journal of Applied Econometrics, vol. 14, s. 143-154.
4. J.D. Hamilton [1994]: *Time Series Analysis*. Princeton University Press, Princeton.
5. H. Schaller, S. van Norden [1997]: *Fads or Bubbles?* Working Paper 97-2, Bank of Canada.
6. A. Sławiński [1998]: *Globalizacja rynków finansowych a polityka pieniężna*. „Bank i Kredyt”, s. 61.
7. S. van Norden [1996]: *Regime Switching as a Test for Exchange Rate Bubbles*. „Journal of Applied Econometrics”, vol. 11, s. 219-251.
8. A. Welfe, S. Narel [1994]: *The statistical properties of free market zloty/dollar exchange rate: the Polish experience*. „Przegląd Statystyczny”, vol. 41, nr 4, s. 401-412.

Historia bankowości centralnej - Bank Japonii

Wojciech Morawski

Pierwsze lata modernizacji Japonii, rozpoczętej w 1868 r., charakteryzowały się wysoką inflacją. Dopiero w latach 80. XIX wieku zaczęto stabilizować system pieniężny i kredytowy. W 1882 r. powstał Bank Japonii. Mimo że jego założyciele odwoływali się do europejskich wzorów, m.in. w zakresie niezależności banku centralnego, w praktyce Bank Japonii pozostawał zależny od rządu. Dopiero kryzys lat 90. XX wieku ponownie postawił problem niezależności na porządku dziennym.

Na początku XVII wieku Japonia, zagrożona penetracją europejską, zdecydowała się na wygnanie cudzoziemców, zamknięcie kraju i izolację. Ponieważ w okresie tym władza cesarska była zredukowana do funkcji symbolicznych, a rzeczywiste rządy sprawowali szogunowie z rodziny Tokugawa, ich nazwisko stało się określeniem całej epoki. Tradycyjny, zdecentralizowany japoński system pieniężny został ujednolicony w okresie rządów Toyotomi Hideyoshiego u schyłku XVII wieku. Odtąd opierał się on na czterech środkach wymiany: ryżu, złocie, srebrze i miedzi. W epoce Tokugawa podstawową jednostką było ryo, które odpowiadało 4 bu i 16 shu. 1 shu, z kolei, odpowiadało 1.000-1.500 zdawkowym monetom miedzianym - mon. W obiegu były też papierowe certyfikaty potwierdzające posiadanie ryżu lub srebra. Stopniowy wzrost znaczenia srebra sprzyjał poszerzaniu obiegu pieniężnego; odpowiadało to też ogólnym tendencjom na Dalekim Wschodzie, gdzie międzynarodowym środkiem wymiany stawał się, w coraz większym stopniu, srebrny dolar meksykański. Konfucjanizm, uznający działalność handlową za pasożytniczą, oraz niechęć silnego politycznie stanu samurajów hamowały rozwój stosunków kredytowych. Skutkiem tych nastrojów były podejmo-

wane od czasu do czasu akcje unieważniania długów lub ustanawiania przymusu udzielania pożyczek. Najgłośniejszą taką sprawą było doprowadzenie do upadku firmy Yodoya Saburoemona w 1705 r.¹

W 1854 r. Japonię odwiedziła amerykańska eskadra komandora Matthew G. Perry'ego, która wymusiła otwarcie Japonii dla handlu. Wizyta amerykańska uświadomiła Japończykom ich bezbronność wobec zachodniej techniki militarnej. Okazało się, że izolacja nie była skuteczną receptą na utrzymanie niezależności. Japonia mogła podzielić los innych narodów pozaeuropejskich i popaść w zależność albo podjąć wysiłek modernizacyjny, który uczyniłby z niej równorzędnego partnera dla Białych. Japonia podjęła to wyzwanie.

W 1868 r. nowy cesarz Mutsuhito pozbawił szogunów władzy i rozpoczął gruntowne reformy kraju, określane mianem rewolucji Mejdzi. Ważną rolę w tym procesie odgrywały sprawy monetarne i kredytowe. Po otwarciu Japonii dla handlu w 1854 r. działalność emisyjną podjęły japońskie oddziały banków zachodnich, zlokalizowane zazwyczaj w Jokohamie. Były to: Central Bank of Western India, Chartered Mercantile Bank of India, Commercial Banking Corporation of India, Hong Kong and Shanghai Banking Corporation i New Oriental Banking Corporation.

W 1870 r. przeprowadzono reformę walutową, wprowadzając srebrnego jena dzielącego się na 100 senów. Pierwsze dekady modernizacji upływały jednak pod znakiem inflacji. Słaby jeszcze wówczas przemysł japoński wymagał ochrony przed zagraniczną konku-

¹ J. W. Hall: *Japonia od czasów najdawniejszych do dzisiaj*. Warszawa 1979, s. 176.

rencją. Układ narzucony Japonii w 1854 r. wykluczał ochronę poprzez bariery celne. W tej sytuacji inflacja czyniła rynek japoński mało atrakcyjnym dla importu, natomiast dzięki obniżaniu kosztów produkcji ułatwiała eksport.

W tym okresie narodziła się nowoczesna bankowość japońska². Bezpośrednio po otwarciu Japonii na świat powstało wiele tzw. kompanii wymiany (*kawase kaisho*), których głównym zajęciem była wymiana walut. W 1872 r. wydano prawo bankowe, wzorowane na amerykańskim National Banking Act z 1863 r. Powstało wówczas wiele tzw. banków narodowych (*kokuritsu ginko*), z których każdy - wzorem amerykańskim - emitował banknoty. Pierwsze kilkanaście lat epoki Mejdzi charakteryzowało się stosunkowo słabym pieniądzem i wysoką inflacją. System emisji oparty na wzorach amerykańskich sprzyjał takiej metodzie finansowania przemian społecznych.

Na początku lat 80. XIX wieku doszło jednak do zmiany polityki gospodarczej i stabilizacji pieniądza. Przemysł japoński okrzepł już na tyle, że nie potrzebował ochrony w postaci inflacji. Co więcej, obniżała ona międzynarodowy prestiż kraju. Ukoronowaniem sukcesu gospodarczego powinno być ustabilizowanie waluty i to opartej na złocie używanym przez Europejczyków jako pokrycie, a nie na srebrze, dominującym w Azji. Twórcą polityki deflacyjnej był minister finansów Matsukata Masajoki. Jego dziełem było utworzenie Banku Japonii (*Nippon Ginko*) w 1882 r.³ Nowa instytucja była spółką akcyjną, statut banku wzorowany był na Banque Nationale de Belgique. Ważną rolę odegrały również wzory brytyjskie, głównie za sprawą brytyjskiego doradcy Matsukaty Alexandra Allana Shanda⁴. Połowę kapitału akcyjnego wyłożył rząd, który miał prawo powoływać gubernatora banku i innych urzędników oraz nadzorować czynności banku. Podporządkowanie banku rządowi oraz pomoc, której udzielał w tym okresie bankowości komercyjnej, spowodowały opóźnienie stabilizacji.

W 1886 r. wymienialne na srebro i inne waluty banknoty Banku Japonii zastąpiły dotychczasowe, niewymienialne pieniądze papierowe. W 1897 r.

ustabilizowano jena jako walutę złotą. Z punktu widzenia rywalizacji z mocarstwami europejskimi konieczność takiej stabilizacji stała się pilną sprawą po stabilizacji rubla w 1894 r. Nowy jen zawierał 0,75 g złota (2,006 jena za dolara).

Zwrotowi monetarystycznemu w polityce pieniężnej towarzyszył zwrot prywatyzacyjny w polityce przemysłowej. Industrializacja w pierwszych dekadach epoki Mejdzi opierała się na zasadach etatystycznych. W latach 80. państwo zaczęło wycofywać się z bezpośredniej działalności gospodarczej, tworząc pole dla koncernów prywatnych (*zaibatsu*). Cechą szczególną rozwoju gospodarki kapitalistycznej w Japonii było ominięcie fazy wolnej konkurencji. Sektor prywatny od początku był wysoce zmonopolizowany. Co więcej, w Japonii - w odróżnieniu np. od Stanów Zjednoczonych - władze nie uważały monopolizacji za zjawisko negatywne i nie próbowały jej zwalczać. Wręcz przeciwnie, otaczały *zaibatsu* opieką.

Powstanie banku centralnego oznaczało utratę przywilejów emisyjnych przez banki narodowe, których większość w ciągu następnych kilku lat uległa likwidacji. Nową formą bankowości prywatnej w Japonii stały się banki akcyjne zbliżone do wzorów niemieckich, tzn., łączące kredyt krótkoterminowy z kredytem inwestycyjnym i działalnością grynderską. Ich rozwojowi sprzyjało istnienie *zaibatsu*⁵. Nie były to instytucje kredytowe sensu stricto, lecz z racji szczególnej roli w gospodarce japońskiej zasługują na prezentację⁶. Decydujące znaczenie miały cztery firmy:

- **Mitsubishi** został założony⁷ w 1871 r. przez Yataro Iwasaki, byłego samuraja, który po rewolucji Mejdzi został armatorem. W latach 90. podjął spekulacje gruntami w Tokio. Mitsubishi stał się z czasem największym koncernem zbrojeniowym Japonii. Związany był raczej z marynarką niż armią lądową. Z czasem wpłynęło to na orientację w polityce zagranicznej. W okresie międzywojennym popierał ekspansję raczej w kierunku Pacyfiku niż Syberii. W 1927 r. holding rodzinny przekształcono w spółkę akcyjną. Z czasem Mitsubishi Group stała się jedną z największych korporacji przemysłowych świata.

- **Mitsui** powstał w XVII wieku w Kyoto i Kobe. W XVIII wieku była to największa firma handlowa w Japonii. Rodzina Mitsui współpracowała z szogunami z rodziny Tokugawa. W 1876 r. założyli najstarszy bank

² Por. Y. Suzuki (red.): *The Japanese Financial System*. Oxford 1987; L. Presnell (red.): *Money and Banking in Japan*. London 1973; R. Goldsmith: *The Financial Development of Japan 1889-1977*. New Haven 1983; F.M. Adams, I. Hoshii: *A Financial History of the New Japan*. Princeton 1972; H.T. Patrick: *Japan 1868-1914*. W: R. Cameron (red.): *Banking in the Early Stages of industrialization. A Study in Comparative Economic History*. Oxford 1967, s. 239-289; K. Yamamura: *Japan 1868-1930*. W: R. Cameron (red.): *Banking and Economic Development. Some Lessons from History*. Oxford 1972, s. 168-198 oraz starsze, ale bardzo gruntowne opracowanie - H.M. Bratter: *Japanese Banking*. Washington 1931. W języku polskim istnieje ciekawa praca J.K. Solarza: *Ewolucja japońskiego systemu bankowego i polityki monetarnej*. Warszawa 1990; por. tegoż: *Rozwój systemów bankowych*. Warszawa 1996, s. 66-80.

³ Nippon Ginko Hyakunen-Shi: *A Hundred Years of History of the Bank of Japan*. Tokyo 1982.

⁴ H.T. Patrick: op.cit., s. 251.

⁵ Po II wojnie światowej amerykańskie władze okupacyjne rozwiązały *zaibatsu*, widząc w nich jedną z sił sprawczych militarystyki japońskiej. Pod koniec lat 40. zezwolono jednak na ich odbudowę w nowej, bardziej konkurencyjnej formie prawnej *keiretsu*. Nie zezwolono jednak na używanie historycznych nazw. Zgoda ta została wydana dopiero przez władze japońskie w 1952 r., krótko po podpisaniu traktatu pokojowego w San Francisco, przywracającego Japonii suwerenność.

⁶ Por. szerzej A. Grodek: *Rozwój kapitalizmu w Japonii*. „Zeszyty Naukowe SGPIS”, nr XIX, Warszawa 1962, s., 11-47.

⁷ K. Yamamura: *The Founding of Mitsubishi. A Case Study in Japanese Business History*. „Business History Review” nr XLI, Summer 1967.

prywatny w Japonii⁸ i zajmowali się emisją pieniądza. Z czasem koncern zaangażował się w produkcję zbrojeniową, wiążąc się raczej z armią niż z flotą. Mitsui bardziej popierał ekspansję w kierunku Syberii niż na Pacyfiku, dlatego był zwolennikiem raczej wojny z ZSRR niż z USA. Ważną dziedziną aktywności koncernu było górnictwo.

– **Sumitomo** - przedsiębiorstwo zajmujące się początkowo wydobywaniem miedzi na wyspie Shikoku - założył w 1590 r. Sumitomo Masatoto (1585-1652). W epoce szogunatu dom Sumitomo był związany z rodziną Tokugawa. Za pośrednictwem Holendrów Sumitomo zajmował się w tym czasie eksportem miedzi. Obsługiwał też handel Nagasaki jedyne miasta, otwartego dla cudzoziemców. Związki z szogunatem spowodowały, że rewolucja Mejdzi osłabiła pozycję firmy. Wkrótce jednak Sumitomo przystosował się do nowych warunków, koncentrując się przede wszystkim na przemyśle ciężkim i zbrojeniowym. W 1895 r. powstał Sumitomo Bank. W 1921 r. utworzono holding rodzinny Sumitomo Ltd., który w latach 30. stał się największym *zaibatsu* w Japonii. Po wojnie stopniowo rosło znaczenie Sumitomo Rubber Industries Inc., związanego z brytyjskim koncernem Dunlop. W 1981 r. Sumitomo wykupił wszystkie aktywa Dunlopa w Europie, stając się jednym z największych producentów opon. W 1999 r. umocnił tę pozycję dzięki fuzji z amerykańską Goodyear Company.

– **Yasuda** został założony przez Zenjiro Yasudę (1838-1921). Założyciel urodził się w ubogiej, plebejskiej rodzinie w Tokio. Po zdobyciu majątku jako makler giełdowy założył w 1844 r. bank, od 1878 r. działający pod nazwą Yasuda Bank⁹. Obecnie firma ta działa jako Fuji Bank. Yasuda prowadził działalność filantropijną, choć jednocześnie dla współczesnych mu jego nazwisko stało się symbolem korupcji władz. W 1925 r. spadkobiercy przekształcili firmę w holding. W odróżnieniu od pozostałych *zaibatsu* Yasuda koncentrował się nie tyle na produkcji, ile na działalności kredytowej i ubezpieczeniowej. Po II wojnie światowej odbudowany został jako *keiretsu* Yasuda Trust & Banking Corporation. Z części przedsiębiorstw Yasudy powstała odrębna korporacja Fuji.

Mniejsze znaczenie miały *zaibatsu*: Daiichi, Kawasaki, Yamaguchi i Konoike. Prywatyzacji gospodarki towarzyszyła troska o zachowanie sektora państwowego w bankowości. Na przełomie stuleci rząd utworzył Hipoteczny Bank Japoński (*Nippon Kangyo Ginko*), Bank Kolonialny Hokkaido (*Hokkaido Takushoku Ginko*) i Japoński Bank Przemysłowy (*Nippon Kogyo Ginko*). Bardzo wcześniej, bo już w 1875 r., powstała pocztowa kasa oszczędności. Szczególną cechą japońskiej bankowości przed II wojną światową było duże

rozdrobienie. W tej materii nadal była ona podobna do wzorów amerykańskich. W 1913 r. w Japonii działało 1.457 banków.

Podczas I wojny światowej jen nie był zagrożony deprecjacją, ale w latach powojennych ujawniły się tendencje inflacyjne, zwłaszcza po trzęsieniu ziemi w Tokio w 1923 r. Na przełomie 1924 i 1925 r. kurs jena spadł do około 80% kursu przedwojennego, ale w następnym roku, na skutek polityki deflacyjnej, doprowadzono jena do przedwojennego parytetu. Deflacja ujawniła jednak słabości dotychczasowego, rozproszonego modelu bankowości. W 1927 r. wybuchł kryzys, zwany kryzysem finansowym epoki Sowa. Panika wywołana upadkiem Bank of Taiwan doprowadziła do dezorganizacji znacznej części aparatu kredytowego. Reakcją na kryzys było wydanie nowego prawa bankowego. Powołano do życia rządowy nadzór bankowy oraz stworzono mechanizmy pobudzające procesy koncentracji bankowości. Skutkiem działania tych ostatnich było zmniejszenie liczby banków do 64 w przededniu II wojny światowej.

Podczas wielkiego kryzysu, w lipcu 1932 r., w Japonii wprowadzono reglamentację dewizową. Już w grudniu 1931 r. Japonia zerwała z systemem Gold Standard i przystąpiła do bloku szterlingowego, wiążąc jena sztywnym kursem z funtem szterlingiem (17,14 jena za funta). W 1937 r. przeprowadzono oficjalną dewaluację. Pod koniec lat 30. jen odpowiadał 27% swej wartości z 1929 r. W październiku 1939 r. Japończycy przeszli na sztywny kurs wobec dolara (4,2676 jena za dolara)¹⁰. Jednocześnie następował proces poddawania bankowości coraz ściślejszej kontroli ze strony rządu. W 1937 r. ustawa o mobilizacji gospodarki zabroniła konkurencji między bankami. W 1942 r. na mocy ustawy zwanej *Nippon Ginko Ho* przekształcono Bank Japonii w podporządkowaną rządowi korporację publiczną, co oznaczało likwidację resztek jego niezależności. Udział rządu w kapitale akcyjnym wzrósł do 55% (i na tym poziomie utrzymuje się do dziś).

W czasie wojny Japończycy posługiwali się w krajach okupowanych jenami wojskowymi (*gumpyo*) lub walutami lokalnymi. W Mandżukuo już w 1935 r. wprowadzono juana, równego jenowi. Podobnie kształtował się kurs juana pekińskiego, ale już np. juan nankiński stanowił jedynie 20% jena. W Hongkongu tamtejszy dolar został uznany za 50% jena. Zrównano z jensem kurs guldena Holenderskich Indii Zachodnich, piastra indochińskiego, dolara malajskiego i bata tajlandzkiego. Decyzje te oznaczały sztuczne zawyżenie kursu jena. System sztywnych, korzystnych dla Japonii kursów w krajach okupowanych był jednym z elementów ich eksploatacji gospodarczej w ramach lansowanej przez propagandę Azjatyckiej Strefy Dobro-

⁸ An 80-Year History of Mitsui Bank. Tokyo 1957.

⁹ A 60-Year History of the Yasuda Bank. Tokyo 1940.

¹⁰ S.M. Borisow: *Valiuty stran mira. Sprawocznik*. Moskwa 1987, s. 282-283.

bytu. Amerykanie z kolei posługiwali się wojskowym dolarem (tzw. hawajskim), który równał się 20 gumpy¹¹.

Pierwsze lata powojenne upłynęły pod znakiem inflacji. W 1945 r. Amerykanie wprowadzili kurs 10 jenów za 1 dolara, rychło zmieniony na 15 jenów. Wobec inflacji w 1947 r. zdewaluowano jena do 50 za dolara, a w 1948 r. do 250. Jednocześnie stosowane były inne kursy, dochodzące do 900 jenów za dolara. Inflacji towarzyszyły napięcia społeczne, wzrost siły związków zawodowych (utworzonych po wojnie przez Amerykanów i korzystających, do pewnego momentu, z ich poparcia) i wzrost wpływów partii socjalistycznej, która w latach 1946-1947 sprawowała rządy. W 1948 r. powrócili do władzy liberałowie, co zwiastowało stabilizację.

Reformę walutową w kwietniu 1949 r. przeprowadził ekspert amerykański Joseph Dodge. Z uwagi na późniejszą rolę gospodarczą Japonii przyrównywano potem rolę Dodge'a do tej, jaką wobec Europy odegrał Georges Marshall, i mówiono o „systemie Marshalla-Dodge'a”. Wprowadzony wówczas kurs 360 jenów za dolara przetrwał aż do końca istnienia systemu z Bretton Woods, do grudnia 1971 r. Utrzymano jednak ograniczenia dewizowe. Aż do schyłku lat 60. import wymagał zgody Ministerstwa Przemysłu i Handlu Zagranicznego (MITI).

Odbudowa bankowości japońskiej po II wojnie światowej rozpoczęła się jeszcze w okresie okupacji amerykańskiej. W 1947 r. wydano tymczasowe zarządzenie o oprocentowaniu, przywracające konkurencję między bankami. Sprzyjało temu również rozwiązanie *zaibatsu*¹². Wprowadzono ścisły rozdział banków kredytu krótkoterminowego i inwestycyjnego.

W czerwcu 1949 r. w ramach reformy stabilizacyjnej zniesiono prawo bankowe z 1942 r. Bank Japonii odzyskał pewną niezależność. Spośród dwóch kierujących nim kolegów: Rady Politycznej i Dyrekcji, wzrosło znaczenie tej pierwszej. Rada miała się składać z 7 członków, z tego 5 powoływał na 5 lat rząd za zgodą parlamentu, dwaj zaś mieli reprezentować: Ministerstwo Finansów i Agencję Planowania Gospodarczego. Znaczenie Dyrekcji, o której obsadzie decydowało głównie Ministerstwo Finansów, zostało ograniczone. Nadzór bankowy sprawowany miał być przez Biuro Bankowe, powoływane wspólnie przez Ministerstwo Finansów i Bank Japonii. Specyficznym instrumentem oddziaływania banku centralnego na banki komercyjne stała się bezpośrednia kontrola ekspansji kredytowej

(*madoguchi shido*). Po upadku systemu z Bretton Woods, mimo tendencji inflacyjnych w Japonii, wyraźnych zwłaszcza podczas pierwszego kryzysu naftowego, jen ulegał stopniowej aprecjacji: z 360 jenów za dolara w 1970 r. do 111 w 2000 r. (w 1995 r. zanotowano jednak rekordowo wysoki kurs 95 jenów za dolara). Aprecjacja jena, który stał się walutą międzynarodową, wymknęła się w pewnej chwili Japończykom spod kontroli, stając się, za sprawą zmniejszenia konkurencyjności japońskiej gospodarki, jednym ze źródeł kryzysu lat 90.¹³

W połowie lat 70. rozpoczął się proces stopniowej liberalizacji japońskiego systemu bankowego. Zezwolono na łączenie kredytu krótkoterminowego z inwestycyjnym, zliberalizowano zasady prowadzenia operacji zagranicznych oraz otwarto rynek japoński dla instytucji zagranicznych. W 1971 r. utworzono system ubezpieczania depozytów.

Gospodarka japońska, uzależniona od importu ropy, dotkliwie odczuła pierwszy kryzys naftowy w połowie lat 70. Upadł przemysł stoczniowy oraz hutnictwo. Gałęzie te nie wytrzymały konkurencji sąsiedniej Korei Południowej, dysponującej tańszą siłą roboczą. Nieoczekiwanie natomiast zwycięsko wyszedł z kryzysu przemysł motoryzacyjny, produkujący niewielkie (w porównaniu z amerykańskimi), ale mało spalające auta. Drugi szok naftowy w 1979 r. gospodarka japońska zniosła już dużo łagodniej.

Lata 80. były dla Japończyków okresem największej pomyślności gospodarczej i najwyższego prestiżu międzynarodowego gospodarki japońskiej. Problemem była co najwyżej aprecjacja jena, której położyło kres porozumienie w Hotelu Plaza w 1985 r.¹⁴ W połowie dekady rząd Yasukiro Nakasone zaczął zachęcać społeczeństwo japońskie do zwiększenia konsumpcji, chcąc poszerzyć rynek wewnętrzny. Działając w ten sposób Japonia rozstawiała się ostatecznie z takimi atutami dotychczasowego rozwoju, jak tania siła robocza i wysoka stopa oszczędności. Pod koniec lat 80. spekulacja osiągnęła maksymalne rozmiary. Towarzyszyła temu ekspansja zagraniczna kapitału japońskiego. Sony kupiła wytwórnię Columbia w Hollywood, Mitsubishi - Rockefeller Center na Manhattanie.

U progu lat 90. na japoński system bankowy składało się 13 tzw. *city banks* (*toski ginko*), 87 banków regionalnych, 7 trustów inwestycyjnych¹⁵ i 3 banki kredytu długoterminowego¹⁶. *City banks* miały sieć oddziałów w całym kraju oraz powiązania zagraniczne. Były to następujące firmy:

¹¹ Kursy z czasów wojny na podstawie *Annuaire Statistique de la Societe des Nations 1942/194*. Geneve 1945, s. 201-202.

¹² Na mocy tego zarządzenia rozwiązano opisane 4 wielkie *zaibatsu* oraz 6 mniejszych (Nissan, Asano, Furukawa, Okura, Nakajima i Nomusa). W 1952 r. niektóre z *zaibatsu* odbudowały się, czasami pod historycznymi nazwami, czasami pod zmienionymi. Nową formą organizacyjną koncernów były, jak już wspomniano, *keiretsu*, w których wzajemne powiązania były luźniejsze niż w *zaibatsu*, np. nie można było posiadać więcej niż 3% (później 5%) akcji zaprzyjaźnionych firm.

¹³ M. Zaleska: *Kryzys w japońskim systemie bankowym*. „Bank i Kredyt” nr 9/2001, s. 53.

¹⁴ Por. E. Chancellor: *Historia spekulacji finansowych*. Warszawa 2001, s. 401 i nast.

¹⁵ Są to: Chuo, Mitsubishi, Mitsui, Sumitomo, Toyo i Yasuda. Trusty stanowią najbardziej czytelną kontynuację dawnych wielkich *zaibatsu*.

¹⁶ Są to: The Long-Term Credit Bank of Japan (założony w 1952 r.), The Nippon Credit Bank Ltd. (założony w 1957 r.) i wspomniany już Nippon Kogyo Ginko (The Industrial Bank of Japan, założony w 1902 r.).

– **Bank of Tokyo** powstał w 1880 r. jako Yokohama Specie Bank (Yokohama Shokin Ginko). Dzięki poparciu rządu w 1887 r. został wyznaczony do obsługi handlu zagranicznego. Od 1904 r. działał jako bank kolonialny w Mandżurii, potem w Chinach. Przeniesiony w 1946 r. do Tokio, zmienił nazwę na obecną. W 1954 r. został ponownie upoważniony przez rząd do obsługi handlu zagranicznego. Ma oddziały w około 40 krajach świata.

– **Bank of Yokohama** powstał w 1920 r. Jeszcze w latach 80. zaliczany był do banków regionalnych, wśród których był zdecydowanie największy. Dzięki rozwinięciu operacji zagranicznych i otwarciu oddziałów w Londynie, Nowym Jorku i Hongkongu zaczął być zaliczany do *city banks*.

– **Dai-Ichi Kangyo Bank** powstał w 1971 r. z połączenia Dai Ichi Bank i Nippon Kangyo Bank. Pierwsza z tych firm została założona w 1873 r. Prowadziła operacje skarbu państwa. W 1943 r. została wchłonięta przez Mitsui, ale w 1948 r. odzyskała odrębność. Założone w 1902 r. Dai Ichi Mutual Life Insurance jest najstarszym w Japonii towarzystwem ubezpieczeniowym. Przedsiębiorstwo armatorskie Dai Ichi od 1960 r. związane jest z Mitsui. Nippon Kangyo Bank powstał w 1897 r. jako bank inwestycyjny. W 1950 r. rozszerzył zakres czynności, otwierając się również na drobnych klientów. Od 1979 r. kilkudziesięciu największych klientów banku spotyka się zawsze na III piętrze siedziby firmy, tworząc wpływowy „Klub Trzeciego Piętra” (Sankinkai).

– **Daiwa Bank** powstał w Osace w 1918 r. Wcześniej, w 1902 r. powstała kampania ubezpieczeniowa. Po II wojnie światowej firma zaangażowała się w budownictwo, tworząc w 1955 r. Daiwa House Industry.

– **Fuji Bank** powstał, jak już wspomniano, w 1844 r. jako bank Yasudy. Pod obecną nazwą działa od 1948 r. Związane są z nim takie firmy, jak: Fuji Foto Film, założona w 1934 r., o trzy lata młodsza konstrukcyjna Fujita Corp. czy koncern naftowy z 1949 r. Fuji Kosan Co.

– **Hokkaido Takushoku Bank** powstał w Sapporo w 1900 r. w celu mobilizowania kapitałów inwestycyjnych na stosunkowo ubogiej wyspie Hokkaido. Przekształcony w bank uniwersalny w 1950 r., podjął ekspansję na cały kraj, a w latach 70. również zagranicę. Upadł podczas kryzysu 1997 r.

– **Asashi Bank** powstał w 1991 r. na skutek fuzji Kyowa Bank (Bank Oszczędnościowy), założonego w 1945 r. z połączenia 9 mniejszych banków oszczędnościowych i przekształconego w 1948 r. w bank uniwersalny, oraz Saitama Bank, założonego w 1943 r. jako lokalny bank w miasteczku Urawa pod Tokio, który dzięki pomyślnym interesom zyskał rangę ogólnokrajową i od 1969 r. jest zaliczany do *city banks*.

– **Mitsubishi Bank** powstał, jak już wspomniano, w 1919 r. jako centrala finansowa *zaibatsu*. Już w latach 20. miał oddziały w Londynie i Nowym Jorku. Obecnie posiada kilka banków filialnych poza granicami, np. Mitsubishi Bank of California.

– **Mitsui Bank**, najstarszy prywatny bank w Japonii (założony w 1876 r.), również był centralą finansową *zaibatsu*. W 1965 r., jako pierwszy bank w Japonii zaczął komputeryzować obsługę klientów.

– **Sanwa Bank** powstał w 1943 r. w Osace z połączenia trzech mniejszych firm (Konoike Bank, Yamaguchi Bank i Sajushi Bank). Była to koalicja banków Osaki przeciw wpływowi *zaibatsu*. U jej źródeł legły doświadczenia kryzysu 1927 r. Z tej racji Sanwa Bank nie podlegał antymonopolowym regulacjom wprowadzonym przez Amerykanów i w pierwszych latach po wojnie szybko się rozwinął. W 1959 r. wspólnie z Kobe Bank założył *keiretsu* Toyo Trust. W San Francisco działał Golden Gate Sanwa Bank.

– **Sumitomo Bank** z siedzibą w Osace był kolejnym centrum finansowym *zaibatsu* (patrz wyżej). Był pierwszym bankiem japońskim, który podjął ekspansję zagraniczną. W 1916 r. otworzył oddziały na Hawajach i w San Francisco; w 1925 r. powstał Sumitomo Bank of California. Swą pozycję budował m.in. poprzez liczne przejęcia banków lokalnych.

– **Taiyo Kobe Bank** w Kobe powstał w 1973 r. z połączenia Kobe Bank i Taiyo Bank. Pierwsza z tych firm, jak już wspomniano, wspólnie z Sanwa Bank zakładała Toyo Trust. Później jednak TKB nie był związany z żadną grupą gospodarczą, nastawiał się na zróżnicowaną i raczej drobną klientelę.

– **Tokai Bank** w Nagoi swymi tradycjami sięga 1877 r. i ówczesnych „banków narodowych”. W 1941 r. połączyły się trzy tego typu instytucje: Aichi Bank, Ito Bank i Nagoya Bank. Obecnie TBN przoduje na rynku bankowości detalicznej.

W 1989 r. rozmiary bańki spekulacyjnej zaniepokoiły nowego gubernatora Banku Japonii, Yasushi Mieno. Postanowił ją przekłuć, podnosząc stopy procentowe. Sukces operacji przerósł oczekiwania Mieno. Indeks Nikkei zaczął spadać, tracąc w ciągu roku 50% wartości. Gospodarka japońska została wtrącona w kryzys, z którego nie zdołała wydostać się przez całe lata 90. W pierwszej połowie dekady źródłem kryzysu był przekłuty bąbel spekulacyjny w 1997 r. nałożył się na to kolejny kryzys, który objął cały Daleki Wschód. Bank Japonii próbował przeciwdziałać kryzysowi, systematycznie od 1991 r. obniżając stopy procentowe, które w końcu osiągnęły poziom 0%. Nawet to nie stało się impulsem ożywienia koniunktury. Doświadczenia japońskie ujawniły ograniczoną skuteczność zmian stopy procentowej jako instrumentu nakręcania koniunktury w warunkach współczesnego kryzysu.

Kryzys 1997 r. ujawnił słabości japońskiego systemu bankowego, przede wszystkim nadmierne uzależnienie kondycji banków od sytuacji na giełdzie. Już w 1980 r., po ostatecznej liberalizacji japońskich przepisów dewizowych, wiele firm japońskich zaczęło korzystać z emisji obligacji na rynkach zagranicznych zamiast z kredytu bankowego. Prowadziło to do ich nadmiernego zadłu-

żenia. Banki z kolei wykazywały posiadane akcje przedsiębiorstw jako część kapitałów własnych, i to według ich bieżącego kursu giełdowego. Prowadziło to do „rozděcia” bilansów i w dużym stopniu przyczyniło się do tego, że banki japońskie opanowały szczyt listy rankingowej banków światowych. Protekcjonistyczna polityka państwa stwarzała złudne poczucie bezpieczeństwa. W latach 90., kiedy koniunktura uległa pogorszeniu, japońskie sfery gospodarcze wspólnie z rządem, kierując się względami prestiżowymi, starały się ukryć problem złych długów. Dopiero w 1996 r., po raz pierwszy od II wojny światowej, władze pozwoliły na upadek niewielkiego banku - Hawan Bank. Jesienią 1997 r. upadło towarzystwo ubezpieczeniowe Sanyo Securities, jeden z *city banks* - Hokkaido Takushoku i mniejszy bank regionalny - Ashikaga. Przez pewien czas nie było jasne, czy Japonia zdecyduje się na rynkowe czy raczej na etatystyczne metody wyjścia z kryzysu. W grudniu 1997 r. rząd Ryutaro Hashimoto ogłosił plan zakładający dalszą, konsekwentną deregulację oraz pomoc dla sektora finansowego. W 1998 r. utworzono Financial Supervision Agency, poszerzono też niezależność banku centralnego. Jednym z następstw kryzysu było pobudzenie tendencji do koncentracji. W 2000 r. połączyły się: Asahi Bank, Tokai Bank i Sanwa Bank. Uwarunkowania polityczne opóźniały jednak proces likwidacji złych długów.

Reformy 1998 r. umocniły pozycję Banku Japonii, który uniezależniono od Ministerstwa Finansów¹⁷. Utworzono Komitet Odbudowy Finansowej i odpowie-

działną przed nim Agencję Nadzoru Finansowego. W latach 90. Bank Japonii zatrudniał około 6,5 tys. pracowników. Miał 45 oddziałów w Japonii i 6 przedstawicielstw zagranicznych (w Nowym Jorku, Waszyngtonie, Londynie, Frankfurtu, Paryżu i Hongkongu). Co cztery miesiące odbywa się narada przedstawicieli centrali z przedstawicielami oddziałów terenowych; jej efektem jest ocena sytuacji gospodarczej. Codziennie o godz. 9 rano władze Banku dokonują oceny sytuacji na rynku pieniężnym. W polityce personalnej zasadą jest rotacja kadr na stanowiskach kierowniczych, dokonywana co kilka lat¹⁸.

Ścisłe związany z systemem bankowym jest rynek pieniężny. Giełda - Tokyo Stock Exchange (TSE) powstała w 1878 r. Po II wojnie światowej została ponownie otwarta w 1949 r. W latach 90. TSE obsługiwała około 85% obrotów papierami japońskimi. Drugą co do wielkości była giełda w Osace, nastawiona jednak głównie na obsługę papierów zagranicznych. Ponadto działało 6 giełd regionalnych. TSE podzielona była na rynek dużych kompanii - Ichibu (około 1200 firm) i rynek mniejszych firm - Nib (około 600 firm). Od 1982 r. TSE była stopniowo komputeryzowana w systemie CORES (Computer-Assisted Order Routing and Execution System), który zastępuje operacje na parkiecie. Indeks Nikkei jako średnia kursu 225 akcji liczony był od 1949 r. W latach 80. i 90. giełda tokijska była największa na świecie (choć łączne obroty giełd amerykańskich przekraczały obroty japońskich), ale jej pozycją zachwiał kryzys 1997 r.

¹⁷ M. Zaleska: *Kryzys w japońskim systemie bankowym*. „Bank i Kredyt” nr 9/2001, s. 58.

¹⁸ W. Baka: *Bankowość centralna. Funkcje - metody - organizacja*. Warszawa 1998, s. 232-238.

Aspekty prawne funkcjonowania rynku finansowego w Polsce

Piotr Zapadka

Głównym zadaniem, przed którym stoi autor niniejszego artykułu, jest przedstawienie zarysu funkcjonowania polskiego rynku finansowego. Poniższa analiza jest propozycją prezentacji rynku finansowego w formie syntetycznego zbioru informacji o tworzących ten rynek mechanizmach i instrumentach, z celowym pominięciem charakterystyki jego strony podmiotowej oraz szczegółowego omawiania wszystkich jego elementów.

Pojęcie rynku finansowego

Rynek finansowy, odgrywający kluczową rolę w każdej gospodarce, można definiować jako **ogół działań o charakterze ekonomicznym i związanych z tym czynności prawnych, dokonywanych między przedsiębiorcami, przy użyciu instrumentów finansowych i za pośrednictwem wyspecjalizowanych instytucji rynku finansowego, których przedmiotem jest przepływ i alokacja środków finansowych.**

Rola i kształt rynku finansowego zależą zarówno od uwarunkowań historycznych, jak też od istniejącego systemu prawnego i gospodarczego oraz fazy rozwoju systemu finansowego państwa. System finansowy w krajach o gospodarce rynkowej kształtował się bowiem w sposób ewolucyjny przez ponad 40 lat w warunkach rywalizacji nie tylko banków, ale i innych instytucji finansowych oraz niefinansowych (na przykład domów towarowych i wysyłkowych czy budowlanych klas oszczędnościowych).

Najczęściej wyróżniane są trzy **fazy ewolucji**¹ systemu finansowego:

- Po pierwsze, najbardziej pierwotną formą funkcjonowania systemu finansowego jest tzw. *faza kapitalizmu właścicielskiego*. Jest ona charakterystyczna dla gospodarek typu rolniczego i łączy się z początkowym okresem rozwoju przemysłowego. Dla tej fazy największe znaczenie ma funkcjonowanie sektora bankowego. Banki deponują bowiem większość oszczędności oraz dokonują ich alokacji. Funkcjonowanie gospodarki opiera się w tej fazie głównie na korzystaniu z usług banków, co powoduje brak zapotrzebowania na inne wyspecjalizowane podmioty oraz usługi rynku finansowego. Nazwa tej fazy pochodzi od rodzaju przedsiębiorstw, którymi najczęściej są rozwinięte firmy o charakterze rodzinnym.

- Po drugie, bardziej zaawansowaną formą rozwoju rynku finansowego jest tzw. *faza kapitalizmu menedżerskiego*. Polega ona na coraz większej roli rynków kapitałowych oraz stopniowym zmniejszaniu dominacji sektora bankowego. Ten typ rynku finansowego charakterystyczny jest dla gospodarek uprzemysłowionych, w których przemysł jest głównym „udziałowcem” dochodu narodowego państwa. Obserwuje się początki funkcjonowania wyspecjalizowanych banków inwestycyjnych lub silnego rozwoju departamentów inwestycyjnych w bankach o charakterze uniwersalnym, co związane jest z zapotrzebowaniem na tego typu usługi. Dynamiczny przemysł, kredytowanie największych przedsięwzięć za pomocą banków inwestycyjnych oraz udział spółek w obrocie giełdowym wywołują zapotrzebowanie na wykwalifikowaną kadrę zarządzającą

¹ J. Zaręba: *Globalizacja rynków finansowych*. „Zeszyty finansowe” nr 3/1997 Warszawa Wydawnictwo „Olympus”.

(„menedżerską”). Jej znaczenie w tej rozwiniętej formie gospodarki państwa jest niezmiernie istotne i na tyle niezbędne, iż znajduje odzwierciedlenie w nazwie tej fazy ewolucji systemu finansowego.

• Po trzecie, najbardziej rozwiniętą fazą rozwoju rynków finansowych jest tzw. *faza kapitalizmu instytucjonalnego*. Ten rodzaj funkcjonowania rynków finansowych jest charakterystyczny dla najprężniej działających gospodarek świata. Cechą wyróżniającą ten typ gospodarek jest dominujący udział w dochodach państwa szeroko rozumianego sektora usług. Ponadto, zauważalne jest jasno określone i niezależne od siebie działanie rynków pieniężnych i kapitałowych. Rynki pieniężne oferują wyspecjalizowane krótkoterminowe instrumenty finansowe, zaś długoterminowe finansowanie wszelkich przedsięwzięć gospodarczych dokonywane jest na rozwiniętym rynku kapitałowym, np. za pomocą bezpośrednich emisji papierów wartościowych przez zainteresowane spółki. Duże podmioty, korzystając z instrumentów oferowanych przez rynki pieniężne i kapitałowe, są całkowicie niezależne od sektora bankowego, którego rola maleje. Dodatkową cechą tego modelu rynku finansowego jest wzrost znaczenia wszelkiego rodzaju funduszy (np. inwestycyjnych czy emerytalnych), które konkurują z bankami gromadzeniu i alokowaniu oszczędności. Tego typu fundusze stają się bowiem znacznie atrakcyjniejszą formą inwestowania czy wręcz oszczędzania dla indywidualnych inwestorów niż lokaty bankowe, biorąc pod uwagę niskie oprocentowanie depozytów bankowych, charakterystyczne dla wysoko rozwiniętych gospodarek. Indywidualni klienci chętniej powierzają swoje środki finansowe funduszom, które przysparzają im zysków niż bankom, proponującym oprocentowanie lokat w zamian za uzyskane od klientów środki finansowe, zbywane potem - jako specyficzny „towar” - z zyskiem na własny rachunek.

Istnieją dwa charakterystyczne modele omawianej fazy kapitalizmu instytucjonalnego: **model anglo-ame-rykański oraz model niemiecko-japoński**.

Model anglo-amerykański oparty jest na wykorzystaniu przez duże podmioty gospodarcze instrumentów rynku pieniężnego (krótkoterminowych) i kapitałowego (długoterminowych). Rola banków w gospodarkach tych krajów jest zatem stosunkowo mniejsza i sprowadzona głównie do wypełniania funkcji płatniczych i rozliczeniowych. Dopływ kapitału do przedsiębiorstw odbywa się poprzez emisję papierów wartościowych lub wykorzystanie instrumentów finansowych. Zgodnie z przedstawioną powyżej argumentacją, duże znaczenie mają wszelkiego rodzaju fundusze. Model ten nastawiony jest na częste zmiany własności instrumentów finansowych przez co stymuluje wprowadzanie wszelkiego typu innowacji finansowych. Wynika to z jego charakteru, jest bowiem otwarty dla inwestorów, a także dostosowany do procesów globalizacji rynków. Wadą

tego modelu jest niewątpliwie duża podatność na cykle koniunkturalne, co wynika z wpływu sytuacji w całej gospodarce na wartość spółek notowanych na giełdzie.

Model niemiecko-japoński charakteryzuje się dominującą rolą systemu bankowego, zorientowanego na krótko- i długoterminowe potrzeby przedsiębiorców, które są zaspokajane na podstawie zindywidualizowanych umów kredytowych. Owe powiązania banków z korporacjami gospodarczymi za pomocą umów kredytowych wzmacniane są dodatkowo łączącymi je związkami kapitałowymi (tworzone są duże grupy bankowo-przemysłowe²). Model ten stymuluje rozwój dużych, silnych kapitałowo banków o charakterze uniwersalnym.

Lata osiemdziesiąte i dziewięćdziesiąte dwudziestego wieku były okresem niespotykanych wcześniej szybkich i głębokich zmian strukturalnych na światowych rynkach finansowych. Mówiąc o tych przemianach, najczęściej wymienia się następujące procesy³:

- **globalizację** tych rynków,
- **znoszenie restrykcji** obowiązujących dotąd na rynkach finansowych,
- **wzrost znaczenia rynku papierów wartościowych** przy jednoczesnym spadku roli pośredników finansowych, zwłaszcza banków,
- pojawienie się coraz liczniejszych **innowacji finansowych**.

Zjawisko **globalizacji** rynków finansowych polega na ich postępującej integracji zarówno w ramach poszczególnych krajów, jak i w skali międzynarodowej. Jest to wynikiem tendencji liberalizacyjnych występujących w gospodarce światowej. W skali poszczególnych krajów obserwuje się stopniowe zanikanie barier - zarówno prawnych, jak i zwyczajowych, oddzielających poszczególne segmenty rynku finansowego. Wynikiem tego procesu jest postępująca konsolidacja rynku finansowego, polegająca na przenikaniu się i wzajemnym uzupełnianiu segmentów tego rynku. Bezpośrednim skutkiem konsolidacji rynku finansowego jest powstawanie konglomeratów finansowych, oferujących szeroki zakres usług i produktów finansowych. Tego typu konglomeraty finansowe, w których skład wchodzi najczęściej: dominująca spółka, bank, biuro maklerskie, towarzystwo ubezpieczeniowe i inne podmioty gospodarcze (spoza sektora finansowego), oferują kompleksowe usługi finansowe. Ich siłą jest mnogość wyspecjalizowanych podmiotów, co zapewnia wszechstronność usług oraz duże zaplecze kapitałowe (to główna rola banku lub spółki dominującej). Zalety tego typu podmiotów to: duża dywersyfikacja ryzyka oparta na kompleksowym zarządzaniu strategią całej „grupy”,

² Przykładowo, podstawą japońskiej gospodarki są duże zrzeczenia producentów, ich dostawców i odbiorców, zorganizowane wokół jednego banku, zwane „*Keirestu*”.

³ W. Małeck: *Ewolucja rynków finansowych w nowoczesnych krajach kapitalistycznych*. Warszawa 1989 Instytut Finansów.

rozszerzony zakres działalności oraz większe możliwości konkurencji z innymi podmiotami tego typu.

„Dereglamentacja” i znaczne rozluźnienie przepisów normujących rynki największych gospodarek na świecie spowodowały powstanie tzw. **globalnych rynków finansowych**, obejmujących swoim zasięgiem wszystkie ważniejsze ośrodki finansowe, funkcjonujące - dzięki obejmowaniu różnych stref czasowych - przez 24 godziny na dobę. Kursy walut i kursy giełdowe, stopy procentowe, warunki obsługi nowych emisji są znane w tym samym czasie na przykład w Nowym Jorku, Londynie, Tokio czy Frankfurtu. Tanie i szybkie przekazywanie informacji ułatwia obroty na rynkach oraz sprzyja zbliżaniu ośrodków finansowych z różnych regionów świata. Powyższa sytuacja jest wynikiem wzrastającej współzależności gospodarek światowych, które tworzą „system naczyń połączonych”, oraz procesów liberalizacyjnych zapoczątkowanych przez największe gospodarczo państwa świata, a także dynamicznego rozwoju telekomunikacji i techniki komputerowej (w tym usług internetowych) - mających ogromne znaczenie dla globalnych rynków finansowych.

Istotną tendencją jest **wzrost znaczenia rynków papierów wartościowych** kosztem zmniejszenia się roli pośredników finansowych - zwłaszcza banków. Wynika to z gromadzenia przez największe podmioty wolnych kapitałów poprzez emisje papierów wartościowych. Dla emitentów był to sposób omijania drogich pośredników finansowych (banków), pobierających prowizję za zbywanie swojego towaru - czyli pieniądza. Dla adresatów emisji był to dobry sposób inwestowania własnych nadwyżek finansowych w przedsięwzięcia bardziej opłacalne niż depozyty bankowe.

Wzrastająca rola rynków finansowych spowodowała konieczność oferowania nowych usług i nowych produktów finansowych. Pojawiły się zatem nowe instrumenty finansowe, określane mianem **innowacji finansowych**.

Innowacje finansowe są to nowe usługi rynkowe (nowe produkty)⁴, włącznie z zastosowaniem operacji i narzędzi, umożliwiających świadczenie takich usług. Przykładami nowych instrumentów finansowych są, m.in. **transakcje swap, transakcje futures, transakcje opcyjne** i inne.

Współczesne rynki finansowe rozwijają się niezwykle dynamicznie. Motorem zmian jest silna konkurencja na tych rynkach, globalny zakres działania instytucji finansowych oraz szybkie tempo zmian technologicznych, wpływających na jakość oferowanych produktów finansowych.

Na polskim rynku finansowym zaszły w ostatnich latach bardzo istotne zmiany. Stworzyły one podstawę

do zbudowania nowoczesnego i konkurencyjnego sektora, jakże istotnego dla funkcjonowania całej gospodarki. Jednak takie procesy, jak prywatyzacja, informatyzacja czy odejście od transakcji gotówkowych i instrumentów tradycyjnych na rzecz nowoczesnych instrumentów finansowych, muszą ulec przyspieszeniu i być stale udoskonalane, jeśli system finansowy ma być pomocą, a nie przeszkodą w dalszym rozwoju gospodarczym państwa.

Kwestia ta ma tym większe znaczenie, iż w świetle polskich aspiracji do członkostwa w strukturach Unii Europejskiej przyspieszenie budowy nowoczesnego rynku finansowego jest dla polskiej gospodarki warunkiem właściwego przygotowania i późniejszego funkcjonowania w ramach rozwiniętych gospodarek europejskich.

Organizacja rynku finansowego

Analizując materiały dotyczące rynku finansowego, łatwo zauważyć, iż autorzy wielu prac z powyższej tematyki wprowadzają różnorakie podziały rynku finansowego. Zaprezentowany poniżej podział jest propozycją, która wynika z analizy podziałów rynku finansowego pojawiających się najczęściej w literaturze, opartą na własnych przemyśleniach. Rynek finansowy składa się zatem - w moim przekonaniu - z następujących segmentów:

- **ryнку pieniężnego,**
- **ryнку kapitałowego,**
- **ryнку instrumentów terminowych,**
- **ryнку depozytowego,**
- **ryнку ubezpieczeń.**

Kryterium powyższego podziału jest - po pierwsze - **czas dysponowania środkami** przez instytucje finansowe tworzące dany rynek, a po drugie - **cel, na jaki przeznaczane są dane środki**.

Rynek pieniężny charakteryzuje się krótkoterminowością dokonywanych operacji finansowych. Przeciwnieństwem tego typu czynności jest funkcjonowanie **ryнку kapitałowego**, na którym czynności przeprowadzane są najczęściej z myślą o długoterminowych inwestycjach. Odrębnym rynkiem jest **rynek instrumentów terminowych**. Trudno go określić jako dokonywanie krótko- lub długoterminowych operacji, ponieważ ich terminy zależą od woli stron tworzących te instrumenty. Należy też wyróżnić **rynek depozytowy**, charakteryzujący się przeznaczaniem środków finansowych na szeroko rozumiane „cele oszczędnościowe” poprzez ich przekazywanie instytucjom finansowym, oraz **rynek ubezpieczeniowy**, którego funkcjonowanie jest podobne jak w przypadku rynku depozytowego, lecz różni się tytułem prawnym do żądania od instytucji finansowych określonych kwot pieniężnych (czyli wystąpieniem podstawy do wypłacenia ubezpieczenia).

⁴ E. Glogowski, M. Münch: *Nowe usługi finansowe*. Warszawa 1994. Wydawnictwo Naukowe PWN.

Jak podkreślono, powyżej zaproponowany podział rynku finansowego jest dokonany z myślą o prezentacji go od **strony funkcjonalnej**, a nie podmiotowej. Podmioty tworzące rynek finansowy niejednokrotnie dokonują bowiem czynności w jego różnych segmentach i nie są ściśle „związane” z jednym z tych segmentów. Jako przykład mogą służyć banki: dokonują one krótkoterminowych operacji rynku pieniężnego, inwestują na rynku kapitałowym, a głównym ich zadaniem jest działalność depozytowa - jako instytucji zaufania publicznego, którym klienci powierzają środki finansowe.

Rynek pieniężny

Rynek pieniężny charakteryzuje się dokonywaniem krótkoterminowych transakcji finansowych, powodujących przepływ kapitału, a co za tym idzie - nieustanny „obrót”⁵ nim i jego płynność (czyli szybkość i pewność wymiany dowolnego instrumentu finansowego na gotówkę). Istotnym wyznacznikiem rynku pieniężnego jest zatem **krótkoterminowość operacji** oraz charakterystyczny cel, polegający na ciągłym **obrocie** instrumentami finansowymi. Niektórzy z autorów⁶ podają nawet jeden rok, jako okres, w którym dokonuje się obrót instrumentami finansowymi rynku pieniężnego. Dokładniej mówiąc, cechą wyróżniającą ten rynek jest fakt, iż okres wymagalności instrumentów finansowych wynosi nie więcej niż rok od daty ich emisji lub daty wydania nabywcy (czyli powstania zobowiązania). Definiuje, że operacje krótkoterminowe to takie, w których okres wymagalności instrumentów finansowych jest nie dłuższy niż rok od daty ich emisji, można odnaleźć w także w obowiązujących przepisach prawa. Zgodnie z definicją zawartą w art. 2 ust.1 pkt 20 ustawy z dnia 18 grudnia 1998 r. Prawo dewizowe⁷, krótkoterminowe papiery wartościowe to obligacje i inne papiery wartościowe o charakterze dłużnym, o terminie wykupu krótszym niż 1 rok.

Rynek pieniężny nie jest rynkiem jednorodnym, gdyż występują na nim następujące rodzaje rynków:

- rynek bonów,
- rynek międzybankowy.

Na **rynku bonów** funkcjonują bezwarunkowe i krótkoterminowe zobowiązania dłużnika określone w formie **bonów**, czyli krótkoterminowych papierów wartościowych, określających kwotę, jaką dłużnik zobowiązany jest uiścić oraz termin wymagalności. W celu wyjaśnienia istoty bonów należy przypomnieć, iż zgodnie z podziałem funkcjonalnym papierów wartościowych, dzielą się one na: papiery wartościowe udziałowe i papiery wartościowe wierzytelnościowe

(dłużne). Pierwsze z nich przenoszą uprawnienia do współwłasności majątkowej w spółkach kapitałowych. Drugie przenoszą wierzytelności pieniężne. Bony są to zatem dłużne papiery wartościowe, zawierające w swojej treści prawo podmiotowe, którym w tym wypadku są wierzytelności pieniężne. Dłużne papiery wartościowe „niosą w sobie dług”, czyli zobowiązanie emitenta wobec ich nabywcy oraz wierzytelność przysługującą ich nabywcy wobec ich emitenta. Zgodnie z art. 3 ust.1 pkt. 16 ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości⁸, przez pojęcie dłużnych papierów wartościowych rozumie się papiery wartościowe reprezentujące wierzytelności pieniężne na sumy oznaczone, które są płatne we wskazanych terminach.

Do najbardziej znanych instrumentów na polskim rynku bonów, w moim przekonaniu, należą:

- **Skarbowe papiery wartościowe.** Są to krótkoterminowe papiery wartościowe emitowane przez Skarb Państwa; celem ich emisji jest finansowanie długu Skarbu Państwa. Podstawę prawną emisji skarbowych papierów wartościowych stanowią przepisy zawarte w dziale II, rozdziale 5 ustawy z dnia 26 listopada 1998 r. o finansach publicznych⁹. Powyższa ustawa definiuje skarbowy papier wartościowy jako krótkoterminowy papier wartościowy, w którym Skarb Państwa stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela tego papieru i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia o charakterze pieniężnym bądź niepieniężnym. Ustawa wyróżnia trzy rodzaje skarbowych papierów wartościowych: bony skarbowe, obligacje skarbowe oraz skarbowe papiery oszczędnościowe. Szczegółowe warunki emisji skarbowych papierów wartościowych określa w drodze rozporządzenia Minister Finansów.

- **Bony pieniężne.** Są to krótkoterminowe papiery wartościowe emitowane przez Narodowy Bank Polski. Jako *lex generalis* dotyczący emisji przez NBP bonów pieniężnych należy traktować przepis zawarty w art. 48 ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim¹⁰. Na jego podstawie NBP może emitować i sprzedawać własne papiery wartościowe oraz organizować obrót nimi.

- **Bony komercyjne** to krótkoterminowe papiery wartościowe emitowane przez przedsiębiorców, zwane także *commercial papers* (CP). Kwestia bonów komercyjnych, zwanych czasem krótkoterminowymi papierami dłużnymi, jest niejasna i wywołuje wiele kontrowersji. Ich zwolennicy podkreślają, iż samoistną podstawę emisji bonów komercyjnych stanowią przepisy zawarte w Kodeksie cywilnym. Przeciwnicy, powołując się na

⁵ T. Gruszecki: *Instytucje i rynki finansowe*. Warszawa 1998 Wyższa Szkoła Zarządzania i Przedsiębiorczości im. B. Jasińskiego.

⁶ A. Chłopecki, G. Domański, R. Jurga, M. Michalski: *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi*. Warszawa 1999 C.H. Beck.

⁷ Dz.U. nr 160, poz. 1063.

⁸ Dz.U. nr 121, poz. 591.

⁹ Ustawa z dnia 26 listopada 1998 r. o finansach publicznych (Dz.U. nr 155, poz. 1014).

¹⁰ Dz.U. nr 140, poz. 938.

zasadę *numerus clausus* w stosunku do papierów wartościowych, twierdzą natomiast, iż kategoria bonów komercyjnych nie dotyczy nowej, wyodrębnionej kategorii papierów wartościowych, gdyż nie ma do tego określonej *expressis verbis* podstawy prawnej, lecz jedynie jest pojęciem, które określa zbiorczą kategorię papierów wartościowych, zbliżonych do siebie pod względem funkcji gospodarczych¹¹. Praktyczne zastosowanie CP zostanie przedstawione podczas omawiania zjawiska sekurytyzacji w dalszej części niniejszego artykułu.

• **Weksle** to papiery wartościowe sporządzone w formie ściśle określonej przepisami Prawa wekslowego¹². Zawierają bezwarunkowe przyrzeczenie wystawcy zapłacenia określonej sumy pieniężnej we wskazanym miejscu i czasie na rzecz remitenta i stwarzają bezwarunkową odpowiedzialność osób na nich podpisanych¹³. Praktyczne zastosowane weksla polegają zatem na skróceniu procedury dochodzenia należności pieniężnej. Wyróżniane są różne rodzaje weksla¹⁴, m.in. weksel własny (tzw. weksel prosty, w którym wystawca sam zobowiązuje się do zapłacenia określonej w wekslu sumy na rzecz remitenta), weksel trasowany (tzw. weksel ciągniony, oparty na cywilistycznej koncepcji przekazu, w którym oprócz wystawcy i remitenta pojawia się jeszcze trasat jako osoba, do której wystawca kieruje pisemne żądanie zapłaty określonej sumy na rzecz remitenta), weksel niezupełny (tzw. weksel *in blanco*, który jest dokumentem mającym podpis wystawcy, jednak nie wypełnionym zupełnie) i inne (jak rymesa komisowa, trata komisowa, rekta-weksel, weksel piwniczny). Należy podkreślić wielorakie znaczenie gospodarcze weksla - od jego funkcji kredytowej i płatniczej poprzez gwarancyjną do funkcji refinansowej.

• **Czeki** to papiery wartościowe regulowane przepisami Prawa czekowego¹⁵, o formie prawnej zbliżonej do weksla. Czek jest zatem abstrakcyjnym, bezwarunkowym poleceniem zapłaty dokonywanym za poleceniem wystawcy przez trasatę, którym jest wyłącznie bank, na rzecz określonego remitenta. W przeciwieństwie do weksla, pełniącego także funkcje kredytowe, czek jest wyłącznie środkiem zapłaty. Doktryna prawa cywilnego wyróżnia wiele rodzajów czeków, m.in.: cheki imienne (uprawnijający osobę wymienioną w treści dokumentu) i cheki na okaziciela (uprawnijające każdą osobę przedstawiającą czek do zapłaty), cheki zupełne (zawierające wszystkie elementy określone w art. 1 Prawa czekowego)

i cheki niezupełne (*in blanco*), cheki miejscowe (płatne w miejscu wystawienia) i zamiejscowe (płatne w innej miejscowości niż miejsce wystawienia), cheki gotówkowe, cheki rozrachunkowe, a także cheki podróżne.

• **Certyfikaty depozytowe** to bankowe papiery wartościowe emitowane na okaziciela przez banki. Podstawą prawną emisji tych papierów wartościowych są przepisy ustawy Prawo bankowe¹⁶ oraz wydawane przez banki regulaminy, które są dla stron wiążące. Papiery te reprezentują wierzytelności wobec banku¹⁷, opiewające na określone kwoty pieniężne, wnoszone do banku jako lokaty przez osoby korzystające z usług bankowych i podlegające określonemu oprocentowaniu.

• Tzw. **globalne kwity depozytowe** - takie jak ADR czy GDRy¹⁸. Ich emisja umożliwia przedsiębiorcom notowanie papierów wartościowych jednocześnie na giełdzie krajowej i zagranicznych giełdach, a co za tym idzie daje możliwości uzyskania dodatkowego źródła kapitału.

Rynek międzybankowy to system **lokata, pożyczek i kredytów udzielanych między bankami**. Funkcjonowanie tego rynku wskazuje na dosyć oczywisty fakt, który jednak - jak się wydaje - warto podkreślić. Mianowicie banki, pomimo konkurowania ze sobą o klientów, dokonują wzajemnych transakcji międzybankowych, o ile ma to oczywiście uzasadnienie ekonomiczne.

Każdy z instrumentów finansowych na rynku międzybankowym ma cenę, którą jest oprocentowanie. Ceną porównawczą są podstawowe stopy procentowe kształtujące się na rynkach międzybankowych. Podstawową stopą w transakcjach międzynarodowych jest LIBOR¹⁹ - stopa procentowa pożyczek krótkoterminowych oferowanych na londyńskim rynku międzybankowym. Polskim odpowiednikiem jest WIBOR²⁰ - stopa, po której główne banki gotowe są pożyczać środki finansowe w transakcjach międzybankowych.

Jednym z elementów rynku międzybankowego jest funkcjonowanie tzw. **rynku walutowego**²¹. Jego uczestnikami są największe banki, także zagraniczne. Oprócz codziennego kursu wymiany walut obcych w stosunku do złotego podają one także kursy terminowe walut obcych, tj. oferowane kursy nabycia i zbycia najważniejszych walut na rynku polskim (dolar amerykański i euro) w transakcjach o terminie: 1 tydzień, 1 miesiąc, 3 miesiące czy 6 miesięcy. Ukształtowały się także transakcje o charakterze opcyj-

¹¹ R. Jurga, M. Michalski: *Krótkoterminowe dłużne papiery wartościowe w systematyce typów normatywnych papierów wartościowych w prawie polskim*. PPH nr 6/1999.

¹² Ustawa z 28 kwietnia 1936 r. Prawo wekslowe (Dz.U. nr 37, poz. 282).

¹³ J. Heropolitańska: *Weksel w obrocie gospodarczym*. Warszawa 1996.

¹⁴ M. Czarnecki, L. Bagińska: *Prawo wekslowe i czekowe - Komentarz*. Warszawa 1998 C.H. Beck.

¹⁵ Ustawa z dnia 28 kwietnia 1936 r. Prawo czekowe (Dz.U. nr 37, poz. 283).

¹⁶ Art. 5 ust. 1 pkt. 5 przewiduje możliwość emitowania przez banki bankowych papierów wartościowych.

¹⁷ L. Sobolewski: *Obligacje i inne papiery dłużne*. Warszawa 1999 C.H. Beck.

¹⁸ American lub Global Depository Receipts.

¹⁹ London Interbank Offered Rate.

²⁰ Warsaw Interbank Offered Rate.

²¹ T. Gruszecki: op.cit.

nym, omówione poniżej, służące zabezpieczeniu przed ryzykiem kursowym - tj. możliwością zmiany kursu w przyszłości.

Rynek kapitałowy

Funkcjonowanie rynku kapitałowego, w przeciwieństwie do transakcji rynku pieniężnego, jest związane z dokonywaniem **długoterminowych transakcji o charakterze inwestycyjnym, których celem jest osiąganie zamierzonych zysków w dłuższych okresach**. Ważnym kryterium wyróżniającym rynek kapitałowy jest czas. Jak stwierdzono w przypadku omawiania rynku pieniężnego, niektórzy autorzy²² przyjmują umownie 1 rok, jako minimalny okres trwania transakcji na rynku kapitałowym, co różni rynek kapitałowy od rynku pieniężnego. Pojawia się tu jednak problem właściwego zakwalifikowania obrotu giełdowego papierami wartościowymi, który przybiera czasem formę częstych transakcji kupna - sprzedaży papierów wartościowych, dokonywanych wielokrotnie w krótkim czasie. Dlatego też przyjmowanie jakichkolwiek, nawet umownych, dat do określenia specyfiki rynku kapitałowego jest - w moim przekonaniu - narażone na ryzyko nieprecyzyjności (szczególnie podczas omawiania transakcji giełdowych). Można zatem przyjąć, iż przedmiotem transakcji na rynku kapitałowym są operacje finansowe średnio- i długoterminowe, których najistotniejszą cechą wydaje się **zamyśł**, iż dokonywane są one w celach inwestycyjnych i długofalowych, bez określania jakichkolwiek dat.

Podstawową **funkcją rynku kapitałowego** jest umożliwienie różnym podmiotom **pozyskania środków kapitałowych** na zapewniającą dochody działalność inwestycyjną lub finansowanie potrzeb publicznych (w tym wypadku działalność Skarbu Państwa lub organów samorządu terytorialnego na rynku kapitałowym). Odzwierciedleniem tego jest wprowadzany w literaturze²³ podział na emitowane papiery wartościowe prywatne i państwowe.

Mechanizm owego pozyskiwania środków finansowych polega zatem na swoistej **mobilizacji (gromadzeniu) istniejących w gospodarce oszczędności**, które - już jako zebrany kapitał - są właściwie **alokowane**. Działaniom na rynku kapitałowym można również przypisać funkcję **wartościującą przedsięwzięcia**, polegającą na możliwości porównywania rentowności inwestycji kapitałowych na wspólnej dla nich wszystkich skali. Taką możliwość dają na przykład notowania giełdowe. Dodatkowo, należy wspomnieć o funkcji **informacyjnej** związanej z rynkiem kapitałowym, polegającej na umożliwieniu

oceny sytuacji danego przedsiębiorcy oraz tendencji gospodarczych, dzięki takim wskaźnikom jak notowania giełdowe.

Rynek kapitałowy podzielony jest na **dwa podstawowe obszary**, czyli **rynek kredytów bankowych** oraz **rynek papierów wartościowych**. Czasem do powyższych dwóch obszarów dodawany jest rynek nieruchomości.

Rynek kredytów bankowych tworzą: **bankowy rynek kredytu średnio- i długoterminowego** oraz **rynek kredytów hipotecznych**.

Podstawę prawną udzielania przez banki kredytów stanowi rozdział 5 ustawy Prawo bankowe (art. 69 i nast.). Warto podkreślić, że oprócz określonej w art. 69 treści i formy umowy kredytowej Prawo bankowe reguluje także inne zagadnienia, istotne z punktu widzenia polityki kredytowej, czyli posiadanie zdolności kredytowej przez kredytobiorcę (art. 70), limity koncentracji kredytowej (art. 71), czy też kwestie odnoszące się do oprocentowania kredytu (art. 76), niedotrzymywania przez kredytobiorcę warunków udzielenia kredytu (art. 75) i zakazu stosowania korzystniejszych warunków udzielania kredytów dla pracowników banku (art. 79).

Niektórzy autorzy wyróżniają tzw. kapitał pożyczkowy²⁴, przeznaczony na cele inwestycyjne, który tworzony jest w banku w sposób łączny: przez posiadane przez bank lokaty bankowe, czyli depozyty klientów, oraz udzielane kredyty i pożyczki. Bank dzięki lokatom posiada zatem kapitał, będący *sui generis* „towarem”, który banki oferują następnie przedsiębiorcom na finansowanie ich projektów. Innymi słowy, banki prowadząc własną działalność finansową wykorzystują kapitał, który został im powierzony przez klientów w formie lokat bankowych. Stąd właśnie bierze się konieczność nadzorowania banków, jako instytucji „zaufania publicznego”, którym klienci przekazują w zaufaniu swoje środki finansowe, a które później stają się przedmiotem prowadzonej przez bank działalności finansowej.

Duże kredyty, przeznaczone na finansowanie największych projektów gospodarczych, udzielane są przez konsorcja bankowe, tj. porozumienia wielu banków, które w ten sposób mogą zgromadzić większe środki i rozłożyć ryzyko (tzw. **kredyty konsorcyjne**). Samo konsorcjum można traktować jako cywilistyczną umowę spółki, na podstawie której wspólnicy (w tym wypadku banki) zobowiązują się do osiągnięcia wspólnego celu gospodarczego poprzez działanie w sposób oznaczony, w szczególności przez wniesienie wkładów (własności lub innych praw albo świadczenie usług). Ponadto, możliwość powołania konsorcjum bankowego przewidywane w Prawie bankowym, które w art. 73 stanowi, iż banki w celu wspólnego udzielenia kredytu

²² T. Gruszecki: op.cit.

²³ R. Jurga, M. Michalski: Tryb wprowadzania papierów wartościowych do publicznego obrotu „Głosa” nr 4/1999.

²⁴ M. Daniluk: Funkcje i struktura rynku kapitałowego. „Bank i Kredyt” nr 5/1998.

mogą zawrzeć umowę o utworzeniu konsorcjum bankowego.

Spośród najistotniejszych zjawisk występujących na rynku bankowym, związanych z udzielaniem kredytów, należy wspomnieć o **sekurytyzacji**. Sekurytyzacja aktywów banku (wierzycelności posiadanych przez bank) polega na pozyskiwaniu przez bank nowych funduszy poprzez emisję krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych (CP)²⁵; podstawą ich emisji są właśnie wierzycelności. Cały ten proces składa się z dwóch etapów. Po pierwsze, sekurytyzowane aktywa banku zostają poprzez cesję wierzycelności „przeniesione” do specjalnie w tym celu utworzonego przez bank podmiotu - spółki (SPV)²⁶. Po drugie zaś, dopiero SPV emituje omawiane papiery dłużne. Cesja wierzycelności między bankiem a SPV dokonywana jest na podstawie cywilnoprawnej konstrukcji przelewu wierzycelności przez wierzyciela na osobę trzecią na podstawie art. 509 i nast. k.c. Bank ceduje swoje wierzycelności (sekurytyzowane aktywa) na rzecz spółki SPV, w zamian za uzyskanie środków finansowych potrzebnych do bieżącego funkcjonowania. Spółka SPV, będąc teraz wierzycielem w stosunku do dotychczasowego dłużnika banku, emituje CP, przez co uzyskuje środki finansowe od ich nabywców. Nabywcy CP posiadają Natomiast papiery dłużne, przynoszące im regularne dochody rozłożone w czasie; papiery te zabezpieczone są wierzycelnościami spółki SPV w stosunku do dłużników banku.

Ze względu na sposób zabezpieczenia wśród kredytów można wyróżnić pewną specyficzną kategorię - mianowicie kredyty zabezpieczone hipoteką (**kredyty hipoteczne**). Zasady tworzenia, organizacji, działalności i nadzorowania banków hipotecznych oraz zasady emisji, zbywania, nabywania, wykupu i zabezpieczenia listów zastawnych regulują przepisy ustawy z 29 sierpnia 1997 r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych²⁷.

Kredyty hipoteczne udzielane są na cele związane z prowadzeniem gospodarstw rolnych, zakupem nieruchomości oraz na cele budowlane. W celu zdobycia środków służących do udzielania kredytów hipotecznych, banki hipoteczne emitują specjalny rodzaj papierów dłużnych będących rodzajem obligacji - czyli **listy zastawne**. Papiery te w założeniu mają przynieść określony dochód ich nabywcy, jego emitentowi zaś (bankowi hipotecznemu) pozwoli na udzielenie następnych kredytów hipotecznych. Wynika to z faktu, iż podstawą emisji listów zastawnych jest wierzycelność banku hipotecznego, którą jest kredyt hipoteczny, zabezpieczony hipoteką ustanowioną przez kredytobiorcę na rzecz banku hipotecznego. Zgodnie z przepisami ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych²⁸,

łączna kwota nominalnej wartości znajdujących się w obrocie hipotecznych listów zastawnych nie może przekraczać sumy nominalnych kwot wierzycelności banku zabezpieczonych hipoteką, stanowiących podstawę emisji listów zastawnych. Powoduje to w praktyce, że nie można wyemitować większej ilości listów zastawnych niż udzielono kredytów hipotecznych, pod względem wartości nominalnej obu instrumentów.

List zastawny jest rodzajem zapisu długu, papierem wartościowym imiennym lub na okaziciela²⁹. Nazwa „list zastawny” jest prawnie chroniona. Jej nieuprawnione używanie rodzi poważne konsekwencje karne³⁰, co wynika z faktu, iż list zastawny jako produkt finansowy ma swoją markę. Objęcie ochroną nazwy „list zastawny” ma zabezpieczyć rynek finansowy przed pojawieniem się papierów posługujących się podobną nazwą, ale nie dających podobnych gwarancji bezpieczeństwa. Ustawodawca określił w art. 6 ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych³¹ minimalne wymagania co do treści listu zastawnego. W rezultacie wprowadzenia sankcji za nieuprawnione emitowanie listów zastawnych - został zatem stworzony swoisty monopol banków hipotecznych na tego typu czynności.

Listy zastawne mogą być emitowane w formie dokumentu lub w formie zdematerializowanej (tj. zapisu komputerowego), a także w odcinkach zbiorowych. Mogą być nominowane w złotych lub walutach obcych. Ustawa przewiduje emisję dwóch rodzajów listów zastawnych: **hipotecznych listów zastawnych** oraz **publicznych listów zastawnych**. Publiczne listy zastawne, do których ustawa nakazuje stosowanie przepisów dotyczących hipotecznych listów zastawnych, wyróżniają się tym, iż podstawą ich emisji są kredyty zabezpieczone do pełnej wysokości przez podmioty o charakterze publicznym, takie jak: Skarb Państwa, NBP, Wspólnoty Europejskie, państwa członkowskie Unii Europejskiej, Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju, Europejski Bank Inwestycyjny lub Bank Światowy.

List zastawny uważany jest za bardzo bezpieczny rodzaj inwestycji. Po pierwsze, zapewnia nabywcy stały dochód (wypłata odsetek), pochodzą z spłat rat kredytowych, które bank hipoteczny otrzymuje od kredytobiorcy. Po drugie, bank hipoteczny zobowiązuje się do wykupu listów zastawnych od ich nabywców, w sposób i terminie określonym w warunkach jego emisji. Wykup listu zastawnego z rąk nabywcy jest wysoce prawdopodobny ze względu na posiadane przez bank zabezpieczenie kredytu hipotecznego hipoteką, która obciąża nieruchomość kredytobiorcy, na podstawie wycenionej przez bank bankowo-hipotecznego wartości nieruchomości. Pozwala to przypuszczać, iż bank zobowiązany jest do wykupu tego papieru wartościowego,

²⁵ Commercial Papers.

²⁶ Special Purpose Vehicle.

²⁷ Dz.U. nr 140, poz. 940.

²⁸ Art.18 ust. 1.

²⁹ A. Tułodziecka: *Ustawa o listach zastawnych i bankach hipotecznych*. „Prawo bankowe” nr 1/1998.

³⁰ M. Olszak: *Bank hipoteczny jako bank specjalistyczny*. PUG nr 7-8/1999.

³¹ Dz.U. nr 140, poz. 940.

będzie posiadać niezbędne środki finansowe, choćby uzyskane z egzekucji istniejącego zabezpieczenia – czyli hipoteki.

Funkcjonowanie banków hipotecznych jest zatem korzystne dla inwestorów, zyskujących dostęp do „bezpiecznego” instrumentu finansowego (listu zastawnego) oraz dla kredytobiorców, mających możliwość zaciągnięcia kredytu, do którego wymagane jest posiadanie tylko jednego zabezpieczenia.

Rynek papierów wartościowych jest szczególnie rozbudowanym segmentem rynku kapitałowego, który charakteryzuje się różnorodnością instrumentów finansowych, wysoką dynamiką transakcji giełdowych i pozagiełdowych, a także dużymi możliwościami zdobywania kapitału i jego pomnażania. Cechuje go również duża zmienność koniunktury i w związku z tym konieczność podejmowania decyzji inwestycyjnych w warunkach wysokiej niepewności i ryzyka.

W stosunku do rodzajów papierów wartościowych będących dokumentami, które inkorporują określone prawa podmiotowe, a stanowiących przedmiot obrotu na rynku papierów wartościowych, stosowana jest zasada *numerus clausus*³². Oznacza to, że aby danemu dokumentowi przyznać walor papieru wartościowego w następstwie czynności podejmowanych w związku z jego wystawieniem (emisją) niezbędny jest **wyraźny przepis prawa**. Określa on, w jakiej formie oraz na jakich warunkach może w drodze czynności prawnej ucieleśnić w tym dokumencie prawo podmiotowe o określonej treści, w ten sposób, żeby posiadanie tego dokumentu nie tylko warunkowało realizację tych praw, ale również decydowało o bycie samego prawa.

Analizując polski system prawa, odnajdujemy regulacje pozwalające na wyodrębnienie następujących typów papierów wartościowych³³: **akcji, obligacji, certyfikatów inwestycyjnych, bankowych papierów wartościowych i listów zastawnych, papierów wartościowych NBP, skarbowych papierów wartościowych, weksli, czeków oraz losów** (których normatywną podstawą wystawiania jest ustawa z dnia 29.07.1992 r. o grach losowych i zakładach wzajemnych³⁴) i **konosamentów** (wystawianych zgodnie z przepisami ustawy z dnia 1.12.1961 r. Kodeks morski³⁵).

Istnieją jednakże poglądy³⁶, które – wbrew zasadzie *numerus clausus* – w odniesieniu do typów normatywnych papierów wartościowych dopuszczają swobodę stron w tworzeniu ich nowych rodzajów. Przykładem do tego typu opinii może być, omawiana już poprzednio w ramach instrumentów rynku pieniężnego, kwestia bonów komercyjnych (CP), które funkcjonują na pod-

stawie przepisów Kodeksu cywilnego i w swej funkcji gospodarczej zbliżone są do obligacji.

W moim przekonaniu, do **instrumentów rynku papierów wartościowych** można zaliczyć takie papiery wartościowe, jak: akcje, obligacje oraz certyfikaty inwestycyjne:

- **Akcje** to tzw. udziałowe papiery wartościowe, uregulowane w przepisach Kodeksu spółek handlowych, które w przeciwieństwie do omawianych powyżej dłużnych papierów wartościowych są dokumentem inkorporującym prawa i obowiązki akcjonariuszy. Dla swej skuteczności akcja powinna zawierać dane wymienione w KSH.

Pojęcie akcji ma trzy znaczenia³⁷:

- po pierwsze, jest to ułamek całego kapitału akcyjnego, wyrażający stosunek nominalnej wartości akcji do sumy tego kapitału,
- po drugie, jest to papier wartościowy, będący nośnikiem praw i obowiązków, przysługujących jego posiadaczowi,
- po trzecie, jest to ogół praw i obowiązków akcjonariusza, mających charakter zarówno korporacyjny³⁸, jak i majątkowy³⁹.

- **Obligacje** należą do kategorii dłużnych papierów wartościowych⁴⁰, które emitowane są w serii. Emitent stwierdza w nich, że jest dłużnikiem wobec właściciela obligacji i zobowiązuje się wobec niego jako wierzyciela (obligatariusza) do spełnienia określonego świadczenia, czyli wykupu obligacji. Źródłem zobowiązania z obligacji jako papieru wartościowego jest wystawienie przez emitenta dokumentu o takiej nazwie i cechach określonych prawem, a zatem czynność prawna jednostronna⁴¹. Świadczenie to może mieć charakter pieniężny lub niepieniężny. Świadczenie pieniężne może polegać na zapłacie należności głównej lub należności ubocznych (odsetek) oraz różnicy między ceną nominalną a ceną emisji obligacji. Świadczenie niepieniężne może natomiast polegać na udziale obligatariusza w przyszłych zyskach emitenta, możliwości zamiany obligacji na akcje spółki (obligacje zamienne) oraz prawie pierwszeństwa do objęcia akcji spółki będącej emitentem obligacji (obligacje z prawem pierwszeństwa). Warunki emisji obligacji określa ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach⁴².

Obligacja to bardzo stary typ papieru wartościowego; historycznie jest traktowana jako następczyni weksla. O ile jednak zakup weksla daje zysk tylko jednorazowy,

³² A. Chłopecki, G. Domański, R. Jurga, M. Michalski: *Prawo ... op.cit.*

³³ Tamże.

³⁴ Dz.U. 98 nr 102, poz. 650.

³⁵ Dz.U. 98 nr 10, poz. 36.

³⁶ A. Chłopecki: *Czy w prawie polskim obowiązuje zasada numerus clausus papierów wartościowych*, „Prawo spółek” nr 2/1994.

³⁷ S. Sołtysiński: *Kodeks handlowy - komentarz*. Warszawa 1996. Wydawnictwo C.H.Beck.

³⁸ Na przykład prawo do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu akcjonariuszy lub prawo głosu.

³⁹ Na przykład prawo do dywidendy, prawo poboru akcji nowej emisji czy też prawo udziału w kwocie likwidacyjnej.

⁴⁰ Z. Zdyb: *Obligacje i ich rola w finansowaniu rozwoju przedsiębiorstw*, „Finanse” nr 7,8/1986.

⁴¹ K. Kruczałak: *Prawo papierów wartościowych*. Warszawa 1998 LEX.

⁴² Dz.U. nr 83, poz. 420.

o tyle zakup obligacji przynosi stały dochód, płacony okresowo i obciążony niskim ryzykiem⁴³.

Obligacje w gospodarce rynkowej spełniają **wiele funkcji**. Do najistotniejszych należą:

- funkcja **lokacyjno-pożyczkowa**, która jest realizowana poprzez przepływ wolnych środków od ich posiadaczy do emitentów. Obligacje przynoszą bowiem ich posiadaczom stabilny, z góry określony dochód, natomiast emitentom pewne źródło finansowania ich przedsięwzięć;

- funkcja **środku płatniczego**, polegająca na tym, iż za pomocą obligacji można regulować niektóre należności, np. niektóre podatki⁴⁴. W wysoko rozwiniętych krajach kapitalistycznych za pomocą obligacji może być regulowany obieg pieniężny. Przykładowo, wiele przedsiębiorstw zarejestrowanych w Unii Europejskiej, emituje obligacje w celu finansowania zwykłych wydatków, co stanowi istotną zmianę w sposobie pozyskiwania kapitału przez średniej wielkości przedsiębiorstwa.

Wyróżniane są następujące rodzaje obligacji: **o stałym lub zmiennym oprocentowaniu**, **zamienne** (dające prawo do ich zamiany na akcje), **obligacje z prawem poboru akcji** (pozwalające nabyć akcje nowej emisji), **indeksowane** (których oprocentowanie ustala się według zewnętrznego wskaźnika), **obligacje o kuponie zerowym** (bez oprocentowania w trakcie ważności obligacji, o kapitalizacji podczas ich wykupu) oraz tzw. **obligacje „junk bonds”** (wysokie ryzykowne, przeznaczone do przejęcia spółek, których notowania giełdowe są niewysokie, ale spółki te roszą nadzieję na znaczny wzrost i przyszły zysk).

Obligacje nie tylko cieszą się popularnością w obrocie pomiędzy prywatnymi przedsiębiorstwami, ale są także wielokrotnie wykorzystywane przez sektor publiczny jako **publiczne dłużne papiery wartościowe**. W polskiej praktyce gospodarczej od 1989 r. Skarb Państwa wielokrotnie emitował długoterminowe obligacje skarbowe, których celem było pokrycie bieżącego deficytu i długu publicznego. Podobnie jak w przypadku emisji bonów skarbowych podstawą prawną emisji obligacji skarbowych jest ustawa o finansach publicznych. Ten rodzaj obligacji jest papierem wartościowym oferowanym do sprzedaży w kraju lub za granicą przez rezydentów i nierezydentów⁴⁵, oprocentowanym w postaci dyskonta lub odsetek. Obligacje skarbowe sprze-

dawane są na rynku pierwotnym i wykupywane po upływie określonego terminu, nie krótszego niż jeden rok.

Oprócz obligacji rządowych bardzo popularne na całym świecie są obligacje komunalne, emitowane przez organy samorządu terytorialnego (miasta, gminy, hrabstwa itp.). Pozyskują one w ten sposób środki potrzebne na sfinansowanie lokalnych przedsięwzięć.

Istnieje także odrębna kategoria papierów wartościowych, zwanych **certyfikatami inwestycyjnymi**⁴⁶, które emitowane są przez fundusze inwestycyjne. Zgodnie z ustawą, certyfikat inwestycyjny jest papierem wartościowym na okaziciela, reprezentującym prawa majątkowe wynikające z wyceny przez fundusz inwestycyjny aktywów funduszu, które przypadają na certyfikat. Po dopuszczeniu certyfikatów inwestycyjnych do publicznego obrotu fundusz prowadzi ich rejestr, w którym określa m.in. datę i wartość każdej emisji, liczbę wyemitowanych certyfikatów, ich cenę oraz łączną wartość wpłat za certyfikaty. Wydanie przez Komisję Papierów Wartościowych i Giełd zezwolenia na utworzenie funduszu inwestycyjnego jest równoznaczne z dopuszczeniem pierwszej emisji certyfikatów inwestycyjnych do obrotu publicznego, co wynika z potrzeby skrócenia procedury koncesjonowania działalności prowadzonej przez fundusze inwestycyjne⁴⁷.

Charakterystyczną cechą rynku papierów wartościowych jest jego podział na dwa segmenty: **rynek pierwotny** oraz **rynek wtórny**.

Na **rynku pierwotnym** odbywa się pierwotne (pierwsze) nabycie wyemitowanych papierów wartościowych, proponowanych przez emitenta⁴⁸ lub subemitenta usługowego⁴⁹. Z definicji tej wynika, że podstawowym kryterium przyjętym w ustawie jest kryterium podmiotowe, dzięki czemu ustalenie zakresu pojęcia obrotu pierwotnego możliwe staje się poprzez odesłanie do osoby składającego propozycję nabycia praw z papierów wartościowych. Definicja zawarta w art. 4 pkt. 6 ustawy o publicznym obrocie papierami wartościowymi określa **obróty pierwotny** jako proponowanie lub nabywanie nowej emisji papierów wartościowych emitowanych w serii. Można zatem uznać, iż na rynku pierwotnym dokonuje się nie obrót papierami wartościowymi, lecz pierwotna zamiana kapitału na wyemitowane papiery wartościowe. Z ekonomicznego punktu widzenia obrót pierwotny spełnia istotne funkcje względem emitentów

⁴³ E. Faerber: *Wszystko o obligacjach*. Warszawa 1996 WIG-Press.

⁴⁴ W. Januszkiewicz: *Giełdy w gospodarce światowej*. Warszawa 1982 PWE.

⁴⁵ Kategorie pojęciowe zawarte w ustawie z dnia 18 grudnia 1998 r. Prawo dewizowe, oznaczające: w przypadku **rezydenta** - osobę fizyczną, osobę prawną oraz jakiegokolwiek podmiot mający zdolność zaciągania zobowiązań i nabywania praw we własnym imieniu, którzy mają miejsce zamieszkania i siedzibę na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej. **Nierezydentem** są podmioty nie mające miejsca zamieszkania lub siedziby na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej. Jako rezydenci i nierezydenci traktowane są, odpowiednio, polskie oraz zagraniczne przedstawicielstwa dyplomatyczne i konsularne.

⁴⁶ Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o funduszach inwestycyjnych (Dz.U. nr 139, poz. 933).

⁴⁷ R. Jurga, M. Michalski: *Tryb wprowadzania papierów wartościowych do publicznego obrotu*. „Głosa” 1999/5/11.

⁴⁸ W świetle ustawy z dnia 21 sierpnia 1997 r. o publicznym obrocie papierami wartościowymi (Dz.U. nr 118, poz. 754) przez emitenta rozumie się podmiot wystawiający lub emitujący papiery wartościowe we własnym imieniu.

⁴⁹ Subemitent usługowy jest podmiotem, który nabywa na własny rachunek w całości lub części papiery wartościowe danej emisji w celu ich dalszego zbywania w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej.

papierów wartościowych, gdyż ułatwia pozyskiwanie przez nich tzw. efektywnego kapitału, poprzez kreację nowych papierów wartościowych.

Rynek wtórny, zdefiniowany także w ustawie o publicznym obrocie papierami wartościowymi⁵⁰, również polega na proponowaniu nabycia emitowanych w serii papierów wartościowych lub nabywaniu tych papierów, jednakże przez inne osoby niż emitent, tzn. przez ich posiadaczy, którzy już nabyli te papiery wartościowe na rynku pierwotnym. Z ustawowej definicji obrotu wtórnego wynika jednoznacznie, że swoim zasięgiem obejmuje on czynności podejmowane w ramach składania propozycji nabycia papierów wartościowych oraz te czynności, których skutkiem jest przejście praw z papierów wartościowych. Podobnie jak w przypadku definicji obrotu pierwotnego, również przy obrocie wtórnym ustawodawca odwołuje się do kryterium podmiotowego, chociaż ujmując go od strony negatywnej. Można powiedzieć, że obrót wtórny obejmuje wszystkie czynności prowadzące do przejścia praw z papierów wartościowych, przy czym zawsze dotyczy on papierów już dopuszczonych do publicznego obrotu. Jest on zatem komplementarny wobec obrotu pierwotnego, ponieważ jego funkcją jest stworzenie mechanizmów zabezpieczających płynność obrotu wyemitowanych uprzednio papierów wartościowych. Owa zamiana kapitału na papiery wartościowe może mieć charakter publicznej oferty - jest ona traktowana jako obrót publiczny - lub oferty prywatnej.

Publiczny obrót papierami wartościowymi - na podstawie definicji ustawowej - jest proponowaniem nabycia lub nabywaniem emitowanych w serii papierów wartościowych przy wykorzystaniu środków masowego przekazu albo w inny sposób, jeśli propozycja skierowana jest do więcej niż 300 osób albo do nieoznaczonego adresata. Ustawa określa wyjątki, np. proponowanie nabycia papierów wartościowych w postępowaniu likwidacyjnym, upadłościowym i egzekucyjnym lub proponowanie nabycia dotychczasowym akcjonariuszom, w wykonywaniu prawa poboru akcji, które nie są dopuszczone do publicznego obrotu.

Jak wynika z powyższego, zwrot „publiczny obrót papierami wartościowymi” jest ściśle zdefiniowany i jako termin techniczno-prawny odbiega od jego potocznego rozumienia. Ustawa ściśle precyzuje, co jest, a co nie jest publicznym obrotem, czyli kiedy mamy do czynienia z tego rodzaju obrotem i jakie mogą być tu wyjątki.

Wedle niektórych autorów⁵¹, definicja publicznego obrotu zawarta w art. 2 ust.1 ustawy o publicznym obrocie papierami wartościowymi jest rozszerzona przez ustawodawcę o przypadki obrotu wtórnego, obejmujące

transakcje *niepubliczne* papierami wartościowymi. Może to wynikać z faktu, iż powszechność tego obrotu czy nawet liczba uczestników, w przekonaniu autorów, sprawą wtórną wobec kwestii samego dopuszczenia papierów wartościowych do publicznego obrotu, co w świetle ustawy następuje po wyrażeniu zgody przez Komisję Papierów Wartościowych i Giełd. Obrót ten niekoniecznie musi więc spełniać znamiona masowości, gdyż o wiele istotniejsze jest narzucenie uczestnikom obrotu przez ustawodawcę konieczności dostosowania się do powszechnie obowiązujących standardów.

Pojęcie obrotu papierami wartościowymi obejmuje ogół technik nabywania praw z papierów wartościowych zgodnie z zasadami obowiązującymi w zakresie obrotu prawnego, na podstawie różnego rodzaju zdarzeń prawnych. Stosunki z zakresu obrotu papierami wartościowymi zachodzą między osobami fizycznymi oraz strukturami organizacyjnymi jako uczestnikami obrotu.

Prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi nie można jednoznacznie zakwalifikować do prawa cywilnego, choć przecież sama kwestia papierów wartościowych jako nośników praw i obowiązków jest *stricte* cywilistyczna. Nie można go też zakwalifikować tylko do prawa administracyjnego, choć znajduje się w nim wiele istotnych z administracyjno-prawnego punktu widzenia elementów, takich choćby jak funkcje nadzorcze Komisji Papierów Wartościowych i Giełd. Poza ustawą prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, zwaną czasem⁵² „konstytucją rynku kapitałowego”, istnieje wiele ustaw, które dotyczą tej problematyki, gdzie przedmiotem regulacji pośrednio lub bezpośrednio jest publiczny obrót⁵³.

Niezwykle istotnym pojęciem dla publicznego obrotu papierami wartościowymi jest zdefiniowane w ustawie pojęcie **rynku regulowanego**. Zgodnie z ustawą, przez rynek regulowany rozumie się system obrotu papierami wartościowymi dopuszczonymi do publicznego obrotu, zorganizowany w taki sposób, że przy kojarzeniu ofert nabycia i zbycia tych papierów zapewniony jest powszechny i równy dostęp do informacji rynkowej oraz zachowane są jednakowe warunki nabywania i zbywania tych papierów. Do fundamentalnych zasad publicznego obrotu papierami wartościowymi, od których uzależniona została ranga rynku regulowanego, należą⁵⁴:

- zasada **przymusu rynku regulowanego w ramach obrotu wtórnego** oznaczająca, iż wtórny obrót publiczny odbywać się może wyłącznie na rynku regulowanym;
- zasada **przymusu maklerskiego** na rynku regulowanym, nakazująca w obrocie pierwotnym i obrocie

⁵² A. Chłopecki, G. Domański, R. Jurga, M. Michalski: *Prawo o publicznym ... op.cit.*

⁵³ Za przykłady służyć mogą omawiane wcześniej ustawy: o listach zastawnych i bankach hipotecznych oraz finansach publicznych.

⁵⁴ A. Chłopecki, G. Domański, R. Jurga, M. Michalski: *Prawo o publicznym ... op.cit.*

⁵⁰ Art. 4 pkt. 7 ustawy z dnia 21 sierpnia 1997 r. o publicznym obrocie papierami wartościowymi.

⁵¹ M. Romanowski: *Pojęcie publicznego obrotu papierami wartościowymi*. PPH 1998/5/11.

wtórny dokonywać czynności za pośrednictwem domów maklerskich;

– zasada **dualizmu reglamentacji obrotu w przypadku papierów prywatnych**, która polega na pierwszym, „formalnym” dopuszczeniu papierów wartościowych do publicznego obrotu przez Komisję Papierów Wartościowych i Giełd oraz drugiej, „merytorycznej” kontroli, sprawowanej przez organy spółek tworzących rynek giełdowy lub pozagiełdowy;

– zasada **przymusu rozliczania transakcji zawartych na rynku regulowanym przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych**.

Zgodnie z normą zawartą w art. 90 ustawy o publicznym obrocie papierami wartościowymi, rynek regulowany obejmuje:

- **rynek giełdowy**,
- **rynek pozagiełdowy**.

Najbezpieczniejszą pod względem formalno-institutionalnym i najbardziej popularną formą publicznego obrotu papierami wartościowymi jest **giełda papierów wartościowych**. Rynek giełdowy mogą organizować jedynie spółki akcyjne prowadzące giełdy papierów wartościowych, czyli działające na podstawie przepisów oddziału 2 rozdziału 6 ustawy o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Choć funkcjonowanie giełdy papierów wartościowych stanie się przedmiotem rozważań w dalszej części niniejszej pracy, już teraz należałoby nadmienić, iż tzw. **rynek giełdowy** jest dziś najistotniejszym miejscem dokonywania obrotu papierami wartościowymi w nowoczesnych gospodarkach wolnorynkowych. Niewątpliwie wynika to z faktu, iż wyniki notowań giełdowych i indeksy giełdowe stanowią podstawowe dane do analiz i określania koniunktur dla przyszłych inwestorów, a ramy prawne i mechanizmy ochronne funkcjonowania giełd zapewniają niezbędne dla inwestorów poczucie bezpieczeństwa - przynajmniej od strony formalnoprawnej. Sam obrót może, rzecz jasna, nieść ze sobą ryzyko, gdyż „giełda jest grą, która nie dyskryminuje żadnych uczestników”, jednakże jest to tzw. giełdowe ryzyko i ma charakter *stricte* ekonomiczny.

Oprócz rynku giełdowego istnieją tzw. **rynki pozagiełdowe (OTC)**⁵⁵. Dokonują one obrotu papierami wartościowymi emitentów, którzy nie mogą lub nie chcą spełniać wymagań związanych z dopuszczeniem do publicznego obrotu. Z tego rynku korzystają głównie mniejsze spółki akcyjne, o krótkim okresie działalności. Rynek pozagiełdowy jest rynkiem publicznym, regulowanym przepisami prawa⁵⁶, który charakteryzuje się jednak liberalnymi wymaganiami co do dopuszczenia do obrotu. Transakcje nabycia papierów wartościowych przeprowadzane są przez domy maklerskie lub za pośrednictwem giełd elektronicznych.

Oferaty prywatne polegają na oferowaniu papierów wartościowych z góry oznaczonym osobom poprzez bezpośrednie kontakty, negocjacje i zawieranie odpowiednich umów, które z reguły odnoszą się do niewielkiej liczby osób. Ten tryb opiera się na ogólnych zasadach prawa cywilnego i handlowego.

Rynek instrumentów terminowych

Rynek instrumentów terminowych to dynamicznie rozwijający się rynek **transakcji terminowych**, które zaczęły się upowszechniać od lat 70. na bazie instrumentów rynku kapitałowego - akcji i obligacji. Instrumenty terminowe, zwane też instrumentami pochodnymi (czy derywatami), dają możliwość zabezpieczenia się przed ryzykiem rynkowym oraz uzyskania korzyści wynikających z różnicy między cenami danego produktu na różnych rynkach i w różnych okresach. Do najbardziej znanych transakcji terminowych należą transakcje **warunkowe** (takie jak *opcje* czy *warranty*) oraz **bezw warunkowe** (takie jak kontrakty *forward*, kontrakty *futures*, kontrakty *swap*).

• **Opcje** są możliwością (prawem) przeprowadzenia transakcji w przyszłości na warunkach już dziś określonych. Opcja może dotyczyć zakupu lub sprzedaży na przykład papierów wartościowych na warunkach dziś ustalonych (z uwzględnieniem ceny - tzw. ceny wykonania). Cechą charakterystyczną opcji jest możliwość, a nie przymus zrealizowania umówionej transakcji. Innymi słowy, posiadacz opcji może ją zrealizować, choć do jej realizacji nie jest przymuszony. Ceną, którą posiadacz opcji płaci za jej posiadanie i możliwość realizacji, jest tzw. cena opcji.

• Szczególną odmianą opcji są **warranty**, które podobnie jak opcje są zobowiązaniem ich emitenta do sprzedaży lub kupna danego instrumentu finansowego po określonej z góry cenie. Różnica polega na fakcie, iż warrant jest instrumentem nierzeczywistym - to znaczy w praktyce nie zachodzi kupno lub sprzedaż instrumentu, ale tylko rozliczenie różnicy.

• Transakcje typu **forward** polegają na kontraktowym ustaleniu warunków transakcji zrealizowanej w przyszłości. Tego typu transakcje, zwane rzeczywistymi, różnią się od opcji tym, iż muszą być zrealizowane. Ich cechą charakterystyczną jest rzeczywiste dostarczenie produktu finansowego będącego przedmiotem umowy (np. przyszłe dostarczenie waluty lub udzielenie kredytu na wcześniej ustalonych warunkach).

• Transakcje typu **futures** są, podobnie jak transakcje typu *forward*, kontraktowym ustaleniem warunków transakcji zrealizowanej w przyszłości. Podobnie jak transakcje *forward*, a w przeciwieństwie do opcji, muszą być zrealizowane. Jednakże ich cechą charakterystyczną jest fakt, iż ich realizacja odbywa się bez dostarczania przedmiotu transakcji, a jedynie następuje dokonywanie

⁵⁵ *Over The Counter - Markets*.

⁵⁶ Rynek pozagiełdowy może być organizowany wyłącznie przez spółki akcyjne funkcjonujące zgodnie z przepisami oddziału 3 ustawy o publicznym obrocie papierami wartościowymi.

rozliczeń bezgotówkowych między stronami umowy. Z tego faktu pochodzi nazwa tego typu kontraktów - transakcje nieruchomości.

- Kontrakty **swap** są inaczej zwane kontraktami zamiany przyszłych płatności. Na przykład *interest rate swap* polegają na zamianie płatności oprocentowanych według stałej stopy procentowej na oprocentowanie według zmiennej stopy procentowej. Natomiast *currency swap* polegają na zamianie płatności należnych w różnych walutach.

Cechą charakterystyczną przedstawionych powyżej instrumentów pochodnych jest ich **cywilistyczny charakter**. Kontrakty terminowe - będące niczym innym niż umowami między dwiema stronami, których przedmiotem jest dokonanie nabycia na przykład papierów wartościowych, waluty czy depozytów bankowych o stałym oprocentowaniu, zawierane są na podstawie przepisów Kodeksu cywilnego. Ich konstrukcja prawna jest zatem oparta na zasadzie swobody umów, co pozwala stronom „ułożyć stosunek prawny” wedle ich uznania, o ile treść lub ich cel nie sprzeciwiają się właściwości stosunku, ustawie lub zasadom współżycia społecznego.

Dodatkowo, transakcje terminowe są zdefiniowane jako **prawa pochodne** w ustawie o publicznym obrocie papierami wartościowymi. W świetle tej ustawy, prawami pochodnymi są prawa majątkowe, których cena zależy bezpośrednio lub pośrednio od ceny papierów wartościowych.

Literatura⁵⁷ definiuje czasem kontrakty terminowe jako umowę kupna - sprzedaży określonych aktywów w określonym czasie w przyszłości, po określonej cenie, lub instrument finansowy, który obliguje do kupna określonego dobra po ustalonej cenie w określonym dniu - czyli zobowiązuje do zawarcia określonej umowy. Cechą charakterystyczną transakcji terminowych jest fakt, iż nie wykształciły one w polskim języku prawnym odpowiedniego nazewnictwa, co może świadczyć o ich stosunkowo rzadkim jeszcze zastosowaniu w obrocie gospodarczym w Polsce, a także o rdzennie zagranicznym pochodzeniu.

Rynek depozytowy

Główną cechą charakteryzującą rynek depozytowy jest **gromadzenie, przechowywanie i późniejszy zwrot środków finansowych, które deponenti powierzają instytucjom finansowym „zaufania publicznego” w celu ich bezpiecznego pomnażania, bez narażania na zagrożające tym środkom ryzyko**. Ten segment rynku już z założenia, w trosce o bezpieczne lokowanie środków pieniężnych klientów, charakteryzuje się koniecznością stabilnego funkcjonowania instytucji finansowych gromadzących owe środki pieniężne.

Wydaje się, iż prawna konstrukcja przechowywania środków pieniężnych deponentów opiera się na zasadach określonych w nauce prawa cywilnego jako instytucja **depozytu nieprawidłowego**. Cywilistyczna koncepcja powyższej instytucji zakłada, iż przechowawca może rozporządzać oddanymi na przechowanie pieniędzmi lub innymi rzeczami oznaczonymi tylko co do gatunku, do czego stosowane są odpowiednio przepisy o pożyczce. Owe przepisy zakładają, iż dający pożyczkę zobowiązuje się przenieść na własność biorącego określoną ilość pieniędzy albo rzeczy oznaczonych co do gatunku, a biorący zobowiązuje się zwrócić tę samą ilość pieniędzy albo tę samą ilość rzeczy tego samego gatunku i tej samej jakości. W interesującym nas przypadku depozytu nieprawidłowego, na własność przechowawcy zostaje przeniesiona określona ilość pieniędzy, którą zobowiązuje się on zwrócić. Istotne jest zatem po pierwsze, samo przeniesienie środków finansowych na własność przechowawcy, a po drugie, jego uprawnienie do dysponowania powierzonymi mu środkami.

Klienci instytucji finansowych rynku depozytowego, powierzając owym instytucjom finansowym swoje środki pieniężne, dokonują na ich rzecz przeniesienia środków finansowych, którymi instytucje finansowe mogą rozporządzać. Istotne jest to, iż instytucje finansowe zobowiązane są, na podstawie określonego tytułu prawnego, do zwrotu powierzonych im środków.

Biorąc pod uwagę powyższą charakterystykę, można wyróżnić następujące obszary rynku depozytowego:

- rynek bankowych wkładów pieniężnych,
- rynek funduszy inwestycyjnych.

Rynek bankowych wkładów pieniężnych jest ściśle związany z istotą funkcjonowania banków. Zgodnie z definicją banku zawartą w art. 2 ustawy Prawo bankowe, *bank jest osobą prawną, utworzoną zgodnie z przepisami ustaw, działającą na podstawie zezwoleń uprawniających do wykonywania czynności bankowych obciążającym ryzykiem środki powierzone pod jakimkolwiek tytułem zwrotnym*. Wyraźnie jest zatem zauważalny element depozytowy, czyli posiadanie przez bank środków, które zostały mu powierzone. Te właśnie środki bank obciąża ryzykiem, wykonując czynności bankowe, do których wykonywania uprawniony jest na podstawie zezwolenia udzielonego mu przez nadzór bankowy (Komisję Nadzoru Bankowego). Istota działalności bankowej w jej klasycznym rozumieniu polega zatem na rozporządzaniu przez bank specyficznym „towarem”, jakim jest pieniądz. Bank gromadzi środki pieniężne, które następnie wykorzystuje do działalności kredytowej. Stąd pochodzi nazwa „bankowości depozytowo-kredytowej” jako klasycznego ujęcia działania mechanizmu banków.

Najistotniejszą instytucją prawną, z punktu widzenia omawianego rynku bankowych wkładów pieniężnych, wydaje się instytucja **rachunków bankowych**.

⁵⁷ A. Powierża: *Transakcje terminowe - charakter prawny*. „Glosa” nr 6/1999.

Problematyka rachunku bankowego została równoległe unormowana w Kodeksie cywilnym i ustawie Prawo bankowe. Kodeks cywilny wyznacza ramy prawne instytucji rachunku bankowego, pozostawiając regulacje wielu zagadnień merytorycznych istotnych dla praktyki *lex specialis*, czyli ustawie Prawo bankowe. Zgodnie z art. 725 k.c., przez umowę rachunku bankowego „bank zobowiązuje się względem posiadacza rachunku, na czas oznaczony lub nieoznaczony, do przechowania jego środków pieniężnych oraz do prowadzenia na jego zlecenie rozliczeń pieniężnych”. Banki, na podstawie art. 49 ustawy Prawo bankowe, prowadzą rachunki bankowe dla osób fizycznych i osób prawnych oraz jednostek organizacyjnych nie mających osobowości prawnej, o ile posiadają zdolność prawną. Na podstawie art. 50 ustawy Prawo bankowe, banki mogą prowadzić w szczególności następujące rodzaje rachunków:

- rachunki bieżące,
- rachunki pomocnicze,
- rachunki lokat terminowych,
- rachunki oszczędnościowe - wkłady oszczędnościowe.

Zawarty w ustawie zwrot „w szczególności”, wprowadzający otwartość katalogu rodzajów rachunków bankowych, dopuszcza swobodę w zakresie kształtowania innych - niż wyżej wymienione - rodzajów rachunków.

Z punktu widzenia interesującego nas tematu wydaje się istotne, iż rachunki bankowe ze względu na spełniane funkcje są dzielone na dwie kategorie⁵⁸:

- rachunki rozliczeniowe,
- rachunki depozytowe.

Rachunki rozliczeniowe, takie jak rachunki bieżące i rachunki pomocnicze, zakładane są w celu ułatwiania klientom banków rozliczeń pieniężnych, określanych jako **bankowe rozliczenia pieniężne**, które regulowane są przez rozdział 4 ustawy Prawo bankowe. Zgodnie z art. 63 powyższej ustawy, przez bankowe rozliczenia pieniężne „rozumieć należy operacje polegające na dokonywaniu zmian w stanie środków pieniężnych na rachunku bankowym na zlecenie klienta lub w wyniku czynności, które z mocy prawa powodują wskazanie zmian w stanie praw majątkowych klienta”. Wśród czynności bankowych *sensu stricto* (art. 5 ust. 1 ustawy Prawo bankowe) znajdują się także takie czynności, jak: *prowadzenie innych rachunków bankowych*, co - jak się wydaje - może dotyczyć prowadzenia przez banki rachunków rozliczeniowych, oraz *przeprowadzenie bankowych rozliczeń pieniężnych*.

W ramach **rachunków depozytowych** wyróżnia się wkłady oszczędnościowe oraz lokaty terminowe. Ich

funkcjonowanie, jako jednych z czynności bankowych *sensu stricto*, określone jest w art. 5 ust. 1 ustawy Prawo bankowe i polega na przyjmowaniu przez banki wkładów pieniężnych płatnych na żądanie (wkłady oszczędnościowe) lub z nadejściem oznaczonego terminu (lokaty terminowe) oraz prowadzeniu rachunków tych wkładów. Depozytowy charakter tych rachunków polega na deponowaniu, czyli przekazywaniu na przechowanie posiadanych przez klientów środków finansowych w bankach. Zgodnie z art. 726 k.c., *bank może obracać czasowo wolne środki pieniężne zgromadzone na rachunku bankowym na potrzeby gospodarki narodowej z obowiązkiem ich zwrotu w całości lub części na każde żądanie, chyba że umowa uzależnia obowiązek zwrotu od wypowiedzenia*. Oznacza to zatem, iż umowa rachunku bankowego ma cechy umowy o depozyt nieprawidłowy i przenosi na bank własność zdeponowanych na rachunku środków. Ponadto, banki zgodnie z art. 49 ust. 3 ustawy Prawo bankowe, swobodnie dysponują powierzonymi środkami pieniężnymi, w zamian za co dokładają wszelkich starań w zapewnianiu bezpieczeństwa powierzonych im środków pieniężnych. Po upływie określonego terminu lub na żądanie klienta bank zobowiązany jest do zwrotu zdeponowanych na rachunkach depozytowych środków pieniężnych, które powiększone zostały na skutek ustalonego przez bank oprocentowania depozytów.

Rynek funduszy inwestycyjnych jest ściśle związany z funkcjonowaniem wyspecjalizowanych podmiotów zarządzających aktywami powierzonymi im przez uczestników funduszy inwestycyjnych. Tymi wyspecjalizowanymi podmiotami są: **fundusze inwestycyjne** i **towarzystwa funduszy inwestycyjnych**.

Fundusze inwestycyjne są osobami prawnymi, które funkcjonują na podstawie przepisów ustawy z 28 sierpnia 1997 r. o funduszach inwestycyjnych. Wyłącznym przedmiotem ich działalności jest *lokowanie środków pieniężnych zebranych publicznie w określone w ustawie papiery wartościowe i inne prawa majątkowe*. **Towarzystwa funduszy inwestycyjnych** jest natomiast organem funduszu inwestycyjnego, utworzonym w formie spółki akcyjnej.

Przedmiotem działalności przedsiębiorstwa towarzystwa funduszy inwestycyjnych *jest tworzenie funduszy inwestycyjnych i zarządzanie nimi oraz reprezentowanie ich wobec osób trzecich*.

Uczestnikami funduszu inwestycyjnego są osoby fizyczne, prawne oraz jednostki organizacyjne nie mające osobowości prawnej, które dokonują wpłat na rzecz funduszu, za co nabywają jednostki uczestnictwa lub omawiane już certyfikaty inwestycyjne funduszu. Zarówno jednostki uczestnictwa, jak i certyfikaty inwestycyjne reprezentują prawa majątkowe uczestników funduszu. Nabywanie jednostek uczestnictwa albo

⁵⁸ E. Niezbecka: *Umowa rachunku bankowego*. „Monitor Prawniczy” nr BB 2/1999.

certyfikatów inwestycyjnych jest uzależnione od rodzaju funduszu, którego uczestnikiem jest dany podmiot lub osoba⁵⁹.

Uczestnicy funduszu, dokonując wspomnianych powyżej wpłat, tworzą **mienie** funduszu, zwane aktywami funduszu, które dodatkowo obejmuje także prawa nabyte przez fundusz oraz pożytki z tych praw. Fundusz, wyceniając posiadane aktywa, określa na tej podstawie wartość aktywów netto przypadających na jednostkę uczestnictwa lub certyfikat inwestycyjny.

Można uznać, iż fundusze inwestycyjne są instytucjami zaufania publicznego, gdyż zarządzają środkami finansowymi wielu podmiotów, które przekazują je z zamiarem uzyskania zysków wynikających z korzystnych operacji inwestycyjnych funduszu. Fundusz przeznaczając zatem uzyskane środki na **cele inwestycyjne**, z których efektów mają korzystać uczestnicy funduszu. Cała idea funkcjonowania funduszy inwestycyjnych polega na przekazaniu środków finansowych do zarządzania specjalistom, którzy dokonują czynności inwestycyjnych. Zachowane są przy tym limity określone w ustawie, dotyczące tego, jakiego typu papiery wartościowe mogą być nabywane przez fundusze oraz limity koncentracji inwestycyjnej. Zgodnie z ustawą o funduszach inwestycyjnych, celami inwestycyjnymi funduszu, które powinny być wyraźnie określone w jego statucie, mogą być wyłącznie:

- ochrona realnej wartości aktywów funduszu,
- osiąganie dochodu funduszu z lokowania aktywów funduszu,
- wzrost wartości aktywów funduszu w wyniku wzrostu wartości lokat.

Można zatem uznać, iż powyższe cele inwestycyjne funduszu, określone w art. 15 ust. 1 omawianej ustawy, są odzwierciedleniem sensu i zamysłu funkcjonowania funduszy inwestycyjnych, których głównym celem jest **realny wzrost wartości posiadanych aktywów**. Art. 15 ustawy w ust. 2 precyzuje, iż przy osiąganiu celu inwestycyjnego należy w statucie wyraźnie zastrzec, że fundusz nie gwarantuje jego osiągnięcia.

Dodatkowo, statut funduszu powinien określać **zasady polityki inwestycyjnej**, zmierzającej do osiągnięcia celu inwestycyjnego, takie jak:

- rodzaje papierów wartościowych i innych praw majątkowych będących przedmiotem lokat funduszu,
- kryteria doboru lokat funduszu,
- zasady dywersyfikacji lokat i inne ograniczenia inwestycyjne,
- dopuszczalną wysokość kredytów i pożyczek zaciąganych przez fundusz.

Powyższe zasady umożliwiają potencjalnemu uczestnikowi funduszu zorientowanie się, czy polityka

inwestycyjna prowadzona przez dany fundusz może przynieść oczekiwane zyski, wynikające z trafnych inwestycji dokonywanych przez fundusz. Uczestnicy funduszy inwestycyjnych mogą **osiągać zyski** w zależności od tego, w jakim funduszu uczestniczą. Niezależnie od rodzajów funduszy, podstawą uzyskiwania zysków dla ich uczestników jest skuteczna polityka inwestycyjna. Jeśli zatem jest ona prowadzona właściwie i wszelkie inwestycje są udane, skutkuje to zwiększeniem mienia funduszu, czyli jego aktywów. Jak już powiedziano, fundusz - dokonując wyceny posiadanych aktywów - określa na tej podstawie wartość aktywów netto przypadających na jednostkę uczestnictwa lub certyfikat inwestycyjny. Posiadacze jednostek uczestnictwa mogą, zgodnie z regułami funkcjonowania funduszy inwestycyjnych otwartych i specjalnych otwartych, zażądać ich odkupienia przez fundusz. Wartość aktywów wynikająca z prowadzonej polityki inwestycyjnej funduszu wpływa zatem na wartość i cenę jednostki uczestnictwa, jaką uczestnik może uzyskać, odsprzedając funduszowi posiadane jednostki. Zysk uczestnika jest więc bezpośrednio związany z udanymi inwestycjami funduszu, któremu przecież on sam przekazał swoje środki finansowe, w formie wpłaty.

W przypadku certyfikatów inwestycyjnych, które emitowane są przez fundusze inwestycyjne typu zamkniętego lub mieszanego, ich wartość nie zależy bezpośrednio od wyceny aktywów (mienia) funduszu, gdyż jako papiery wartościowe podlegają one wycenie rynkowej. Właściwa polityka inwestycyjna funduszu może zatem pośrednio spowodować wzrost wartości certyfikatów inwestycyjnych, na zasadach podobnych do funkcjonowania akcji, a mianowicie w przypadku zainteresowania nimi potencjalnych inwestorów. Jeśli zatem dany fundusz prowadzi właściwą politykę inwestycyjną, skutkuje to wzrostem wartości emitowanych przez niego certyfikatów inwestycyjnych, co jest oznaką zainteresowania inwestorów oraz pozytywnych prognoz rynkowych. W takim wypadku uczestnicy funduszu mogą sprzedać z zyskiem posiadane certyfikaty inwestycyjne, a w razie ich ciągłego posiadania - oczekiwać wypłaty części dochodów osiągniętych przez fundusz, na zasadach dywidendy. W tym drugim przypadku, to fundusz ustala prawo do uzyskania dochodu oraz dzień wypłaty z zysku.

Rynek ubezpieczeń

Rynek ubezpieczeń jest bardzo rozbudowaną częścią rynku finansowego. Podstawowymi usługami, które oferują podmioty działające na tym rynku są: produkty ubezpieczeniowe oparte na **umowie ubezpieczenia oraz ubezpieczenia społeczne**.

Umowa ubezpieczenia, zgodnie z definicją cywilnoprawną, jest zobowiązaniem zakładu ubezpieczeń do

⁵⁹ Wyróżniane są następujące rodzaje funduszy inwestycyjnych: otwarte, specjalistyczne otwarte, zamknięte i mieszane.

spełnienia określonego świadczenia w razie zajścia przewidzianego w umowie wypadku, co wiąże się także z zobowiązaniem ubezpieczającego do zapłaty składek. Ubezpieczenia społeczne, zgodnie z przepisami ustawy o systemie ubezpieczeń społecznych⁶⁰, obejmują: ubezpieczenia emerytalne, ubezpieczenia rentowe, ubezpieczenia chorobowe (z tytułu choroby lub macierzyństwa pracownika), ubezpieczenia wypadkowe (z tytułu wypadków przy pracy i chorób zawodowych pracownika).

Rynek ubezpieczeniowy można podzielić na dwie części:

- rynek ubezpieczeń majątkowych i osobowych,
- rynek ubezpieczeń społecznych.

Zasady i warunki podejmowania i prowadzenia działalności w zakresie **ubezpieczeń majątkowych i osobowych** określa ustawa o działalności ubezpieczeniowej⁶¹. Działalność ubezpieczeniowa prowadzona jest przez zakłady ubezpieczeń. Ustawa wprowadza dwie kategorie ubezpieczeń: ubezpieczenia **obowiązkowe** oraz ubezpieczenia dobrowolne.

Ubezpieczenia obowiązkowe są enumeratywnie wymienione w ustawie⁶², a należą do nich m.in. ubezpieczenie od odpowiedzialności cywilnej posiadaczy pojazdów mechanicznych za szkody powstałe w związku z ruchem tych pojazdów czy też ubezpieczenie budynków wchodzących w skład gospodarstwa rolnego od ognia i innych zdarzeń losowych. Biorąc pod uwagę aspekt przymusu ustawowego związanego z tego rodzajem ubezpieczeń, nie będą one stanowiły przedmiotu zainteresowania w niniejszej pracy, ponieważ nie są one wytworem rynku finansowego, a jedynie obowiązkiem „narzuconym” przez prawo, a co za tym idzie nie wpływają one na interesujące nas funkcjonowanie mechanizmów rynku depozytowego.

Ubezpieczenia dobrowolne staną się przedmiotem poniższych rozważań, gdyż w moim przekonaniu należą do instrumentów tworzących rynek depozytowy. Wynika to z przedstawionych cech charakterystycznych rynku depozytowego, takich jak powierzanie przez klientów instytucjom finansowym (w tym wypadku zakładom ubezpieczeń) posiadanych środków pieniężnych, którymi instytucje te mogą rozporządzać i są zobowiązane do ich zwrotu na podstawie określonego tytułu prawnego (w tym wypadku zobowiązania wynikającego z umowy ubezpieczeniowej).

Do ubezpieczeń dobrowolnych zaliczamy zatem:

- ubezpieczenia majątkowe,
- ubezpieczenia osobowe.

Ubezpieczenia majątkowe mogą dotyczyć mienia oraz odpowiedzialności cywilnej. W powyższych

przypadkach, zakład ubezpieczeń zobowiązany jest do zapłacenia określonego w umowie odszkodowania za szkody wyrządzone w mieniu ubezpieczającego lub za szkodę wyrządzoną przez ubezpieczającego w mieniu osób trzecich. W razie zajścia wypadku, mogącego powodować szkody, ubezpieczający zobowiązany jest użyć wszelkich dostępnych mu środków w celu zmniejszenia szkody w ubezpieczonym mieniu oraz w celu zabezpieczenia bezpośrednio zagrożonego mienia przed szkodą.

Ubezpieczenia osobowe dotyczą w szczególności ubezpieczeń na życie oraz ubezpieczeń od następstw nieszczęśliwych wypadków. Ubezpieczenia na życie oparte są na konstrukcji wypłaty odszkodowania na wypadek śmierci osoby albo dożycia przez nią oznaczonego wieku. Podstawą wypłaty odszkodowań w przypadku ubezpieczeń od nieszczęśliwych wypadków jest spowodowanie uszkodzenia ciała, rozstroju zdrowia lub śmierci na skutek nieszczęśliwego wypadku.

Ochrona ubezpieczeniowa w wypadku ubezpieczeń majątkowych i osobowych jest ustanowiona na podstawie umowy zawieranej między zakładem ubezpieczeń a ubezpieczającym. Ogólne warunki ubezpieczeń, w tym taryfy i wysokość stawek ubezpieczeniowych, ustala zakład ubezpieczeń.

Rynek ubezpieczeń społecznych ma niezwykle rozbudowaną strukturę. W ramach systemu ubezpieczeń społecznych istnieją tzw. trzy filary ubezpieczeń:

I filar to obowiązkowe ubezpieczenia społeczne, którym na mocy ustawy z dnia 13 października 1998 r. o systemie ubezpieczeń społecznych⁶³ podlegają na obszarze Rzeczypospolitej Polskiej osoby fizyczne, enumeratywnie wymienione w art. 6 powyższej ustawy. Przedmiotem tego ubezpieczenia są:

- ubezpieczenia emerytalne,
- rentowe,
- chorobowe (w razie choroby i macierzyństwa),
- wypadkowe (z tytułu wypadków przy pracy i chorób zawodowych).

Centralnym organem, wykonującym zadania przewidziane przez powyższą ustawę, jest Zakład Ubezpieczeń Społecznych (ZUS). Osoby ubezpieczone w ramach obowiązkowego systemu ubezpieczeń społecznych zobowiązane są do uiszczania comiesięcznych składek, płatnych na rzecz ZUS, których podstawę stanowi przychód uzyskiwany przez te osoby w wymiarze comiesięcznym.

II filar stanowi system obowiązkowych ubezpieczeń społecznych, polegający na przekazywaniu części składek do funduszy emerytalnych⁶⁴ tworzonych na podstawie ustawy z 28 sierpnia 1997 r. Drugi filar systemu ubezpieczeń społecznych jest dopełnieniem

⁶⁰ Ustawa z dnia 13 października 1998 r. o systemie ubezpieczeń społecznych (Dz.U. nr 137, poz. 887).

⁶¹ Ustawa z dnia 28 lipca 1990 r. o działalności ubezpieczeniowej (Dz.U. 1996 nr 11, poz. 62).

⁶² Art. 4 Ustawy z dnia 28 lipca 1990 r. o działalności ubezpieczeniowej.

⁶³ Dz.U. nr 137, poz. 887.

⁶⁴ Ustawa o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (Dz.U. nr 139, poz. 934).

pierwszego filaru, którego źródło finansowania jest takie samo - czyli składki ubezpieczonych. Różnica między pierwszym a drugim filarem polega na tym, iż pierwszy oparty jest na systemie repartycyjnym, czyli na płaceniu przez ubezpieczonych składek, z których na bieżąco, za pośrednictwem ZUS finansowane są emerytury starszego pokolenia. Drugi polega natomiast na przekazywaniu składek do funduszy emerytalnych, których zadaniem jest powiększanie ich wartości i wypłacanie świadczenia po osiągnięciu przez ubezpieczonych wieku emerytalnego. Ustawa stanowi, iż przedmiotem działalności funduszu emerytalnego *jest gromadzenie środków pieniężnych i ich lokowanie, z przeznaczeniem na wypłatę członkom funduszu po osiągnięciu przez nich wieku emerytalnego*. Fundusze emerytalne, poprzez *sui generis* „zarządzanie” składkami, powiększają więc ich wartość w celu wypłaty świadczenia emerytalnego ubezpieczonym. Ustawa o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych dokładnie określa: zasady funkcjonowania funduszy emerytalnych, w jakie aktywa mogą lokować przekazane im środki finansowe oraz zasady sprawowania nadzoru nad funduszami emerytalnymi. Z punktu widzenia ubezpieczonych drugi filar niesie ze sobą korzyść - w postaci stworzenia profesjonalnych funduszy, których jedynym zadaniem jest zwiększanie wartości przekazanych składek. Jest też źródłem pewnego ryzyka związanego z ogólnym stanem krajowej gospodarki, której zła kondycja może negatywnie wpłynąć na inwestycje kapitałowe dokonywane przez fundusze emerytalne, a przez to na stan aktywów funduszy. Z drugiej jednak strony, fundusze emerytalne, posiadające bardzo duży kapitał powierzony im przez ubezpieczonych, mogą stać się „kołem napędowym” rynku finansowego, a przez to całej gospodarki.

III filar tworzą dobrowolne ubezpieczenia o charakterze emerytalnym, polegające na grupowych lub indywidualnych formach oszczędzania. Ten filar stanowi rodzaj fakultatywnego dopełnienia obowiązkowych filarów: I i II. Grupowe formy oszczędzania w III filarze mogą polegać w szczególności na:

- grupowym ubezpieczeniu na życie, polegającym na ubezpieczeniu przez pracodawcę w zakładzie ubezpieczeń wszystkich pracowników w sposób grupowy,
- pracowniczym funduszu emerytalnym - spółce, która zarządza środkami finansowymi pracowników znajdujących się w pracowniczym funduszu emerytalnym; zasady działania określają tu przepisy ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych,

- towarzystwie ubezpieczeń wzajemnych - które ubezpiecza swoich członków na zasadzie wzajemności i działa na podstawie przepisów określonych w ustawie o działalności ubezpieczeniowej⁶⁵.

Indywidualne ubezpieczenie w ramach III filaru polega na przyjęciu przez pracowników oferty składanej przez zakłady ubezpieczeń, do których należą różnego rodzaju produkty ubezpieczeniowe, takie jak:

- indywidualne ubezpieczenia emerytalne,
- ubezpieczenia na życie,
- ubezpieczenia z funduszem inwestycyjnym.

Przedstawiony trzyczęściowy model systemu ubezpieczeń społecznych jest wynikiem reformy tego systemu, która zaczęła obowiązywać od 1 stycznia 1999 r. Jej celem było odciążenie ZUS, działającego na zasadach repartycypacji, i stworzenie innych mechanizmów, umożliwiających uzyskanie jak największych świadczeń emerytalnych przez ubezpieczonych.

Powyższe informacje pozwoliły na dokonanie ogólnej charakterystyki rynku finansowego od strony funkcjonalnej. Materia ta jest na tyle rozbudowana, wielowątkowa i trudna, że autor musiał dokonać podziału tematu oraz wyboru najistotniejszych informacji tak, aby zgodnie z celem tego artykułu powstało opracowanie możliwie najbardziej syntetyczne i komplementarne.

W przekonaniu autora, warto jest zwrócić uwagę na fakt, iż polskie zmiany ustrojowe (w tym także zmiany legislacyjne) lat 90. doprowadziły do ukształtowania się ram prawnych nowoczesnego rynku finansowego. Oczywiście, przedstawione polskie instytucje finansowe pod wieloma względami wymagają jeszcze unowocześnienia, rozbudowania lub nawet zrestrukturyzowania - tak aby osiągnęły światowe standardy. Niemniej, można uznać, iż zasadniczy model funkcjonowania nowoczesnego, wolnorynkowego systemu finansowego w Polsce został wprowadzony.

Oczywiście, ze względu na trwające dostosowanie polskich unormowań do przepisów Unii Europejskiej zmieni się jeszcze wiele aspektów funkcjonowania polskiego rynku finansowego. Przekształcenia te, choć bez wątpienia istotne z formalnoprawnego punktu widzenia, nie powinny spowodować żadnych radykalnych zmian w przedstawionym powyżej modelu i istocie rynku finansowego - ukształtowanego jako efekt prac legislacyjnych pierwszych 12 lat polskich przemian ustrojowych.

⁶⁵ Art. 12 i nast. ustawy o działalności ubezpieczeniowej.

Tendencje konsolidacyjne i wyzwania przed polskim rynkiem kapitałowym w perspektywie integracji z rynkiem europejskim

Waldemar Aspadarec

Światowy system finansowy to złożony układ instytucjonalny, połączony transgranicznym świadczeniem usług finansowych, oraz wzajemnie powiązane różnego rodzaju rynki finansowe wyłączone spod jurysdykcji poszczególnych krajów. Jest to dynamiczny system względnie wyodrębniony. Może być on podzielony na elementy instytucjonalne oraz uniwersalne procesy zachodzące na międzynarodowych rynkach finansowych. Postępująca globalizacja współczesnych rynków finansowych sprawia, że funkcjonują one niemal jako jedna całość. Wśród tendencji dominujących na rozwiniętych rynkach na pierwszy plan wysuwają się zmiany związane z globalizacją, która jest pochodną liberalizacji, czyli swobody przepływu kapitału. Globalizacja oznacza rosnącą integrację narodów i regionów, zwłaszcza rewolucję w strukturach gospodarczych, prowadzącą do przełomu w gospodarce światowej, do tworzenia sieci ekonomicznych powiązań olbrzymich rynków, światowej wymiany towarów i usług oraz powstania nowoczesnych rodzajów komunikacji. Globalizacja działalności gospodarczej to długotrwały proces integrowania coraz większej liczby krajowych gospodarek ponad ich granicami, dzięki rozszerzaniu oraz intensyfikowaniu wzajemnych powiązań. W rezultacie powstaje ogólnoswiatowy system ekonomiczny o dużej współzależności i znaczących reperkusjach działań podejmowanych nawet w odległych krajach.

Ostatnia dekada dwudziestego wieku zaowocowała wieloma kluczowymi zmianami, które spowodowały wręcz rewolucyjne przeobrażenia na światowych rynkach finansowych, a zwłaszcza kapitałowych. Dotyczy one całego procesu globalizacji i łączy:

- wzrost ryzyka na rynkach finansowych,
- deregulację rynków krajowych i wzrost konkurencji,
- zniesienie kontroli nad transgranicznym przepływem kapitałów,
- lawinowy rozwój nowoczesnych, szybkich i tanich technologii informatycznych i transmisji danych,
- odchodzenie od pośrednictwa,
- rozwój rynku transferu ryzyka,
- przenikanie się różnych segmentów rynku finansowego.

Tendencje te stymulują wprowadzanie innowacji finansowych, rozumianych jako nowe instrumenty finansowe, a także jako nowe procesy zachodzące na rynkach finansowych.

Istotnym katalizatorem przemian w światowych systemach finansowych stało się wprowadzenie euro. Dało to impuls do daleko idących zmian ładu instytucjonalnego współczesnego świata. Przyspieszyło ono tempo procesów konsolidacyjnych, zwłaszcza w Europie. Celem wprowadzenia euro jest zmiana wyniku rachunku kosztów i strat z tytułu globalizacji międzynarodowych rynków finansowych. Największą zaletą euro ma być - w dłuższej perspektywie - redukcja ryzyka kursowego kosztów finansowych, a przede wszystkim stworzenie potężnego rynku pieniężnego i kapitałowego wyrażonego w euro, o potencjale porównywalnym z rynkiem dolarowym. Przejście na euro oznacza wyższy poziom integracji i jest jedną z największych zmian systemowych na rynkach finansowych. Kryterium oceny następstw wprowadzenia euro dla uczestników międzynarodowych rynków finansowych jest wpływ

wspólnego pieniądza na stabilność tych rynków. Wyzwania wynikające z tych zasadniczych przeobrażeń na światowych rynkach finansowych nie ominęły rynków giełdowych, na których trwa bezustanne dostosowywanie sposobu organizacji obrotu i regulacji prawnych do potrzeb i wymagań inwestorów. Dla giełd jest to jedyna szansa przetrwania w erze postępującej globalizacji rynków finansowych. Największe giełdy europejskie i światowe walczą o prymat na globalizującym się rynku kapitałowym i finansowym. Małe giełdy walczą o przeżycie, a potentaci - o miejsce w globalnym szyku. Doskonalały swoje systemy notowań i rozliczeń. W ostatnich kilku latach zawarły wiele porozumień, umów o współpracy, fuzji. Rywalizacja giełd europejskich i światowych przechodzi obecnie w coraz większym tempie w fazę integrowania się - nie tylko doraźnej współpracy, ale również powstawania trwałych związków. Fundamentalne przeobrażenia na rozwiniętych rynkach kapitałowych dotyczą zmiany statusu giełd. Polegają one na demutualizacji, czyli na odejściu od własności członkowskiej, prywatyzacji i wprowadzaniu własnych akcji do publicznego obrotu. Bariery, dzięki którym narodowe rynki giełdowe miały znaczny wpływ na obrót, pękają pod wpływem zmian strukturalnych, szczególnie pod wpływem deregulacji oraz nowych, wysoce zaawansowanych technologii, nieodłącznie związanych z internetem.

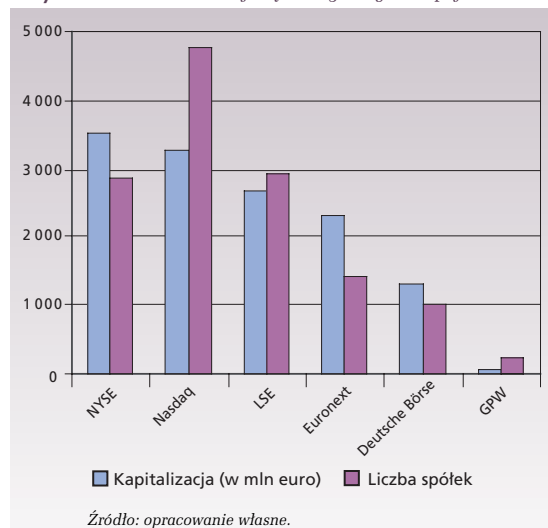
Tendencje konsolidacyjne na europejskich rynkach giełdowych

Procesy i tendencje omówione na wstępie są najintensywniejsze na rynkach europejskich i amerykańskim. Rynki te są centrum światowego systemu finansowego i na nich najwcześniej zachodzą przemiany. Jeszcze do niedawna wydawało się, że powstanie jednego europejskiego rynku nastąpi stosunkowo szybko. Przemawiały za tym dwa podstawowe argumenty: wspólna waluta euro oraz rosnąca konkurencja ze strony giełd amerykańskich: NYSE (New York Stock Exchange) i NASDAQ (skomputeryzowany system kwotowania cen walorów na rynku). Utworzenie paneuropejskiej giełdy jest dobrym pomysłem i ktoś inny może go zrealizować wcześniej, jeśli giełdy nie zdołają szybko uzgodnić zasad współpracy. Analiza tempa zachodzących zmian wskazuje, że próbują one konkurować między sobą zamiast przygotowywać się do konkurencji z internetem. Istotną konkurencją dla tradycyjnych parkietów są giełdy elektroniczne i rosnąca konkurencja na świecie, związana ze wzrostem popularności elektronicznych *quasi*-rynków. Umożliwiła im to decyzja amerykańskiej Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (SEC) z 1997 r. Dzięki niej uzyskały większy dostęp do rynku NASDAQ, a elektroniczne sieci, za których pośrednictwem odbywa się handel akcjami, uzyskały status pełnoprawnych

giełd. Proces konsolidowania się rynków nie przebiega tak szybko, jak do niedawna się wydawało, lecz dokonuje się powoli, ale systematycznie. Europejskie parkiety konsolidują się. Na razie najtrwalszy i najpewniejszy alians to przymierze Paryża, Amsterdamu i Brukseli, czyli Euronext. Wstępne porozumienie w sprawie połączenia się z nim zawarła portugalska giełda papierów wartościowych Lisboa & Oporto Stock Exchange (BVLP). Podpisano również umowę między Euronextem a giełdą w Helsinkach. Sojusz budują też giełdy we Frankfurcie i Wiedniu (inwestorem strategicznym giełdy w Wiedniu jest Deutsche Börse). Spośród wielkiej europejskiej trójki giełd: Londyn - Paryż - Frankfurt, tylko brytyjska LSE nie weszła w trwały sojusz. Proces konsolidacji europejskich parkietów wyglądałby na pewno inaczej, gdyby doszło do stworzenia paneuropejskiego rynku iX - największego w Europie i drugiego na świecie. Mógłby on konkurować z NYSE. Nie doszło jednak do fuzji z LSE oraz Deutsche Börse i to Euronext jest na razie największą giełdą w Europie, jeśli chodzi o wolumen obrotów. Ustępuje tylko giełdzie londyńskiej - pod względem wartości notowanych na niej spółek.

Zdaniem ekspertów, fala sojuszy i fuzji między giełdami wkrótce doprowadzi do stworzenia międzykontynentalnego rynku, na którym ciągle trwa handel. Dzięki stworzeniu światowego rynku spółki uzyskiwałyby jeszcze lepszy dostęp do kapitału inwestorów, inwestorzy mieliby nowe możliwości inwestowania na całym świecie według jednakowych standardów, a giełdy znacznie obniżyłyby koszty, zwiększając jednocześnie zyski. Zdaniem tych samych ekspertów z ponad 50 istniejących rozwiniętych giełd światowych za kilka lat pozostanie zaledwie około pięciu, sześciu grup giełdowych. Bardzo istotne jest to, że konsolidacja będzie dotyczyć nie tyle giełd, ile systemów informatycznych i rozliczeniowych. Obecnie do najważniejszych systemów obrotu w Europie należy niemiecki system Xetra,

Wykres 1 GPW i największe giełdy europejskie



angielski SETS i stosowany przez Euronext system NSC (zainstalowała go również giełda warszawska).

Konkurencja na europejskim rynku akcji trwa nie tylko między tradycyjnymi giełdami, lecz również między działającymi dopiero od paru lat giełdami małych i średnich spółek, takich jak Easdaq i Euro Neuer Markt. Paneuropejska giełda elektroniczna Easdaq rozpoczęła działalność w 1996 r. W tym samym czasie wylansowano ideę Europejskiego Nowego Rynku, prekursora obecnego Euro.NM. W 1999 r. w Easdaq zainwestowało kilka czołowych firm działających na rynku kapitałowym. Celem tych posunięć jest umacnianie pozycji Easdaq wobec coraz szybciej rosnącej konkurencji sieci elektronicznych. Easdaq od początku funkcjonowania był pomyślany jako paneuropejski rynek, mający ujednolicone regulacje, w tym przepisy o dopuszczaniu spółek na giełdy, a także w zakresie kliringu i rozliczeń. Siedzibą firmy jest Bruksela. Easdaq jest pomyślany jako odpowiednik amerykańskiego Nasdaq, dla szybko rosnących spółek *high-tech*. Euro.NM. jest sojuszem giełd o małej kapitalizacji, utworzonych przez narodowe, tradycyjne parkiety europejskie dla spółek *high-tech*. Obejmuje on między innymi: niemiecki Neuer Markt, francuski Nouveau Marche oraz podobne „nowe rynki” w Mediolanie, Brukseli i Amsterdamzie.

Euro.NM zrzesza segmenty poszczególnych rynków narodowych, oferując wspólną platformę obrotu akcjami, dającą brokerom i inwestorom łatwy dostęp i możliwość zawierania transakcji na wszystkich rodzimych rynkach. Jest nastawiony na inwestorów detalicznych - w przeciwieństwie do Easdaq, który liczy bardziej na inwestorów instytucjonalnych. W czerwcu bieżącego roku rozpoczęto handel na nowym europejskim rynku akcji - NASDAQ Europe, który powstał w wyniku zakupu 58% akcji brukselskiej giełdy EASDAQ. Przedsięwzięcie to ma służyć realizacji najważniejszego punktu strategii amerykańskiego parkietu, tj. budowie ogólnoswiatowego rynku elektronicznego, na którym obrót akcjami trwać będzie 24 godziny na dobę, przenosząc się z kontynentu na kontynent. NASDAQ Europe nie jest pierwszą mutacją amerykańskiej megagiełdy, ponieważ od połowy 2000 r. NASDAQ - wspólnie z japońskim funduszem Softbank i biurami maklerskimi - powołał rynek NASDAQ Japan. NASDAQ Europe to kolejna giełda, która aspiruje do miana paneuropejskiego rynku akcji. Będzie on poważnym konkurentem dla innych projektów europejskich, takich jak Euronext, elektroniczny rynek Jiway (należący do szwedzkiej OM Gruppen i Morgan Stanley Dean Witter) czy Virt-X, tworzony przez giełdę szwajcarską i brytyjską spółkę Tradepoint Financial Networks dla największych narodowych giełd w Europie, takich jak Deutsche Börse czy London Stock Exchange. Z firm notowanych na NASDAQ Europe około 75% jest notowanych obecnie również na NASDAQ. W przedsięwzięcie to zainwestowało osiem czołowych instytucji, do których

należą: jeden z największych amerykańskich market-makers Bernard L. Madoff, francuski bank BNP Paribas, belgijski Fortis Bank, hiszpański Santander Central Hispano, Credit Suisse First Boston, Schroder Salomon Smith Barney, Lehman Brothers i Goldman Sachs. Drugim co do wielkości udziałowcem belgijskiego rynku jest największy marketmaker na NASDAQ - Knight Trading Group. Zaawansowane plany tworzenia globalnego rynku akcji przedstawiła NYSE, pod nazwą Global Equity Market (GEM). W sprawie stworzenia GEM porozumiały się z NYSE - giełda z Toronto, giełda w Sydney, giełda w Sao Paulo oraz giełda meksykańska. Do porozumienia najprawdopodobniej przystąpi giełda w Hongkongu oraz Euronext.

Tendencją obserwowaną obecnie w Europie Zachodniej i na całym świecie jest upublicznianie giełd. Pierwsza uczyniła to giełda sztokholmska. Podobne plany zrealizowały: giełda australijska Hellenic Exchange, Singapore Stock Exchange i wiele innych. Największe giełdy europejskie zadebiutowały w 2001 r. na własnych parkietach. Można spytać, skąd taki nagły pęd giełd na rynek publiczny? Odpowiedzią jest - być może - to, że na naszych oczach dokonuje się zmiana filozofii działania giełd. Dotychczas ich głównym celem było ułatwianie handlu papierami wartościowymi i zapewnienie firmom dostępu do pieniędzy inwestorów. Obecnie giełdy stają się normalnymi przedsiębiorstwami nastawianymi na zyski i działającymi na bardzo konkurencyjnym rynku. Dążąc do spełnienia nowych wymogów, muszą zapewnić uczestnikom rynku jak najlepsze warunki: wysoką płynność i łatwość obrotu, a także niskie opłaty. Wymaga to ogromnych nakładów. Giełdy - dotychczas zamknięte dla inwestorów z zewnątrz - sprzedają swoje akcje na rynku publicznym, a zdobyty w ten sposób kapitał wykorzystują do wzmacniania pozycji na konsolidującym się rynku. Zanik granic i swoboda przepływu emitentów sprawiają, że konkurencja między giełdami jest coraz większa. Aby zachować swą pozycję, muszą zawierać ponadnarodowe sojusze. Upublicznienie wydaje się najprostszym sposobem na powstanie związków kapitałowych.

W wyniku postępującej integracji i globalizacji głównych parkietów europejskich warszawska Giełda Papierów Wartościowych podjęła starania, mające na celu zwiększenie współpracy z głównymi giełdami Europy. Podpisano porozumienia o współpracy GPW z giełdami londyńską i paryską. GPW stara się włączyć w proces globalizacji rynków finansowych. Zaczęto obawiać się sytuacji, w której największe i najatrakcyjniejsze polskie firmy mogłyby być notowane wyłącznie poza granicami kraju. Wcześniejsza umowa GPW z giełdą paryską jest znacznie szersza niż umowa z London Stock Exchange. W czerwcu 1996 r. dokonano zmiany statusu GPW, umożliwiającej jej przyszłą prywatyzację. W 2000 r. GPW wprowadziła nowy system giełdowy Warset, oparty na rozwiązaniach funkcjonujących na

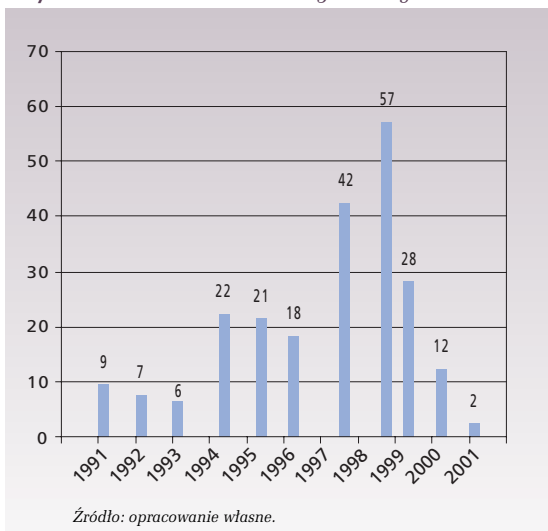
Euronexcie. Zdaniem wielu zagranicznych ekspertów, GPW powszechnie uznawana jest za rynek najwyższej jakości - zarówno w skali europejskiej, jak i światowej. Świadczy o tym sposób zarządzania, staranny nadzór Komisji Papierów Wartościowych i Giełd i jej całkowita apolityczność. Podpisanie przez GPW porozumienia z Euronextem o wzajemnym członkostwie tych rynków oznacza, że na obu parkietach będzie można handlować notowanymi tam papierami, korzystając wyłącznie z pośrednictwa jednego domu maklerskiego. Porozumienie to nie obejmuje jednak żadnych powiązań kapitałowych. Rozwiązanie to jest podobne do podpisanej niedawno umowy między Euronextem a giełdą w Helsinkach. Nie przewiduje ona żadnej wymiany akcji między Warszawą a sojuszem giełd: paryskiej, brukselskiej i amsterdamskiej. Porozumienie o wzajemnym członkostwie oznacza, że papiery spółek będące przedmiotem handlu będą nadal notowane na ich rodzimych rynkach.

Coraz więcej giełd regionalnych, podążając za tendencjami światowymi, zamierza wprowadzić swoje akcje do obrotu publicznego. Wydaje się, że - zgodnie z tymi tendencjami - zostanie uwzględniona propozycja prywatyzacji GPW poprzez ofertę publiczną. Pozwoli ona nabyć akcje drobnym inwestorom i z pewnością przyczyni się do popularyzacji giełdy oraz inwestowania w instrumenty rynku kapitałowego. Warto przypomnieć, że nadal 98% akcji znajduje się w rękach Skarbu Państwa. Dopiero zejście największego inwestora poniżej 50% umożliwi dzielenie zysku między akcjonariuszy. Jeśli chodzi o kwestię, czy najpierw partner strategiczny, czy prywatyzacja - odpowiedź należy przemyśleć, ponieważ niektóre z możliwych scenariuszy będą nieodwracalne. Nie ma przy tym wątpliwości, że giełdę trzeba odpaństwić. Decyzja o prywatyzacji GPW powinna być podejmowana w imię strategicznego interesu całego rynku kapitałowego i gospodarki. Warto

odpowiedzieć na pytania: dokąd zmierza warszawska giełda, jaka jest przyszłość polskiego rynku kapitałowego i GPW, jaki powinien być rynek kapitałowy i jakie funkcje powinna pełnić giełda. Z perspektywy dziesięciu lat istnienia warszawskiej giełdy widać, jaką drogę przebył rodzimy rynek kapitałowy. Kierując się jednym z najważniejszych kryteriów - liczbą debiutów - można zaobserwować, jak GPW rosła i nabierała znaczenia. Z roku na rok przybywało spółek, także prywatyzowanych przez Skarb Państwa. Rok 1998 był, jak dotychczas, rekordowy pod tym względem: zanotowano 57 debiutów. Rok 2000 i 2001 to zapaść, jeśli chodzi o liczbę chętnych na pozyskanie kapitału z giełdy.

Można postawić tezę, że polski rynek znalazł się na rozdrożu. Na początku transformacji został zaprojektowany jako platforma prywatyzacji i tę funkcję pełnił w pierwszym okresie zmian ustrojowych. Porównując polski rynek kapitałowy ze standardami europejskimi i światowymi, można stwierdzić, że nie wykształciły się u nas jego podstawowe funkcje, które gdzie indziej ewoluowały przez dziesiątki lat, a mianowicie funkcja alokacji kapitału i zasilania przedsiębiorstw. Myślę, że warto oddzielić rozważania nad strukturą kapitałową GPW w Warszawie od aliansów strategicznych. Należy przy tym pamiętać, że alianse strategiczne tworzą wspólną płaszczyznę obrotu. Struktura kapitałowa niekoniecznie musi odwzorowywać warunki tworzenia wspólnej płaszczyzny obrotu. Jednocześnie nie należy karmić się złudzeniami, że zmieni się strukturę własnościową giełdy sprzedając duży pakiet innej giełdzie i wszystkie problemy zostaną rozwiązane. Oczywiście tak się nie stanie. Giełdy kupują inne giełdy po to, żeby stworzyć wspólny system obrotu i rozliczeń, zmniejszyć koszty i zwiększyć płynność obrotu. Warto pamiętać o przykładzie Euronextu - wspólnej platformy obrotu giełd paryskiej, amsterdamskiej i brukselskiej. Należy negocjować tak dobre warunki, jakie ma choćby giełda w Brukseli. Jest to dla naszego parkietu niezwykle istotne. Niekoniecznie musi się wiązać ze strukturą kapitałową spółki prowadzącej giełdę. Warto także zastanowić się, czy i w jaki sposób wspólna platforma handlu i rozliczeń będzie sprzyjała poszerzeniu oferty GPW - np. poprzez *cross-listing* i harmonizację wymagań w stosunku do emitentów. Czy będzie sprzyjała poszerzeniu bazy inwestorów, np. poprzez dostęp do inwestorów zagranicznych, którym łatwiej korzystać z jednego systemu handlu? Czy osiągnie się redukcję kosztów poprzez dostęp (tzw. *cross access*) do wspólnych systemów rozliczeniowych? Jeśli oferta produktowa zostanie poszerzona, to zwiększy się dostęp do inwestorów. Jeżeli zaś koszty ulegną obniżeniu, to włączenie się do wspólnej platformy handlu i rozliczeń będzie w pełni uzasadnione. W przypadku prywatyzacji sprawa wydaje się bardziej skomplikowana, ponieważ dotyczy zagadnienia *cross-membership*, czyli określenia (mniej lub bardziej krzyżowych) powiązań kapitałowych między

Wykres 2 Liczba debiutów giełdowych od 1991 r.



giełdami w jednym z aliansów europejskich. Moim zdaniem, najpierw należy określić koncepcję rozwoju rynku kapitałowego i dopiero na niej budować wspólną platformę handlu i rozliczeń. Jeśli jest to możliwe, trzeba oddzielić ten kierunek od kwestii prywatyzacji giełdy. Prywatyzacja giełdy być może nie jest wcale warunkiem koniecznym uczestniczenia we wspólnej platformie.

Na koniec warto przedstawić uproszczoną strukturę rynku kapitałowego w USA i Europie. W USA rynek kasowy jest oddzielony od rynku terminowego i prawdziwym wyzwaniem jest konsolidacja między tymi rynkami. W Europie sytuacja jest inna: rynki i giełdy są stosunkowo małe, następuje większa koncentracja pionowa między rynkami kasowymi i terminowymi. Powiązania między poszczególnymi rynkami kapitałowymi są ubogie i stąd wynika obecna tendencja do zawierania sojuszy strategicznych między poszczególnymi rynkami. Nie wszystkie sojusze są jednak oparte na wspomnianym *cross-membership*, czyli krzyżowych powiązaniach własnościowych. Przykładem tego typu powiązań jest z pewnością Euronext, ale np. giełda irlandzka korzysta z platformy niemieckiej XETRA bez krzyżowych powiązań kapitałowych. Istotne jest to, aby polski rynek kapitałowy był atrakcyjny. Należy więc podejmować wszelkie starania na rzecz zwiększenia tej atrakcyjności, w tym m.in. poprzez wejście w sojusze strategiczne giełd.

Centralne instytucje rynków kapitałowych w świetle procesów integracji

Najważniejszymi czynnikami wpływającymi na rozwój rynków kapitałowych są:

- liberalizacja i deregulacja krajowych systemów finansowych,
- zmiany technologiczne,
- zanikanie granic między poszczególnymi segmentami rynku finansowego,
- powstawanie konglomeratów finansowych, nowych produktów i usług oraz nowych kanałów ich dystrybucji,
- działanie transgraniczne i integracja instytucji rynku kapitałowego (giełd, pośredników finansowych, inwestorów, izb depozytowo-rozliczeniowych).

Dla sprawnego funkcjonowania integrujących się rynków finansowych niezbędne są zarówno krajowe, jak i międzynarodowe instytucje sprawujące nadzór nad rynkami kapitałowymi. Najważniejsze z nich to:

Unia Europejska wydaje dyrektywy ustanawiające wspólny rynek kapitałowy, np. wspólne uznawanie prospektów, dopasowanie zasad obrotu i ochrony inwestorów, harmonizacja warunków świadczenia usług inwestycyjnych.

FESCO - Europejskie Forum Komisji Papierów Wartościowych. Rozwija europejskie regulacje w zakresie jednolitej licencji dla firm inwestycyjnych, prospektów emisyjnych czy definicji przestępstw giełdowych.

IOSCO - Międzynarodowa Organizacja Komisji Papierów Wartościowych. Tworzy standardy organizacji i funkcjonowania rynków kapitałowych, forum wymiany doświadczeń i współpracy w zakresie kontroli i nadzoru.

Krajowe instytucje nadzorcze. Wprowadzają dyrektywy i międzynarodowe standardy, ustanawiają regulacje krajowe, zawierają wzajemne porozumienia o współpracy i wymianie informacji między krajami MoU (Memoranda of Understanding).

Kierunkiem działania ww. instytucji nadzorujących rynki kapitałowe powinno być zapewnienie swobody przepływu kapitału i świadczenia usług. Przejawia się to w koordynacji i uściśleniu zakresu obowiązków informacyjnych, harmonizacji zasad bezpieczeństwa obrotu i ochrony inwestorów oraz ujednoliceniu warunków świadczenia usług inwestycyjnych, jak również rozwijaniu regulacji zgodnie z międzynarodowymi standardami i zmianami zachodzącymi na rynkach kapitałowych. Instytucje nadzorujące rynki powinny dążyć do unikania możliwości arbitrażu regulacyjnego, ujednolicenia zakresu kompetencji i efektywności działania organów nadzorczych. Istotnym zadaniem instytucji nadzorczych jest współpraca krajowych i międzynarodowych organów w zakresie licencjonowania, nadzoru i egzekwowania prawa.

Ostatnio na rozwój rynku mają duży wpływ następujące inicjatywy:

- **Grupa A. Lamfalussy'ego** - rekomendacje dotyczące dalszego rozwoju i integracji unijnych rynków kapitałowych,
- **Europejska Komisja Papierów Wartościowych** - przyspieszanie opracowywania jednolitych regulacji prawnych na szczeblu Unii Europejskiej,
- **Plan Rozwoju Usług Finansowych (FSAP)** - rozwój europejskiego wspólnego rynku usług finansowych,
- **IOSCO, FESCO, MoU, inicjatywy regionalne - Grupa Konsultacyjna** - wypracowywanie standardów, regulacji, wymiana informacji i doświadczeń.

Poprawa warunków rozwoju gospodarczego, a zwłaszcza czerpanie przez całą gospodarkę większych korzyści z integracji z Unią Europejską, wymaga stworzenia odpowiednich warunków rozwoju sektora finansowego. Ważne jest przy tym, by rosnący rynek finansowy miał zdrowe podstawy instytucjonalne, gdyż inaczej może stać się zagrożeniem dla stabilności gospodarki. Zmiany zachodzące w Polsce w latach 90. dały początek nowej strukturze rynku finansowego. Obecnie nadzór nad rynkiem finansowym w naszym kraju jest, moim zdaniem, nadmiernie rozbudowany, co powoduje brak jasno sprecyzowanej odpowiedzialności. Istnieją instytucje ściśle powołane do sprawowania nadzoru nad poszczególnymi elementami rynku. Są to:

– **Komisja Papierów Wartościowych i Giełd** - sprawuje nadzór nad publicznym rynkiem papierów wartościowych oraz nad rynkiem towarowym;

– **Komisja Nadzoru Bankowego** - zajmuje się kontrolą sektora bankowego; przewodniczący KPWiG jest członkiem KNB, na skutek podpisanego porozumienia o współpracy KNB przekazuje KPWiG informacje niezbędne do wykonywania zadań z zakresu nadzoru nad przestrzeganiem prawa i zasad uczciwego obrotu na rynku papierów wartościowych;

– **Urząd Nadzoru nad Funduszami Emerytalnymi** - nadzoruje fundusze emerytalne, współpracuje z KPWiG w zakresie działalności funduszy emerytalnych oraz pracowniczych programów emerytalnych;

– **Państwowy Urząd Nadzoru Ubezpieczeń** - sprawuje nadzór nad zakładami ubezpieczeniowymi, współpracując z KPWiG w zakresie działalności i sytuacji finansowej zakładów ubezpieczeń notowanych na giełdzie lub na rynku pozagiełdowym.

Z KPWiG współpracują również takie instytucje, jak: **Główny Inspektorat Informacji Finansowej, Urząd Ochrony Państwa i Prokuratura**.

Zestawienie to pokazuje, że przeciętna duża grupa finansowa w Polsce ma do czynienia z wieloma niezależnymi instytucjami nadzoru finansowego. Wielość nadzorców oraz brak wystarczającej koordynacji i współpracy oznaczają większe koszty dla nadzorowanych instytucji, a także mniejsze bezpieczeństwo systemu finansowego. Większe koszty wynikają z konieczności całkowicie niezależnego i nieskoordynowanego raportowania do różnych nadzorców oraz respektowania ich niespójnych wymagań. Mniejsze bezpieczeństwo jest skutkiem tego, że nadzorcy patrząc na wycinki działania grupy finansowej mogą przeoczyć istotne ryzyka związane z działalnością w obszarach nadzorowanych przez inne instytucje nadzorcze. Ponadto, zdolność instytucji nadzorczych do współpracy wydaje się ograniczona. Dlatego celowa jest integracja tych nadzorów w ramach jednej instytucji, przy zachowaniu odrębności wewnętrznych jednostek organizacyjnych, które będą się specjalizowały w poszczególnych segmentach rynku. Konsolidacji instytucji nadzoru nad sektorem finansowym należy dokonywać rozważnie. Instytucje skonolidowanego nadzoru nad sektorem finansowym działają od dziesięciu lat lub dłużej, w trzech krajach skandynawskich (Danii, Norwegii i Szwecji), a w ostatnich latach zostały powołane w Wielkiej Brytanii i na Węgrzech. Ważne jest oczywiście, aby zachować niezależność, apolityczność i profesjonalizm nadzoru.

Procesy integracyjne związane z przystąpieniem Polski do Unii Europejskiej wymuszają dostosowanie polskich regulacji rynku kapitałowego do dyrektyw Unii. Należy zaznaczyć, że polskie przepisy ustawowe są w pełni zgodne z dyrektywami Unii Europejskiej regulującymi rynek papierów wartościowych. Stopniowo podejmuje się również działania mające na celu ochronę

inwestorów. Przepisy związane z wprowadzeniem wspólnego rynku, np. zasada jednolitej licencji czy wzajemne uznawanie otwartych funduszy inwestycyjnych, wejdą w życie w momencie przystąpienia Polski do Unii Europejskiej.

W celu dostosowania prawodawstwa znowelizowano:

– ustawę o funduszach inwestycyjnych, co oznacza wzajemne uznawanie otwartych funduszy inwestycyjnych,

– ustawę Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi - m.in. w celu wzajemnego uznawania prospektów, wprowadzenia jednolitej licencji dla domów maklerskich, ujednolicenia poziomu ochrony, wprowadzenia segmentacji rynku,

– ustawę o obligacjach, ustawę o rachunkowości; uchwalono Kodeks spółek handlowych.

Ostatnie nowelizacje ustawy Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi były zgodne z zaleceniami komisji prawa europejskiego, działania koncentrowano więc przede wszystkim na dyrektywach unijnych. W nowym projekcie tej nowelizacji trzeba będzie uregulować kwestię nabywania znacznych pakietów akcji i - co się z tym wiąże - przejmowania spółek. Chodzi w szczególności o przejmowanie firm, gwarantowanie należytej premii dla mniejszościowych akcjonariuszy przez tych, którzy przejmują kontrolę. Konieczne jest zbadanie obrotu papierami wartościowymi pochodzącymi z rynku pieniężnego. Do szans i zagrożeń rozwoju procesów integracyjnych możemy zaliczyć m.in. krajowy i transgraniczny arbitraż regulacyjny związany z: różnymi kompetencjami prawodawczymi organów nadzorczych w poszczególnych krajach, różną siłą egzekwowania prawa, różnym podziałem kompetencji między regulatorami państwowymi i stowarzyszeniami samoregulacyjnymi oraz różnym zakresem doświadczeń regulatorów, jak i też różnym umiejscowieniem instytucji nadzorczych. Za rozwojem dużych i złożonych grup finansowych nie nadążają regulacje krajowe i międzynarodowe. Innym wyzwaniem i zagrożeniem może stać się rozwój nowych produktów i usług oraz kanałów ich dystrybucji nieuregulowanych przepisami ostrożnościowymi, a także rozwój podmiotów prowadzących działalność transgraniczną wymykającą się organom nadzorczym zainteresowanych krajów.

Działania Komisji Papierów Wartościowych i Giełd - zmierzające do zmniejszenia zagrożeń i jak najlepszego wykorzystania szans, które niesie integracja - wiążą się z międzynarodową współpracą Komisji w ramach:

• IOSCO. Komisja jest członkiem Komitetu Rynków Rozwijających się w IOSCO, w ramach którego kieruje Grupą Roboczą Nr 4. Zajmuje się nadzorem nad przestrzeganiem prawa i wymianą informacji.

• FESCO. W latach 1998-2000 Przewodniczący KPWiG uczestniczył w pracach FESCO jako obserwator

z racji pełnienia funkcji Przewodniczącego Europejskiego Komitetu Regionalnego IOSCO. Pod koniec maja KPWIG przyczyniła się do powstania Grupy Konsultacyjnej, w której skład wchodzi instytucje nadzorujące rynki w państwach kandydujących do UE w celu współpracy w procesie integracji.

- Program PHARE - współpraca z Francuską Komisją Papierów Wartościowych (COB) w celu przygotowania polskiego rynku kapitałowego do wprowadzenia regulacji UE.

Można zapytać, jaka będzie rola KPWIG po nieuniknionej integracji warszawskiej giełdy z którymś z rynków zagranicznych. Wydaje się, iż nie będzie istotnych różnic w stosunku do obecnej działalności w Komisji, jest ona bowiem powołana do tego, aby utrzymywać bezpieczeństwo i przejrzystość rynku. Na pewno intensywniej będzie współpracować z komisjami z poszczególnych krajów w przekazywaniu informacji i ściganiu przestępstw. Podpisane są już porozumienia o współpracy międzynarodowej. Wymaga to dużej unifikacji przepisów, co w Unii jeszcze nie nastąpiło. Są pewne wspólne dyrektywy, ale rozwiązania na poziomie poszczególnych krajów wciąż nie są jednolite. Prace nad unifikacją ciągle jednak trwają. Innowacje finansowe są główną siłą napędową rynków finansowych, bo to właśnie one zwiększają ich efektywność. Z drugiej jednak strony mogą powodować różne zagrożenia. Maksymalizacja korzyści wynikających z innowacji finansowych i minimalizacja ryzyka związanego z innowacjami w dużym stopniu zależą od wiedzy i umiejętności uczestników rynku finansowego. Nie sposób zignorować zjawiska konsolidowania się rynków finansowych na świecie, nieuniknione jest więc powstanie w bliskiej

perspektywie jednego paneuropejskiego rynku. Przystąpienie Polski do Unii Europejskiej w niedalekiej przyszłości wymusza konieczność dostosowywania polskich przepisów oraz instytucji związanych z funkcjonowaniem rynku. Obecna konsolidacja na świecie może doprowadzić do podziału na bogatych i biednych. Niezbędna jest więc szybka integracja, aby polski rynek mógł włączyć się w główny nurt zachodzących procesów. Wiele jest jeszcze wyzwań, które należy podjąć, lecz jednym z najistotniejszych, a w Polsce dopiero od niedawna dostrzeganych jest kultura i ład korporacyjny.

Nowe technologie informatyczne i ich wpływ na funkcjonowanie i strategię giełd

Nasilanie się konkurencji, wpływające na marże zysku pośredników, sprawia, że nowe technologie mają nową rolę do odegrania. Jeszcze na początku lat 90. pracownicy giełd utrzymywali, że jest bardzo mało prawdopodobne, aby w dającej się przewidzieć przyszłości nowe technologie zapewniły poziom płynności gwarantujący konkurencyjność wobec systemów parkietowych. Jednak już w 1997 r. wielkość obrotu na DTB, elektronicznej giełdzie derywatów Deutsche Börse, osiągnęła poziom aktywności Matif (giełda paryska). Obecnie - w czasach coraz łatwiejszego dostępu do informacji, analiz rynkowych i upowszechniania składania zleceń za pomocą internetu - giełdy mogą przestać być potrzebne globalnym inwestorom. Obracające ogromnymi kapitałami fundusze inwestycyjne czy emerytalne, a nawet potężne spółki wolą współpracować między sobą i w ten sposób zawierać transakcje, bez pośrednictwa parkietu. Prowa-

Tabela 1 Typy alternatywnych systemów obrotu

Typ systemu ATS	Najważniejsze cechy systemu	Przykłady
System notowań ciągłych – kierowany zleceniami	Publiczna książka zleceń Zlecenia z limitem i zlecenia rynkowe wykonywane automatycznie zgodnie z priorytetem ceny i czasu	Instinet Bloomberg Island
System notowań jednolitych – kierowany zleceniami	Wszystkie otrzymane zlecenia z limitem i zlecenia po cenie otwarcia przetwarzane łącznie Algorytm oblicza jednolity kurs waloru maksymalizujący wartość obrotu	Optimark
System dealerski (kierowany ceną).	System wyświetla kwotowania dealera Automatyczne wykonanie zleceń po kursie kwotowanym	MTS – France
System krosujący	Plik zleceń rynkowych System kojarzy zlecenia po ustalonej cenie benchmarku	POSIT E-Crossnet
BBS	System wyświetla wezwanie do składania ofert Informuje o przyjęciu oferty	Webstock Tradecross

Źródło: FESCO, wrzesień 2000.

Tabela 2 Udział ECN-ów w obrocie akcjami notowanymi na NASDAQ (w %)

ECN	Wartość obrotu (kwiecień 2001)	Liczba transakcji (kwiecień 2001)
Instinet	15,20	12,10
Island	9,80	16,00
Redi-Book	4,40	5,40
Archipelago	2,10	2,40
B-Trade	1,70	1,80
Brut	1,60	2,30
NexTrade	0,00	0,10
Attain	0,00	0,00
RAZEM	34,80	40,10

Źródło: NASDAQ, czerwiec 2001.

dzi to do demonopolizacji obrotu na rzecz brokerów i inwestorów. Rosnąca konkurencja quasi-rynków i powstawanie nowych giełd elektronicznych spowodują wzrost zagrożenia ze strony niewielkich, ale dysponujących nieporównywalnie większymi możliwościami firm.

Wpływ zmian technologicznych na funkcjonowanie giełd można oznaczać pojawienie się wyzwań towarzyszących nowym technologiom. Wiąże się to z ryzykiem marginalizacji giełd narodowych i konkurencją ze strony alternatywnych systemów obrotu (Alternative Trading System - ATS). Zmiany technologiczne powodują podejmowanie nowych inicjatyw strategicznych do których możemy zaliczyć rozszerzanie zakresu usług, działania integracyjne, alianse strategiczne. Alternatywny system obrotu to instytucja, która - nie podlegając uregulowaniom giełdowym - jest operatorem automatycznego systemu, kojarzącego popyt i podaż wewnątrz tego systemu i zgodnie z regułami ustanowionymi przez operatora systemu, doprowadzając do zawarcia nieodwołalnych kontraktów.

Główną zaletą ATS są niskie ceny oraz kompletność w stosunku do usług oferowanych przez giełdy: handel po godzinach funkcjonowania giełd, a także stworzenie platformy obrotu dla akcji niedopuszczonych do rynku regulowanego. Ryzyka związane z działalnością ATS-ów to: fragmentacja obrotu, procedury dopuszczeniowe, zawodność systemu, ograniczenia

w równym dostępie, konflikt interesów, niewystarczające zasoby finansowe organizatora lub uczestnika rynku.

Warto zapytać, jakie są cechy nowoczesnego systemu giełdowego, jaki wpływ na strategię giełd mają zmiany technologiczne, jaka będzie giełda jutro. W 2000 r. giełda - po długim okresie przygotowań - uruchomiła nowy system giełdowy: WARSET. System ten ma wiele kanałów składania zleceń, daje możliwość automatycznego przetwarzania dyspozycji składanych przez internet i umożliwia pojedynczym punktom dostęp do wielu rynków giełdowych. WARSET jako platforma transakcyjna pozwala uzyskać niezawodność i wysoką wydajność systemu transakcyjnego.

Z analizy zmian zachodzących na światowych parkietach wynika, że nie w przyszłości, ale już dziś pozycja każdej z giełd na rynku w bardzo dużym stopniu zależy od jej struktury własnościowej i zaangażowania technicznego. Procesy konsolidacji rynków, jak było do przewidzenia, nie przebiegają bezkolizyjnie. W znacznej mierze wynika to stąd, że niektóre z nich mają trudności z zaakceptowaniem zachodzących zmian. Pojawiają się głosy, że polski rynek jest już spóźniony, jeśli chodzi o poszukiwanie inwestora strategicznego dla Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie i wejście dzięki temu do struktury giełd europejskich. Powinniśmy podejmować działania, aby nie utracić pozycji lidera giełdy w Europie Środkowo-Wschodniej.

Tabela 3 Alianse strategiczne – technologia

Typ aliansu	Jeden standard dostępu	To samo oprogramowanie aplikacyjne	Jeden centralny komputer
Wspólny interfejs elektroniczny	+	–	–
Paneuropejski rynek blue-chips (blue-chips / pozostałe)	+/-	+/-	+/-
Sieć giełd	+	+	–
Megagiełda	+	+	+

Źródło: opracowanie własne.

LITERATURA

1. A. Adamski: *Dokąd zmierza warszawski parkiet?* „Home&Market”, kwiecień 2001 r.
2. S. Kawalec: *Wyzwania przed polskim sektorem bankowym w perspektywie integracji z UE*. „Bank”, styczeń 2001 r.
3. S. Konieczny: *Nic nie zatrzyma konsolidacji*. „Rynek Kapitałowy”, kwiecień 2001 r.
4. Ł. Korycki: *NASDAQ Europe*. „Parkiet” nr 110/2001.
5. A. Lamfalussy: *The Globalization of Financial Markets*. Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review. March 2000
6. L. Paga.: *Trends for Financial Markets*. II Międzynarodowa Konferencja, Warszawa, czerwiec 2001 r.
7. J. Socha: *Dzięki nam giełda jest bezpieczna*. „Home&Market”, czerwiec 2001 r.
8. J. Socha: *Rola centralnych instytucji rynków kapitałowych*. II Międzynarodowa Konferencja, Warszawa, czerwiec 2001 r.
9. J.K. Solarz: *Wpływ wprowadzenia euro na światowy rynek finansowy*. IV Zachodniopomorskie Forum Finanse '99, Szczecin, kwiecień 1999 r.
10. A. Zorska: *Ku globalizacji ?* Warszawa 1998 Wydawnictwo Naukowe PWN.

Dlaczego Zjednoczona Europa nie chce efektywnego rynku kapitałowego

Rafał Walkiewicz

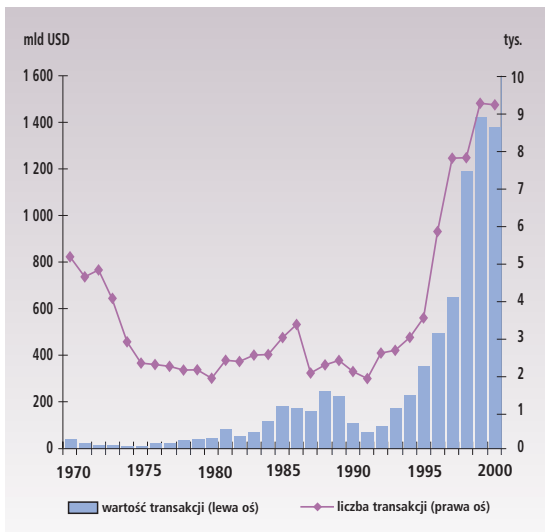
Aktywność na rynkach fuzji i przejęć na świecie w ostatnich latach znacznie wzrasta. Nie dotyczy to już tylko krajów o tradycyjnie prorynkowym systemie finansowym, takich jak Stany Zjednoczone, ale także gospodarek tradycyjnie probankowych, jak na przykład niemiecka. Pojawia się także coraz więcej transakcji międzynarodowych. Najlepszym przykładem popularności transakcji fuzji i przejęć jest rynek amerykański. Podczas fali przejęć finansowanych obligacjami śmieciowymi w pierwszej połowie lat osiemdziesiątych

wydawało się, że wielkość rynku osiągnęła maksimum, które długo nie zostanie przekroczone. Tak jednak nie jest. Jak pokazuje wykres 1, lokalne minimum z 1988 r., wynoszące 247 mld USD, zostało już wielokrotnie pobite.

W 2000 r.¹ zrealizowano ponad czterokrotnie więcej transakcji niż w 1989 r. Wartość transakcji wzrosła do 1.381 mld USD. Obserwowane wzrosty mają raczej stabilny charakter, stąd trudno twierdzić, że olbrzymi -

¹ Dane Mergerstat, Inc. na 18 grudnia 2000 r.

Wykres 1 *Rozwój rynku fuzji i przejęć w Stanach Zjednoczonych w latach 1970-2000**



* Łączna wartość transakcji została obliczona jako cena kapitału oferowanego we wszystkich transakcjach (cena kapitału oznacza cenę zapłaconą właścicielom celu przejęcia; mogą składać się na nią: gotówka, akcje, obligacje zamienne, akcje uprzywilejowane, warianty, opcje, aporty i przyrzeczenia przyszłej zapłaty).

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z serwera Mergerstat, Inc.

wynoszący średnio 40% rocznie - wzrost rynku jest wynikiem kilku przypadkowych transakcji. Zwiększa się także rola przedsiębiorstw, inwestorów strategicznych na rynku przejęć. Odsetek transakcji przeprowadzonych przez inwestorów strategicznych zwiększył się między 1996 r. a 1998 r. z 46% do 54%.

Dane te potwierdzają skuteczność modelu, w którym presja fuzji i przejęć jest jednym z determinantów zachowań menedżerów przedsiębiorstw.

Presja fuzji i przejęć

Presja fuzji i przejęć jest swego rodzaju mechanizmem kontroli, którą siły rynku sprawują nad menedżerami przedsiębiorstwa notowanego na giełdzie, w szczególności w przypadku, gdy akcjonariat przedsiębiorstwa jest mocno rozdrobniony. Rynek spełnia tu funkcję podobną do banku, który kredytując przedsiębiorstwo lub nabywając jego akcje bądź udziały, dyscyplinuje działalność jego menedżerów. W krajach o małym znaczeniu rynków finansowych w gospodarce banki, będąc dla przedsiębiorstwa zarówno źródłem finansowania długiem, jak i kapitałem, odgrywają znaczącą rolę w wyborze i realizacji strategii rozwoju przedsiębiorstwa. Poza pełnieniem funkcji pośrednika w transporcie kapitału, instytucje świadczące usługi depozytowe i kredytowe, pośrednio lub bezpośrednio, oddziałują na dynamikę i kierunki rozwoju przedsiębiorstw. Oddziaływanie pośrednie polega na znacznej roli pośrednika w procesie przyznawania środków kredytowych. Bank decydując o przyznaniu -

bądź nie - kredytu przedsiębiorstwu, pośrednio decyduje o tym, czy będzie ono mogło funkcjonować finansując niedobór płynności, czy też rozwijać się finansując na przykład projekt inwestycyjny. Oddziaływanie bezpośrednie wiąże się z zajmowaniem przez pośredników finansowych znacznych pozycji w kapitałach przedsiębiorstw. Bank, będąc właścicielem całości lub części przedsiębiorstwa, wykorzystując przysługujące mu prawa korporacyjne, wpływa na zarządzanie przedsiębiorstwem. Często zdarza się także, że oddziaływanie pośrednie i bezpośrednie przenikają się. Bank będący właścicielem przedsiębiorstwa jest narażony na swego rodzaju konflikt interesów, wiążący się ze skłonnością do finansowania w pierwszej kolejności firm, w których jest zaangażowany kapitałowo, to jest przed pozostałymi klientami. W wyniku tych zjawisk z oferowaniem na rynku tradycyjnych produktów bankowych wiąże się także funkcja swego rodzaju dyscyplinowania podmiotów gospodarczych. Instytucja finansowa, oferując tradycyjne produkty bankowe, w pewien sposób kieruje rozwojem gospodarki. Proces zastępowania tradycyjnych produktów bankowych, takich jak: kredyty, depozyty czy rozliczenia, produktami rynków finansowych i nowej ekonomii prowadzi do osłabienia wpływów podmiotów świadczących tradycyjne usługi bankowe w gospodarce. Funkcję dyscyplinowania podmiotów gospodarczych przejmuje rynek finansowy, w szczególności kapitałowy. W rezultacie pośrednicy i inne podmioty funkcjonujące na tym rynku oddziałują na kierunek rozwoju przedsiębiorstw oraz dyscyplinują użytkowników kapitału.

W gospodarkach o znacznym udziale rynku kapitałowego w finansowaniu przedsięwzięć inwestycyjnych, a takich gospodarek jest coraz więcej², dyscyplinowanie podmiotów gospodarczych przejmują siły rynku i odbywa się ono właśnie poprzez presję fuzji i przejęć. Pośredni i bezpośredni wpływ na działalność przedsiębiorstw jest przejmowany od banków przez rynki finansowe, a dokładniej ich uczestników, w szczególności przez instytucje wspólnego inwestowania, kontrolujące coraz większą część aktywów będących przedmiotem obrotu na rynkach finansowych. Jeżeli akcjonariat przedsiębiorstwa jest rozdrobniony, to żaden z akcjonariuszy nie może samodzielnie oddziaływać na jego politykę. Przy znacznym rozdrobnieniu porozumienie się akcjonariuszy jest często technicznie niemożliwe. W przypadku mniejszego rozdrobnienia często zdarza się, że skonfliktowani akcjonariusze nie potrafią ze sobą współpracować. W obydwu przypadkach dochodzi do sytuacji, w której faktyczną kontrolę korporacyjną nad spółką przejmuje zarząd. Jeżeli dodatkowo statut danej spółki jest skomplikowany i pozwala na przejęcie kontroli nad nią posiadaczowi stosunkowo małego pakietu akcji lub posiadacze akcji wzajemnie się blokują, to właśnie zarząd zostaje poddany swego rodzaju konfliktowi interesów.

² R. Walkiewicz: *Bankowość inwestycyjna*. Warszawa 2001.

Często decyduje się na realizowanie własnych interesów, które nie muszą być zgodne z interesami poszczególnych grup lub wręcz wszystkich akcjonariuszy. Jeżeli na skutek sytuacji korporacyjnej w spółce zarząd jest faktycznie nieodwoływalny, to jego ewentualne nieefektywne działania prowadzą do pogorszenia się sytuacji spółki przy określonej jej wycenie na rynku. Gdyby podmiot zewnętrzny był w stanie zarządzać przedsiębiorstwem efektywniej, mógłby zaoferować akcjonariuszom odkupienie ich akcji, a co za tym idzie przejęcie kontroli nad przedsiębiorstwem i wprowadzenie nowego zarządu. W przypadku istnienia głębokiego rynku kapitałowego oraz przejrzystych i skutecznych przepisów regulujących fuzje i przejęcia, presja przejęcia spółki jest wystarczająco silna, aby menedżerowie pamiętali o niej przy podejmowaniu decyzji zarządczych. W ten sposób rynek oddziałuje na ich zachowania, co prowadzi do wzrostu efektywności gospodarki. Jeżeli dodatkowo przepisy dotyczące fuzji i przejęć zapewniają równe traktowanie wszystkich inwestorów, w tym drobnych inwestorów mniejszościowych, to zwiększa się także efektywność samego rynku kapitałowego.

Unia Europejska nie chce rozwoju rynku fuzji i przejęć

W historii Unii Europejskiej tylko dwukrotnie, po uzgodnieniu tekstu Dyrektywy między przedstawicielami Parlamentu Europejskiego a reprezentantami krajów członkowskich, Parlament zdecydował się na odrzucenie tekstu Dyrektywy podczas głosowania. Ostatni taki przypadek miał miejsce 4 lipca 2001 r., kiedy Parlament 273 głosami za, 273 głosami przeciw, przy 22 wstrzymujących się odrzucił Dyrektywę o przejęciach na rynku kapitałowym (*Takeover Directive*). Była to jedna z najdłużej przygotowywanych regulacji dotyczących rynku kapitałowego oraz przepisów europejskich w ogóle. Prace nad Dyrektywą o przejęciach trwały ponad dwanaście lat. Zdaniem Komisarza Unii Europejskiej ds. Rynku Wewnętrznego, Fritsa Bolkensteina, zdarzenie to podaje w wątpliwość przyszłość wspólnej gospodarki oraz będzie znaczącą przeszkodą w realizacji uzgodnień ze szczytu w Lizbonie, dotyczących utworzenia wspólnego rynku kapitałowego do 2005 r., oraz przekształcenia do 2010 r. gospodarki UE w najbardziej konkurencyjną gospodarkę na świecie³.

Postanowienia Dyrektywy o przejęciach

Dyrektywa o przejęciach na rynku kapitałowym regulować miała przede wszystkim dwa zagadnienia. Po pierwsze,

miała zapewniać ochronę interesów mniejszościowych akcjonariuszy. Po drugie, zawierała regulacje dotyczące przejrzystości oraz sposobu informowania rynku o prowadzonej transakcji przejęcia. Według Unii Europejskiej, wprowadzenie dyrektywy było warunkiem koniecznym dla stworzenia wspólnego, jednolitego rynku kapitałowego w Zjednoczonej Europie.

Jednym z podstawowych postanowień Dyrektywy była kwestia obowiązku przeprowadzenia wezwania do sprzedaży akcji, skierowanego do inwestorów mniejszościowych przez przejmującego kontrolę nad przedsiębiorstwem notowanym na giełdzie. W większości państw członkowskich Unii podobne regulacje już obowiązuja, ale na przykład w Holandii czy Niemczech nie zostały dotąd wprowadzone. Istotą takiej regulacji jest założenie, że w przypadku zmiany właściciela, podmiotu kontrolującego przedsiębiorstwo, pozycja, a także wycena przedsiębiorstwa mogą zmienić się tak drastycznie, że akcjonariusze mniejszościowi powinni mieć zagwarantowane prawo wyjścia z inwestycji na zasadach podobnych jak w przypadku wychodzących akcjonariuszy większościowych. W zasadzie regulacja powinna zawierać mechanizm wyliczania gwarantowanej ceny takiego wyjścia, ale po wieloletnich negocjacjach nie zdecydowano się na wprowadzenie do Dyrektywy mechanizmu wyliczania ceny wezwania.

Kolejnym tematem uwzględnionym w Dyrektywie było prowadzenie przez zarząd podmiotu będącego celem przejęcia działań obronnych przeciwko przejmującemu. Dyrektywa wprowadzała zasadę zakazu prowadzenia takich działań bez uzyskania zgody walnego zgromadzenia akcjonariuszy. Miało to pomóc uniknąć sytuacji, w której zarząd spółki-celu realizuje interesy niezgodne z interesami akcjonariuszy po to, aby chronić pozycję menedżerów przedsiębiorstwa. Dyrektywa wprowadzała wyjątek, zezwalając zarządowi przedsiębiorstwa na podwyższenie kapitału w trakcie prowadzonej transakcji, jeżeli takie podwyższenie zostało uchwalone przez akcjonariuszy, np. w formie kapitału autoryzowanego, w ciągu 18 miesięcy poprzedzających próbę przejęcia. Takie podejście stanowi kompromis między stanowiskiem państw, popierających istnienie szerokiego wachlarza dostępnych strategii obronnych (np. Belgia, Holandia), i państw, oczekujących zakazania obrony przed wrogimi przejęciami (np. Wielka Brytania, Włochy).

Dyrektywa regulowała także kwestię właściwości prawa przy przejęciach międzynarodowych oraz w przypadku przedsiębiorstw notowanych na giełdach w innym państwie niż to, w którym przedsiębiorstwo prowadzi działalność. Wprowadzone zostało ułatwienie, polegające na rozgraniczeniu płaszczyzny rynkowej i biznesowej transakcji. Wszelkie kwestie związane z ustaleniem ceny wezwania oraz ochroną interesów akcjonariuszy mniejszościowych powinny podlegać prawu państwa, w którym prowadzone są notowania giełdowe przedsiębiorstwa. Kwestie związane z prawem

³ D. Spinant: *Parliament rejects the takeover directive*. W: EUobserver.com, 5 lipca 2001

korporacyjnym oraz polityką informowania pracowników powinny podlegać prawu miejsca działalności przedsiębiorstwa.

Istotnym elementem Dyrektywy było wprowadzenie obowiązku, aby przejmujący zaoferował akcjonariuszom mniejszościowym płynne aktywa w zamian za przejmowane akcje. Jeżeli oferowane przez przejmującego papiery nie byłyby notowane na rynku giełdowym w UE, Dyrektywa wprowadzała obowiązek zaoferowania transakcji pieniężnej, jako jednego z rozwiązań do wyboru dla akcjonariusza przejmowanego przedsiębiorstwa.

Wprowadzony został także obowiązek podawania przez przedsiębiorstwo przejmujące informacji o metodach finansowania transakcji przejęcia oraz zasada, że złożenie oferty przejęcia może nastąpić dopiero po zapewnieniu pełnego finansowania transakcji przez przejmującego. Celem takiego zapisu było uniemożliwienie lub przynajmniej utrudnienie finansowania transakcji przejęcia instrumentami o niskiej jakości, na przykład obligacjami śmieciowymi.

Dyrektywa odnosiła się do kwestii nadzoru nad transakcjami przejęć oraz nakazywała państwom członkowskim wskazanie podmiotu odpowiedzialnego na danym terytorium za nadzór nad tego typu transakcjami, zalecając przy tym współpracę między nadzorcami w poszczególnych krajach członkowskich.

Kość niezgody

Po przeanalizowaniu Dyrektywy nietrudno wskazać te jej postanowienia, które wzbudzały najwięcej kontrowersji i w rezultacie doprowadziły do jej odrzucenia przez Parlament. Jednocześnie nie mogły się one stać elementem kompromisu, jako że stanowiły o istocie regulacji wprowadzanych Dyrektywą. Chodzi oczywiście o obowiązek zapewnienia wyjścia z inwestycji akcjonariuszom mniejszościowym spółki przejmowanej (obowiązek ogłoszenia wezwania) oraz ograniczenie zarządowi spółki-celu możliwości obrony przed przejęciem.

Obydwa rozwiązania miały swoich przeciwników. Po pierwsze, obowiązek ogłoszenia wezwania podnosi koszty przejęcia. Do uzyskania kontroli nad przedsiębiorstwem może niekiedy wystarczyć 25% kapitału przedsiębiorstwa lub nawet mniej. Jeżeli przejmujący musi liczyć się z koniecznością skupienia 100% akcji, koszt przejęcia wzrasta czterokrotnie. Stąd też przeciwnikiem takiego rozwiązania są, naturalnie, korporacje aktywne na rynku przejęć. Po drugie, ograniczenie uprawnień zarządów przedsiębiorstw nie spodoba się samym zarządom. Ponieważ to zarządy przedsiębiorstw decydują o bieżących wydatkach swoich pracodawców, nietrudno wyobrazić sobie powstanie lobby przeciwko Dyrektywie.

Po trzecie, wprowadzenie Dyrektywy ujednoliciłoby i otworzyło rynek kapitałowy Unii dla wielu inwestorów

zewnętrznych, którzy obecnie obawiają się gąszczu różnorodnych przepisów w poszczególnych państwach członkowskich. To z kolei nie jest na rękę korporacjom, obawiającym się przejęcia przez podmiot spoza Unii Europejskiej.

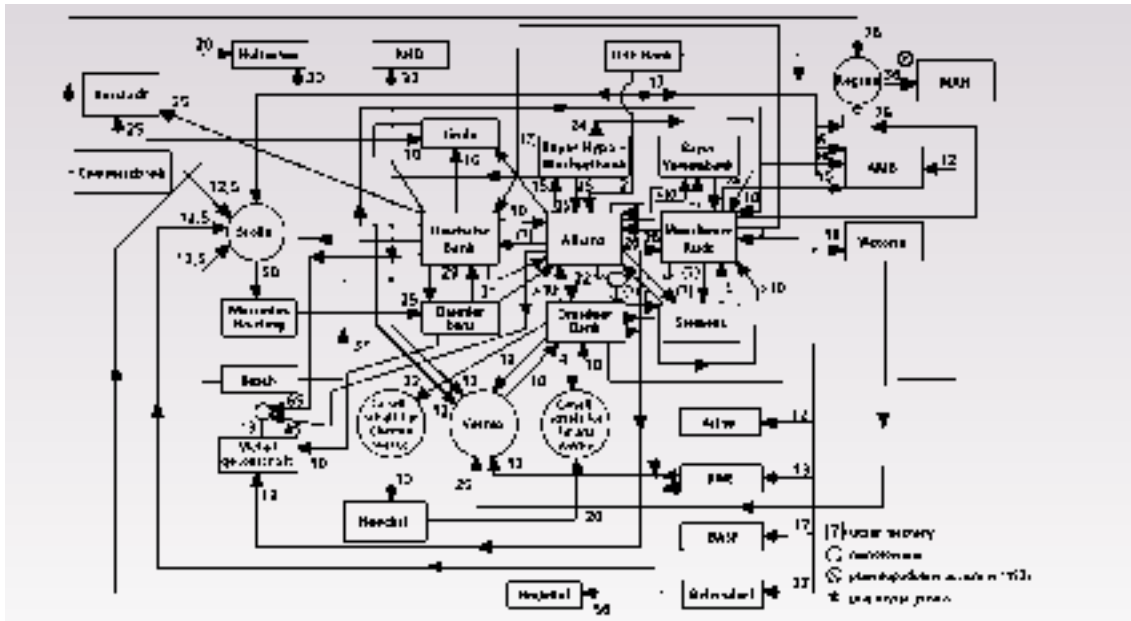
Niemcy niechętni efektywności rynku kapitałowego

Po upadku Dyrektywy powszechnie mówiono o tym, że trzy wymienione powyżej grupy podmiotów zainteresowanych jej upadkiem były najliczniej reprezentowane w Niemczech. Wspominano o związkach kanclerza Schrödera, pochodzącego z Dolnej Saksonii z Volkswagenem, obawiającym się wrogiego przejęcia, czy też kontaktach wysokich urzędników uniijnych, reprezentujących Niemcy, z Mannesmannem, który po wielomiesięcznej walce został wrogo przejęty przez brytyjski Vodafone. Co jednak istotniejsze, prowadzony obecnie w Niemczech plan reformy rynku kapitałowego zakłada uproszczenie powiązań pomiędzy instytucjami finansowymi a przedsiębiorstwami. Znaczne ograniczenie około 50% podatku dla przedsiębiorstw od sprzedaży akcji w innych przedsiębiorstwach zapowiada falę fuzji i przejęć. Z pewnością znaczny wzrost kosztów ich prowadzenia nie byłby korzystny dla największych niemieckich korporacji.

Obecnie typowe niemieckie przedsiębiorstwo przemysłowe o rozdrobnionym akcjonariacie jest *de facto* kontrolowane przez grupę banków, które mają prawo do co najmniej 30%, a często do ponad 50% głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy. Prawo to jest pochodną trzech zjawisk. Pierwsze to duże zaangażowanie kapitałowe samych banków w przedsiębiorstwa. Drugie to prawo głosu, pochodzące od funduszy inwestycyjnych kontrolowanych przez banki. Trzecie zjawisko to pełnomocnictwa pochodzące od drobnych akcjonariuszy, którym banki świadczą usługi powiernicze. Popularność powiernictwa bierze się stąd, że w większości akcje niemieckich przedsiębiorstw emitowane są jako papiery na okaziciela. Podział dokumentu, serii akcji, wymaga ponoszenia dodatkowych kosztów, stąd mniejsi udziałowcy decydują się na powiernictwo w bankach. Wprawdzie banki są zobowiązane do uzgadniania, jak będą głosować z powierzonych akcji, jednak w praktyce tylko 2% do 3% drobnych akcjonariuszy nie zgadza się na głosowanie zgodnie z rekomendacjami banku⁴. Co więcej, przewaga banków nad pozostałymi akcjonariuszami przejawia się także w tym, że nie mają one limitów, powyżej których nie mogą wykonywać prawa głosu z posiadanych

⁴ T. Baums: *The German Banking System and its Impact on Corporate Finance and Governance*. W: *The Japanese Main Bank System* (red. nauk.) Masahiko Aoki, Hugh Patrick, Oxford, 1998

Schemat 1 Struktura powiązań holdingowych między bankami i przedsiębiorstwami przemysłowymi w Niemczech, dane na 1993 r.



Uwaga: Liczby na schemacie oznaczają procentowy udział w kapitale.

Źródło: M. Adams, „Anhörung Macht von Banken und Versicherungen - Wettbewerb im Finanzdienstleistungssektor 8.12.1993 Deutscher Bundestag”, Ausschuss für Wirtschaft

lub powierzonych akcji. Limity takie obowiązują natomiast fundusze inwestycyjne, których udział w pojedynczej firmie nie może przekroczyć 10% kapitału. W wyniku takiego podziału władzy w przedsiębiorstwach powiązania korporacyjne między niemieckimi przedsiębiorstwami oraz między przedsiębiorstwami i bankami stały się niezmiernie skomplikowane. Dodatkowo zwiększa to władzę banków (patrz schemat 1).

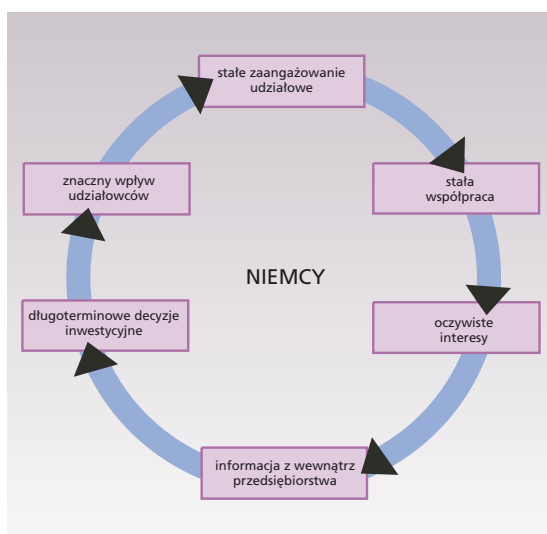
Jako że akcjonariusze nie wpływają bezpośrednio na zarządzanie przedsiębiorstwem, duże znaczenie dla

uzyskania rzeczywistego wpływu na działalność przedsiębiorstwa oraz dostępu do informacji o nim ma udział w radzie nadzorczej, która *de facto* decyduje o składzie zarządu. Banki są bardzo dobrze reprezentowane w radach nadzorczych przedsiębiorstw. W 1986 r. w 92 spośród 100 największych niemieckich przedsiębiorstw istniały rady nadzorcze, spośród których w ponad 80% zasiadało średnio dwóch przedstawicieli banków. Niemal w co drugiej radzie nadzorczej przedsiębiorstw z pierwszej setki zasiadał przedstawiciel któregoś z Grossbanken⁵. W rezultacie oddziaływanie systemu bankowego na sektor przedsiębiorstw jest bardzo duże. Wiąże się to z pewnością z wpływem banków na dobór metod finansowania przedsiębiorstw, z oczywistą przewagą kredytu bankowego lub chociażby emisji papierów wartościowych zorganizowanej przez bank. Oddziaływanie banków na przedsiębiorstwa prezentuje schemat 2.

Banki zaangażowane udziałowo w przedsiębiorstwa budują stałe, długoterminowe relacje z nimi. Pozwala to im przedkładać swoje interesy nad interesy przedsiębiorstwa. Dzięki stabilności współpracy polityka finansowania przedsiębiorstwa podlega długoterminowej kalkulacji, a dodatkowym mechanizmem kontroli nad przedsiębiorstwami są często dominujące uprawnienia korporacyjne. Nie sprzyja to wzrostowi efektywności gospodarki, a także rozwojowi rynku kapitałowego.

Sytuacja zmienia się jednak bardzo dynamicznie w ostatnich latach. W 1991 r. niemieckie przedsiębiorstwa były celami przejęć w 185 wypadkach, a łączna

Schemat 2 System bankowy aktywnie zaangażowany w sektorze przedsiębiorstw - model niemiecki



Źródło: J. Canals: *Universal banking. International Comparisons and Theoretical Perspectives*, Oxford 1997, s. 45.

⁵ J. Böhm: *Der Einfluss der Banken auf Grossunternehmen*. Hamburg, 1992, s. 257-263.

wartość tych transakcji nie przekroczyła 5 mld DEM. Rynek nieznacznie wzrósł w 1992 r.⁶ Później zaczął jednak bardzo dynamicznie wzrastać. W pierwszym kwartale 2000 r. zrealizowano 368 transakcji o łącznej wartości 437 mld DEM, chociaż znaczną część łącznej kwoty stanowiła transakcja przejęcia Mannesmann przez Vodafone AirTouch. W 1999 r. łączna wartość 1.845 transakcji wyniosła 389 mld DEM, a w 1998 r. zrealizowano 2.046 transakcji o wartości 402 mld DEM⁷. Spodziewane są dalsze wzrosty po wprowadzeniu zapowiedzianej reformy podatkowej, znoszącej około 50% podatek od zysku ze sprzedaży akcji przedsiębiorstw posiadanych przez inne firmy. Zmiana ta spowoduje pojawienie się na rynku możliwości nabycia znacznych pakietów akcji wielu przedsiębiorstw. Według szacunków Merrill Lynch, trzydzieści spośród największych niemieckich przedsiębiorstw powinno wystawić na sprzedaż akcje o wartości około 250 mld DEM⁸. Zapowiedziana reforma wskazuje na to, że także regulatorzy gospodarki dostrzegają przewagę sił rynku w regulowaniu sektora przedsiębiorstw nad dominacją systemu bankowego. Zapowiada to bardzo dynamiczny wzrost fuzji i przejęć także na tradycyjnie probankowym rynku niemieckim. Przy takich prognozach rozwoju rynków nietrudno zrozumieć, dlaczego Niemcy mogliby być niechętni wprowadzeniu Dyrektywy o przejęciach.

⁶ Dane z The Translink Deal Review (1993).

⁷ Dane M&A International, Königstein.

⁸ Germany: *Big players wait on tax reform*. W: International Mergers & Acquisitions 2000/ Europe - Financial Times Survey.

Podsumowanie

Dyskusję na temat Dyrektywy o przejęciach można więc sprowadzić do pytania, czy siły rynku powinny sprawować kontrolę nad menedżerami przedsiębiorstw finansujących się poprzez rynek kapitałowy. Czy też w związku z przenoszeniem się kontroli quasi-korporacyjnej nad przedsiębiorstwami z systemu bankowego na rynek kapitałowy musi być tak, że menedżerowie uzyskują swego rodzaju przewagę nad właścicielami, akcjonariuszami zatrudniających ich przedsiębiorstw? Kwestię tę można wprowadzić uznać za błąd, twierdząc, że jedynie około 2% przejęć na rynku kapitałowym ma wrogi charakter⁹. Z drugiej jednak strony, to nie same transakcje przejęć są esencją kontroli rynku nad menedżerami. Faktyczną kontrolę zapewnia presja możliwych transakcji, która w pewnym stopniu determinuje działania menedżerów. Nawet w warunkach polskich, obserwując swego rodzaju walkę między akcjonariuszami a zarządami takich spółek, jak PZU Życie czy notowany na giełdzie Elektrim, można zdać sobie sprawę, jak istotnym czynnikiem efektywności gospodarki może być presja fuzji i przejęć, która nie istnieje bez głębokiego rynku kapitałowego i skutecznych regulacji, dotyczących samych procesów fuzji i przejęć. W tym kontekście trudno nie zgodzić się z tezą, że odrzucenie Dyrektywy o przejęciach jest dla wspólnego rynku kapitałowego Unii znacznym krokiem wstecz.

⁹ *Takeovers in Europe. Pull up the drawbridge*. W: „The Economist”, 5 lipca 2001 r.

Obligacje komunalne - efektywny instrument finansowy czy promocja miasta

Rozalia Grynīs

Cel emisji obligacji i dopuszczalne limity zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego

Ustawy ustrojowe jednostek samorządu terytorialnego - ustawa o samorządzie gminnym¹, ustawa o samorządzie powiatowym² i ustawa o samorządzie wojewódzkim³ - zawierają szeroki katalog zadań obligatoryjnych i fakultatywnych, wykonywanych przez samorządy. Coraz częściej realizacja tych zadań nie może być sfinansowana dochodami jednostek enumeratywnie wskazanych w Konstytucji RP⁴ i w ustawie o dochodach jednostek samorządu terytorialnego w latach 1999 - 2001⁵. Jednostki te zwłaszcza - gminy i powiaty - często korzystają z instrumentów finansowych rynku kapitałowego, w tym z przychodów uzyskanych z emisji obligacji.

Najczęściej celem emisji komunalnych jest sfinansowanie określonego przedsięwzięcia inwestycyjnego w zakresie infrastruktury lokalnej. Ostatnio jednostki te również przeprowadzają emisje obligacji mieszkalnych, a pozyskane środki z emisji przeznaczają na przepro-

wadzenie prywatyzacji. Sukces emisji obligacji mieszkaniowych zależy od poinformowania mieszkańców o korzyściach i konieczności wykupu lokali, a także od stworzenia mechanizmów wykupu środków finansowych lub w ogóle nie posiadających środków finansowych⁶. Ponadto zgodnie z ustawą o finansach publicznych⁷ obligacje komunalne mogą być emitowane w celu pokrycia deficytu budżetu jednostek samorządu terytorialnego.

Wielkość emisji obligacji ograniczona jest ustawowym dopuszczalnym limitem zadłużenia jednostki. Zgodnie z ustawą o finansach publicznych, łączna kwota przypadająca do spłaty w danym roku budżetowym nie może przekroczyć 15% planowanych na ten rok dochodów jednostki samorządu terytorialnego. Kwota ta obejmuje: raty kredytów i pożyczek oraz potencjalne spłaty kwot, wynikających z poręczeń udzielonych przez jednostki samorządu terytorialnego wraz z należnymi w danym roku odsetkami od tych kredytów i pożyczek oraz należnych odsetek i dyskonta, a także przypadających w danym roku budżetowym wykupu papierów wartościowych, emitowanych przez jednostki. Ponadto art. 114 ustawy zawiera dalsze ograniczenie: łączna kwota długu jednostki na koniec roku budżetowego nie może przekraczać 60% dochodów tej jednostki w tym samym roku budżetowym.

¹ Ustawa z dnia 8 marca 1990 r. o samorządzie gminnym (Dz.U. z 1996 r. nr 13, poz. 74 z późn. zm.).

² Ustawa z dnia 6 czerwca 1998 r. o samorządzie powiatowym (Dz.U. z 1998 r. nr 91, poz. 578 z późn. zm.).

³ Ustawa z dnia 6 czerwca 1998 r. o samorządzie województwa (Dz.U. z 1998 r. nr 91, poz. 576 z późn. zm.).

⁴ Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 2 kwietnia 1997 r. (Dz.U. z 1997 r. nr 78, poz. 483).

⁵ Ustawa z dnia 26 listopada 1998 r. o dochodach jednostek samorządu terytorialnego w latach 1999 - 2001 (Dz.U. nr 150, poz. 983 z późn. zm.).

⁶ Z. Nowacki: *Mieszkaniowe obligacje prywatyzacyjne*. Warszawa 2001 Wydawnictwo Taxpress, s. 10.

⁷ Ustawa z dnia 26 listopada 1998 r. o finansach publicznych (Dz.U. z 1998 r. nr 144, poz. 930 z późn. zm.).

Ustawa o finansach publicznych wprowadziła więc nową zasadę ograniczania państwowego długu publicznego. Dług publiczny najczęściej określa się jako finansowe zobowiązanie władz publicznych (państwowych i samorządowych) z tytułu zaciągniętych pożyczek. Zobowiązanie to powstaje w wyniku:

- zaciągnięcia bezpośrednich pożyczek oraz kredytów; w zakres pożyczek mogą wchodzić depozyty różnych podmiotów lokowane na rachunkach władz publicznych;
- emisji papierów wartościowych, które również są specyficzną formą zaciągania pożyczek pieniężnych; papiery wartościowe są potwierdzeniem stosunków wierzycielsko-dłużniczych między władzami publicznymi a pożyczkodawcami;
- nieuregulowania przez jednostki sektora publicznego wymagalnych zobowiązań⁸.

Obligacje jako papiery wartościowe

Zasady emisji, zbywania, nabywania i wykupu obligacji określa Ustawa o obligacjach⁹. Obligacja jest papierem wartościowym emitowanym w serii, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela obligacji (obligatariusza) i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia.

Obligacja jako papier wartościowy ucieleśnia wiarytelności - normuje stosunki wierzycielsko-dłużnicze. Może być papierem wartościowym, wystawionym na okaziciela bądź na zlecenie. Ucieleśnią określone prawa majątkowe ściśle z nim związane. Posiadanie obligacji jako papieru wartościowego jest niezbędną przesłanką istnienia i wykonywania tych praw. Obligacje mogą być przenoszone przez ich nabywców na inne podmioty, co wiąże się z przeniesieniem ich własności. Realizacja praw wynikających z obligacji może nastąpić po przedłożeniu obligacji emitentowi w określonym terminie. Spełnienie przez emitenta świadczenia zwalnia go ze zobowiązania.

W przypadku obligacji dopuszczonych do publicznego obrotu, prawa z obligacji występujących w postaci zdematerializowanej powstają z chwilą zapisania ich po raz pierwszy na rachunku papierów wartościowych. Przysługują one osobie będącej posiadaczem takiego rachunku, a umowa zobowiązująca do przeniesienia tych obligacji przenosi je z chwilą dokonania odpowiedniego zapisu na takim rachunku. Rachunki papierów wartościowych prowadzą domy maklerskie i banki.

Zgodnie z ustawą o obligacjach, obligacje mogą być emitowane przez:

- jednostki samorządu terytorialnego, związki tych jednostek oraz miasto stołeczne Warszawa,
- podmioty prowadzące działalność gospodarczą, mające osobowość prawną, a także spółki komandytowo-akcyjne,
- inne podmioty mające osobowość prawną, upoważnione do emisji obligacji na podstawie innych ustaw,
- instytucje finansowe, których członkiem jest Rzeczpospolita Polska lub NBP bądź przynajmniej jedno z państw należących do Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD), bank centralny takiego państwa albo instytucje na terenie RP.

Biorąc pod uwagę różne kryteria podziału, wyróżniamy:

• Miejsce emisji

1. Obligacje krajowe - emitowane w kraju emitenta.
2. Obligacje zagraniczne - emitowane poza granicami państwa emitenta; szczególnie znane są euroobligacje emitowane na rynkach kapitałowych krajów UE.

• Termin wykupu

1. Obligacje krótkoterminowe. Termin ich wykupu jest krótszy niż 1 rok. Służą do pozyskania kapitału obrotowego (jednostki samorządu terytorialnego praktycznie nie korzystają z emisji obligacji krótkoterminowych).
2. Obligacje średnioterminowe - termin wykupu od 1 roku do 5 lat.
3. Obligacje długoterminowe - termin wykupu powyżej 5 lat.

• Sposób oznaczenia obligatariusza

1. Obligacje imienne. Przeniesienie inkorporowanych w obligacji praw następuje przez przelew połączony z wydaniem obligacji.
2. Obligacje na okaziciela. Przeniesienie praw z obligacji odbywa się poprzez wydanie obligacji. Jednostki samorządu terytorialnego w większości emitują obligacje na okaziciela.

• Tryb emisji obligacji

1. Obligacje emitowane w trybie publicznej subskrypcji.
2. Obligacje emitowane w trybie emisji zamkniętej. Jest ona ograniczona do nie więcej niż 300 indywidualnie oznaczonych adresatów. Ten tryb rozpowszechniony jest wśród jednostek samorządu terytorialnego.

• Sposób oprocentowania obligacji

1. Obligacje o stałym oprocentowaniu. Obligatariusze otrzymują równe oprocentowanie w określonych terminach, przeważnie rocznych, przez cały okres aż do wykupu obligacji.
2. Obligacje o zmiennym oprocentowaniu. Oprocentowanie jest odmienne dla różnych terminów, wyznaczonych w obligacji przed ich wykupieniem przez emitenta. Ten sposób oprocentowania jest najczęściej stosowany przez jednostki samorządu terytorialnego. Z reguły podstawą ustalenia rentowności obligacji jest rentowność 52-tygodniowych bonów skarbowych. Baza

⁸ S. Owsiak: *Finanse publiczne - teoria i praktyka*. Warszawa 1999. Wydawnictwo Naukowe PWN, s. 251.

⁹ Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach (Dz.U. z 1995 r. nr 118, poz. 574 z późn. zm.).

ta jest powiększona o marżę dla inwestorów, która - zależnie od kondycji finansowej emitenta i terminu wykupu obligacji - wynosi od 0,5% do 2,5% w skali rocznej.

3. Obligacje o kuponie zerowym. Emitowane z dyskontem w stosunku do ich wartości nominalnej. Nabywca płaci za obligację jej wartość nominalną, pomniejszoną o należne w przyszłości oprocentowanie. Wartość nominalna podlega natomiast jednorazowej spłacie dopiero w momencie wykupu obligacji. Zawiera ona skapitalizowane oprocentowanie pod postacią dyskonta. Stanowi ono różnicę między wartością nominalną a niższą od niej ceną emisyjną obligacji. Wyjątkiem są tu obligacje zamienne na akcje, które nie mogą być emitowane poniżej wartości nominalnej, a więc z dyskontem¹⁰.

4. Obligacje indeksowane. Stopa ich oprocentowania jest aktualizowana w stosunku do stopy inflacji.

• Przedmiot praw ucieleśnionych w obligacji

1. Wierzytelności pieniężne - zobowiązanie emitenta do wykupu obligacji w określonym terminie wraz z zapłatą określonego oprocentowania. Ten rodzaj obligacji jednostki samorządu terytorialnego stosują w przypadku emisji, z których przychód przeznaczony jest na przedsięwzięcia inwestycyjne.

2. Wierzytelności niepieniężne. Związane są z obowiązkiem spełnienia przez emitenta na rzecz obligatariusza określonego świadczenia niepieniężnego.

3. Obligacje mieszane - stanowią połączenie obu rodzajów wierzytelności. Stosuje się je przy emisji mieszkaniowych obligacji prywatyzacyjnych.

• Stopień zabezpieczenia obligacji

1. Obligacje całkowicie zabezpieczone. Zabezpieczenie to obejmuje wartość nominalną obligacji wraz z sumą należnego oprocentowania. Do sposobów zabezpieczenia zalicza się: ustanowienie zastawu lub hipoteki, udzielenie gwarancji przez NBP lub bank posiadający kapitał własny w wysokości nie wyższej niż równowartość 10 mln euro, udzielenie poręczenia przez Skarb Państwa, udzielenie zabezpieczenia przez bank zagraniczny lub międzynarodową instytucję finansową, mające kapitał własny w wysokości nie wyższej niż równowartość 10 mln euro, udzielenie poręczenia przez gminy.

2. Obligacje zabezpieczone częściowo. Korzystają z zabezpieczeń, które tylko w pewnym zakresie dodatkowo pokrywają i tym samym wzmacniają zobowiązania emitenta.

3. Obligacje niezabezpieczone. Stosowane są przy emisji obligacji komunalnych. Dla dotychczas przeprowadzonych emisji obligacji komunalnych wystarczającym zabezpieczeniem była wysoka wiarygodność gmin oraz fakt, że gminy nie można uznać za upadłą. Długookresowa stabilność finansowa jednostek samorządu

terytorialnego sprawia bowiem, że nabywcy obligacji komunalnych nie wymagają zabezpieczenia wykupu obligacji na majątku emitenta ani przedstawiania dodatkowych gwarancji.

• Ryzyko związane z realizacją zobowiązań, wynikających z obligacji

1. Obligacje pozbawione ryzyka. Emitowane są przez Skarb Państwa i NBP lub poręczone przez te instytucje, instytucje ubezpieczeniowe i fundusze inwestycyjne.

2. Obligacje o mniejszym stopniu ryzyka. Należą do nich obligacje, które uzyskują stałe dochody publicznoprawne i prywatnoprawne. W stosunku do tych podmiotów publicznoprawnych nie może być ogłoszona upadłość, a mniejsze ryzyko wiążące się z realizacją zobowiązań praktycznie może spowodować opóźnienie w terminowym uzyskaniu świadczeń.

3. Obligacje o większym stopniu ryzyka. Zależą one od sytuacji ekonomicznej emitenta i zastosowanych zabezpieczeń.

• Źródła pokrycia zobowiązań wynikających z obligacji

1. Obligacje ogólne - z ogólnych dochodów emitenta (stosowane przez jednostki samorządu terytorialnego).

2. Obligacje przychodowe - z dochodów uzyskanych z przedsięwzięcia finansowanego z emisji obligacji.

Emisja obligacji komunalnych

Wspólne czynności wstępne dla wszystkich trybów emisji obligacji komunalnych

Jednostka samorządu terytorialnego zamierzająca przeprowadzić emisję obligacji powinna w pierwszej kolejności określić swoje potrzeby finansowe, związane z planowanymi inwestycjami. Następnie powinna przeanalizować dotychczasowe zadłużenie i zbadać możliwości finansowe budżetu, a zwłaszcza prawnie określone limity.

Kompleksowa analiza potrzeb inwestycyjnych i możliwości finansowych przyszłego emitenta pozwoli określić kwotę możliwego zadłużenia oraz harmonogram jego zaciągania i spłaty. Należy pamiętać, że przy planowaniu emisji obligacji, zgodnie z ustawą o obligacjach, obligacja musi określać precyzyjnie przeznaczenie środków pieniężnych uzyskanych przez emitentów. Emitent nie może (pod karą grzywny do 5 mln zł, pozbawienia wolności do 2 lat albo obu tych kar łącznie) przeznaczyć uzyskanych środków na inne cele.

Następnym etapem przygotowań jest podjęcie uchwały przez organ stanowiący samorządu, będącej prawną podstawą emisji. Uchwała organu stanowiącego powinna zawierać:

¹⁰ M. Bączek, M. Koziński, M. Michalski, W. Pyziół, A. Szumański, I. Weiss: *Papiery wartościowe*. Kantor Wydawniczy Zakamycze 2000, s. 209-210.

1) cel emisji - określenie przedsięwzięć, na które będą przeznaczone środki z emisji,

2) określenie wielkości emisji,

3) wskazanie wartości nominalnej pojedynczej obligacji i jej ceny emisyjnej - na rynku krajowym przyjęło się, że wartość nominalna jednej obligacji jest zazwyczaj ustalana na poziomie 100.000 zł,

4) ustalenie, czy będą to obligacje imienne, na okaziciela, zabezpieczone (wskazanie sposobu zabezpieczenia) czy niezabezpieczone,

5) ustanowienie ewentualnego zakazu lub ograniczenia zbywania obligacji imiennych,

6) wysokość oprocentowania wraz ze wskazaniem sposobu oprocentowania,

7) sposób wykupu obligacji - jednorazowy, wykup ratalny,

8) harmonogram wykupu obligacji, terminy i ewentualna wysokość wypłat,

9) ustalenie, czy czynności związane ze sprzedażą i wykupem obligacji oraz wypłatą oprocentowania zostaną powierzone bankowi,

10) tryb emisji - emisja zamknięta czy emisja na podstawie publicznej subskrypcji,

11) proponowaną datę emisji,

12) ewentualne upoważnienie organu wykonawczego do wyboru banku - organizatora emisji.

Z formalnego punktu widzenia przeprowadzenie emisji jest możliwe po zaopiniowaniu uchwały przez Regionalną Izbę Obrachunkową oraz uzyskaniu zgody Prezesa Urzędu Zamówień Publicznych na zawarcie umowy na okres dłuższy niż 3 lata w przypadku, gdy uchwała przewiduje emisję obligacji dłuższych niż 3-letnie.

Oczywiście, przed podjęciem uchwały organu stanowiącego konieczne jest przeprowadzenie analizy, który z możliwych trybów emisji jest najlepszy do osiągnięcia założonego celu emisji. Wybór trybu emisji zależy od kilku czynników. Pierwszym z tych czynników są możliwe rozmiary potencjalnego popytu na obligacje emitenta. W subskrypcji publicznej może uczestniczyć nieograniczona liczba osób (nabywców), natomiast w emisji ograniczonej - nie więcej niż 300 osób¹¹. Na wybór trybu emisji wpływają także jej koszty (niewątpliwie są one większe w przypadku emisji publicznej) oraz czas wykupu obligacji. Po przeprowadzeniu czynności rozpoznawczych należy opracować program emisji obligacji uwzględniający prognozowane przychody z emisji, koszty oraz rodzaj świadczeń spełnienia przez emitenta.

Powyższe czynności mogą zostać wykonane samodzielnie przez przyszłego emitenta. Na ogół jednak powierza się je podmiotom profesjonalnie zajmującym się tą działalnością - bankom, domom maklerskim, firmom konsultingowym, spełniającymi funkcję agenta emisji.

Powierzenie zadań może nastąpić w formie umowy zlecenia, umowy o dzieło, czy umowy o świadczenie usług. W umowie emisyjnej z reguły zawiera się gwarancje agenta dojścia emisji do skutku. Agent zobowiązuje się do nabycia określonej liczby niesprzedanych obligacji po cenie niższej od ceny emisyjnej.

Emisja obligacji w trybie emisji zamkniętej

Emisja obligacji w trybie emisji zamkniętej polega na skierowaniu propozycji nabycia obligacji do indywidualnych adresatów (nie więcej niż 300 osób). Zgodnie z ustawą o obligacjach, propozycja nabycia obligacji powinna być przyjęta najpóźniej po 6 tygodniach od pierwszej propozycji nabycia obligacji. Nabycie obligacji może nastąpić w trybie:

– złożenia oferty - wówczas emitent związany jest treścią oferty przez 3 tygodnie, licząc od dnia otrzymania oferty przez potencjalnego nabywcę,

– rokowań - emitent zaprasza potencjalnych nabywców obligacji do przeprowadzenia rokowań,

– przetargowym - zaproszenie indywidualnie oznaczonych adresatów, nie więcej niż 300 osób.

W przypadku złożenia propozycji nabycia obligacji w różnych terminach, termin przyjęcia propozycji nabycia obligacji wynosi 3 tygodnie od dnia jej otrzymania, a termin kierowania kolejnych propozycji nabycia obligacji nie może być dłuższy niż 6 tygodni od skierowania pierwszej propozycji. Po upływie tych terminów dochodzi do zawarcia umowy przedemisyjnej między potencjalnymi obligatariuszami a emitentem.

Na podstawie uzyskanych od emitenta materiałów, w tym sprawozdania z wykonania budżetu za rok poprzedzający emisję wraz z opinią Regionalnej Izby Obrachunkowej, agent emisji przygotowuje memorandum informacyjne. Jest ono udostępniane potencjalnym inwestorom. Memorandum opisuje emitenta, jego sytuację finansową ze szczególnym uwzględnieniem dochodów i wydatków budżetowych, dotychczasowego zadłużenia i prognoz finansowych na czas trwania emisji. Zgodnie z ustawą o obligacjach, przydział obligacji w formie dokumentu następuje w terminie 6 tygodni od dnia skierowania ostatniej propozycji nabycia obligacji. Gdyby emisja obligacji nie doszła do skutku, emitent zobowiązany jest powiadomić o tym listami poleconymi potencjalnych obligatariuszy, którzy przyjęli propozycję nabycia obligacji. Wzywa ich do odbioru wpłaconych kwot w terminie 2 tygodni od upływu 3-tygodniowego terminu przewidzianego na przyjęcie propozycji nabycia obligacji.

Emisja obligacji w trybie subskrypcji publicznej, dopuszczonych do obrotu publicznego

Obligacje emitowane w trybie subskrypcji publicznej dopuszczone do obrotu publicznego reguluje ustawa

¹¹ M. Bączyk: op.cit., s. 259.

Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi¹². Obligacje te nie mają formy dokumentu, lecz występują w postaci zdematerializowanej. Prawa z tych obligacji powstają z chwilą ich zapisania po raz pierwszy na rachunku papierów wartościowych i przysługują osobie będącej posiadaczem takiego rachunku.

Pierwszą czynnością po wybraniu reprezentanta - banku lub domu maklerskiego - jest wystąpienie z wnioskiem do Komisji Papierów Wartościowych i Giełd o dopuszczenie obligacji do obrotu publicznego przez przedsiębiorstwo maklerskie. Przed złożeniem wniosku konieczne jest dokonanie specjalnej opłaty z tytułu wpisu obligacji do ewidencji papierów wartościowych, dopuszczonych do publicznego obrotu. Wysokość opłaty kształtuje się na poziomie 0,06% wartości emisji obligacji i jest nie większa niż równowartość w złotych 25.000 ECU, ustalona przy zastosowaniu średniego kursu walut obcych ogłaszanych przez NBP.

Wniosek złożony za pośrednictwem przedsiębiorstwa maklerskiego powinien zawierać:

- 1) nazwę i siedzibę emitenta,
 - 2) podstawowe dane o obligacjach objętych wnioskiem,
 - 3) oznaczenie reprezentanta - domu maklerskiego lub banku wchodzącego w skład przedsiębiorstwa maklerskiego,
 - 4) nazwę wydzielonej jednostki organizacyjnej banku, prowadzącej działalność maklerską.
- Załącznikami do wniosku są:
- 1) dowód wpłaty opłaty ewidencyjnej,
 - 2) prospekt emisyjny oraz jego skrót,
 - 3) statut jednostki samorządowej,
 - 4) uchwała organu stanowiącego emitenta o emisji obligacji.

Po rozpatrzeniu wniosku, stwierdzeniu, że dostarczono wszystkie wymagane dokumenty i uzyskaniu zgody emitenta Komisja Papierów Wartościowych i Giełd podejmuje decyzję o dopuszczeniu obligacji do obrotu. Po uzyskaniu zgody emitent zawiera umowę z Krajowym Depozytem Papierów Wartościowych w celu zarejestrowania emisji obligacji i nadania kodu obligacjom zarejestrowanym. Zarejestrowanie obligacji na koncie emisji, w wyniku realizacji ich publicznej subskrypcji publicznej, następuje w terminie określonym w prospekcie emisyjnym i jego skrócie. Następnie przyjmowane są zapisy na obligacje za pośrednictwem przedsiębiorstwa maklerskiego. Zapis oznacza jednostronne oświadczenie woli potencjalnego obligatariusza. W ten sposób dochodzi do zawarcia umowy przedemisyjnej i obligatariusze zyskują status subskrybentów obligacji. Termin przyjmowania zapisów na obligacje wynosi 3 miesiące, licząc od otwarcia subskrypcji. Po tym terminie następuje zamknięcie subskrypcji. Następnie

oblicza się czy emisja doszła do skutku. Jeśli emisja nie osiągnęła wymaganego progu - objęcia co najmniej 80% emisji - emitent zobowiązany jest zawiadomić subskrybentów o niedojściu emisji do skutku w terminie 2 tygodni od zamknięcia subskrypcji - poprzez ogłoszenie w dwóch dziennikach wskazanych w treści prospektu emisyjnego. Gdy emisja dochodzi do skutku, przydział obligacji dokonywany jest zgodnie z zasadami ujętymi w prospekcie.

Wnioski

Obligacje komunalne są jednym z instrumentów finansowych rynku kapitałowego, mającym głęboką tradycję. W Polsce były emitowane najczęściej w latach 1923-1939, głównie w celu konwersji pożyczek z czasów rozbiorowych. Obligacje te były oprocentowane przeważnie od 5 do 8%, gdy tymczasem Poczta Kasa Oszczędności oferowała 2-3% rocznie. W Krakowie, Warszawie, Poznaniu, Lwowie, Lublinie - emisje wykupywane były w 70 - 90%, nawet w okresie najgłębszego kryzysu ekonomicznego. Po wojnie przełomowym momentem dla obligacji komunalnych było uchwalenie w 1995 r. ustawy o obligacjach, a rozwój rynku obligacji komunalnych nastąpił w 1997 r. Czy było to następstwem atrakcyjności tego instrumentu finansowego? Bezpośrednią przyczyną tego działania tkwi w budżetach jednostek samorządu terytorialnego. Z chwilą powstania związków publicznoprawnych gmin podstawową zasadą ich gospodarki finansowej było zrównoważenie budżetów - dochodów z wydatkami. Korzystanie z watorów rynku kapitałowego było rzadkością. Po pierwszych latach funkcjonowania reformy samorządowej wiele budżetów gminnych miało nadwyżki budżetowe, które z reguły przeznaczano na drobne przedsięwzięcia inwestycyjne. Z czasem - na skutek wprowadzonej decentralizacji zadań, kompetencji i finansów państwa - środki na zaspokojenie potrzeb społeczności lokalnej okazały się niewystarczające. Uzyskiwane nadwyżki budżetowe były zbyt małe na realizację poważnych przedsięwzięć inwestycyjnych. Zmieniła się mentalność samorządowców, którzy do tej pory traktowali wpływy zwrotne - pożyczki, kredyty - jako zło konieczne. Zaczęto obserwować i analizować - coraz bardziej różnorodne instrumenty rynku kapitałowego.

Obecnie jednostki samorządu terytorialnego są częstym uczestnikiem rynku kapitałowego. Na skutek wprowadzania gospodarki wolnorynkowej wielu przedsiębiorców jest niewypłacalnych w bankach zwiększa się liczba tzw. złych kredytów i coraz więcej ofert kierują one do jednostek samorządu terytorialnego, które są pewnymi klientami.

Czy obligacje komunalne, których emisję zorganizowały banki, są najbardziej efektywnym instrumentem rynku kapitałowego? Poniżej porównałam koszty

¹² Ustawa z dnia 21 września 1997 r. - Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (Dz.U. z 1997 r. nr 118, poz. 754 z późn. zm.).

emisji zamkniętej z kosztami kredytu oferowanego przez banki jednostkom samorządu terytorialnego. Pomięłam przy tym publiczną subskrypcję, która wymaga dużych nakładów - opłata ewidencyjna, opłata za prowadzenie depozytu, wysokie koszty sporządzenia prospektu emisyjnego i jego skrótów, koszty umowy reprezentacji itp.

Stosowane oprocentowanie obligacji komunalnych zależy zwykle od rentowności emitowanych przez Skarb Państwa 52-tygodniowych bonów skarbowych i od umowy określającej warunki obligacji dla inwestorów. Zwykle wynosi ono 0,5-2,5% w skali rocznej. Rentowność bonów skarbowych z reguły jest o kilka procent niższa od stawek WIBOR, stosowanych przy ustalaniu oprocentowania kredytów (jest to oprocentowanie pożyczek udzielanych przez banki innym bankom). Średnia rentowność 52-tygodniowych bonów skarbowych na dzień 4.06.2001 r. wynosiła 15,38%. Wraz z uśrednioną marżą (1,5%) oprocentowanie kredytu bankowego wynosiło 16,88%. WIBOR 6-miesięczny wynosił w tym dniu 16,53%, a WIBOR roczny - 16,03%. Banki coraz częściej udzielają jednostkom samorządu terytorialnego kredytów oprocentowanych jedynie w wysokości stawek WIBOR (zdarza się, że stosują marżę ujemną, tj. oprocentowanie poniżej stawki WIBOR). Wynika z tego, że korzystniejszym źródłem finansowania są bankowe kredyty. Podobnie jest z prowizją. W przypadku emisji obligacji prowizja, czyli wynagrodzenie za wszystkie prace wykonywane przez bank w czasie trwania emisji, przeważnie kształtuje się w wysokości 0,5-1% wartości nominalnej emitowanych obligacji. Przy kredycie banki z reguły pobierają prowizję przygotowawczą w wysokości około 1% wartości kredytu. Jednostka samorządu terytorialnego zaciągając kredyt

wybiera kredytodawcę w trybie zamówień publicznych. Większość oferentów biorących udział w przetargu rezygnuje z prowizji przygotowawczej, a nawet z zabezpieczenia kredytu.

Dodatkowo, koszty emisji zamkniętej obligacji zwiększają się o koszty druku dokumentu „obligacja” oraz koszty publikacji, informującej o emisji obligacji.

W ujęciu kosztowym emisja zamknięta obligacji nie jest bardziej opłacalna od kredytów udzielanych jednostkom samorządu terytorialnego.

Istotną korzyścią z emisji obligacji komunalnych jest promocja emitenta, związana z obecnością na rynku kapitałowym. Informacje o przyszłej emisji są prezentowane w prasie, w tym w dziennikach finansowych (np. „Prawo i Gospodarka”, „Puls Biznesu”) i biuletynach poświęconych emisjom papierów dłużnych, np. „Rating i Rynek”. Ponadto przesyłane potencjalnym inwestorom memoranda informacyjne czy skróty prospektu emisyjnego prezentują nabywcom emitenta, jego gospodarkę i finanse. Dzięki przekazywanym informacjom zwiększa się zainteresowanie daną jednostką samorządu terytorialnego, przeprowadza się analizy miejscowego rynku pracy, atrakcyjności majątku komunalnego, stosowanych ulg podatkowych, a niekiedy pozyskuje się inwestorów krajowych i zagranicznych, zainteresowanych inwestowaniem na danym terenie. Jest to duża promocja miasta, szczególnie przy wzrastającym bezrobociu w kraju i obecnej koniunkturze gospodarczej.

Na podstawie powyższej analizy można stwierdzić, że obligacje komunalne doskonale promują daną jednostkę samorządu terytorialnego. Nie stanowią natomiast najefektywniejszego instrumentu finansowego rynku kapitałowego oferowanego wspólnotom samorządowym.

EMISJA MONET I BANKNOTÓW W 2001 ROKU

MONETY

Monety przeznaczone na cele kolekcjonerskie

Nominał, parametry	Nazwa monety	Wizerunek		Autor	Wielkość emisji (nakład w sztukach)
		Awers	Rewers		
monety niekruszcowe					
2 zł CuAl5Zn5Sn1 ø 27 mm 8,15 g na boku napis: NBP ośmiokrotnie powtórzo- ny, co drugi odwrócony o 180 stopni rozdzielony gwiazdkami stempel zwykły	Szlak bursztynowy	Wizerunek orła ustalony dla godła Rzeczypospolitej Pol- skiej, po bokach orła ozna- czenie roku emisji: 20-01, pod orłem napis: ZŁ 2 ZŁ, w otoku napis: RZECZPOSPOLITA POLSKA poprzedzony oraz zakończony sześcioma pereł- kami. Pod lewą łapą orła znak mennicy: MW	Stylizowana mapa Europy z oznaczonym gwiazdkami szlakiem bursztynowym. Z lewej strony denar z wi- zerunkiem Nerona. U góry półkolem napis: SZLAK BURSZTYNOWY	Ewa Tyc- Karpińska	500.000
2 zł CuAl5Zn5Sn1 ø 27 mm 8,15 g na boku napis: NBP ośmiokrotnie powtórzo- ny, co drugi odwrócony o 180 stopni rozdzielony gwiazdkami stempel zwykły	Kopalnia soli w Wieliczce	jw.	Scena przedstawiająca pra- cę w kopalni soli kamien- nej w dawnych wiekach: w centralnej części wize- runek czterech górników toczących tzw. bałwan soli. Wokół stylizowany fragment wnętrza kopalni. U góry półkolem napis: KOPALNIA SOLI, u dołu napis: W WIELICZCE	awers: Ewa Tyc- Karpińska rewers: Robert Kotowicz	500.000
2 zł CuAl5Zn5Sn1 ø 27 mm 8,15 g na boku napis: NBP ośmiokrotnie powtórzo- ny, co drugi odwrócony o 180 stopni rozdzielony gwiazdkami stempel zwykły	Trybunał Konstytucyjny 15-lecie orzecznictwa	jw.	W centralnej części stylizo- wany wizerunek głowy or- ła w koronie. Na jego tle stylizowane wizerunki wa- gi i kart papieru. Wokół na- pis: TRYBUNAŁ KON- STYTUCYJNY 15-LECIE ORZECZNICTWA	awers: Ewa Tyc- Karpińska rewers: Andrzej Nowakowski	500.000
2 zł CuAl5Zn5Sn1 ø 27 mm 8,15 g na boku napis: NBP ośmiokrotnie powtórzo- ny, co drugi odwrócony o 180 stopni rozdzielony gwiazdkami stempel zwykły	Zwierzęta świata Paź królowej - Papilio machaon	Wizerunek orła ustalony dla godła Rzeczypospolitej Pol- skiej. Pod orłem oznaczenie roku emisji: 2001, poniżej napis: ZŁ 2 ZŁ. Po bokach łap orła wizerunki flagi państwo- wej. U góry półkolem napis: RZECZPOSPOLITA POLSKA. Pod lewą łapą orła znak mennicy: MW	W centralnej części wize- runek motyla – pazia królowej. W tle fragment lasu. U dołu fragment łąki oraz półkolem napis: PAŹ KRÓLOWEJ – Papilio machaon	awers: Ewa Tyc- Karpińska rewers: Andrzej Nowakowski	600.000

Nominał, parametry	Nazwa monety	Wizerunek		Autor	Wielkość emisji (nakład w sztukach)
		Awers	Rewers		
monety niekruszcowe					
2 zł CuAl5Zn5Sn1 ø 27 mm 8,15 g na boku napis: NBP ośmiokrotnie powtórzo- ny, co drugi odwrócony o 180 stopni rozdzielony gwiazdkami stempel zwykły	100. rocznica urodzin Ks. Kard. Stefana Wyszyńskiego	Wizerunek orła ustalony dla godła Rzeczypospolitej Pol- skiej, po bokach orła oznacze- nie roku emisji: 20-01, pod or- łem napis: ZŁ 2 ZŁ, w otoku napis: RZECZPOSPOLITA POLSKA poprzedzony oraz zakończony sześcioma pereł- kami. Pod lewą łapą orła znak mennicy: MW	Wizerunek Księdza Kardy- nała Stefana Wyszyńskie- go. Z lewej strony daty: 1901 / 1981. Wokół napis: 100-LECIE URODZIN KS. KARD. STEFANA WY- SZYŃSKIEGO	awers: Ewa Tyc- Karpińska rewers: Ewa Olszewska- Borys	1.200.000
2 zł CuAl5Zn5Sn1 ø 27 mm 8,15 g na boku napis: NBP ośmiokrotnie powtórzo- ny, co drugi odwrócony o 180 stopni rozdzielony gwiazdkami stempel zwykły	XII Międzynarodowy Konkurs Skrzypcowy im. Henryka Wieniawskiego	jw.	Wizerunek Henryka Wie- niawskiego. Z lewej strony napis: HENRYK / WIE- NIAWSKI / 1835-1880 na tle zarysu skrzypiec i pul- pitu skrzypcowego	awers: Ewa Tyc- Karpińska rewers: Robert Kotowicz	600.000
2 zł CuAl5Zn5Sn1 ø 27 mm 8,15 g na boku napis: NBP ośmiokrotnie powtórzo- ny, co drugi odwrócony o 180 stopni rozdzielony gwiazdkami stempel zwykły	Poczet królów i książąt polskich Jan III Sobieski (1674-1696)	jw.	Popiersie króla Jana III So- bieskiego. Z prawej strony napis: JAN III / SOBIESKI oraz poniżej daty: 1674 / 1696	Ewa Tyc- Karpińska	500.000
2 zł CuAl5Zn5Sn1 ø 27 mm 8,15 g na boku napis: NBP ośmiokrotnie powtórzo- ny, co drugi odwrócony o 180 stopni rozdzielony gwiazdkami stempel zwykły	Polscy podróżni- cy i badacze Michał Siedlecki (1873-1940)	jw.	Wizerunek Michała Sied- leckiego. Z lewej strony na- pis: MICHAŁ / SIEDLECKI, poniżej w okręgu fauna z planktonu morskiego w różnych powiększe- niach mikroskopowych wg rysunku Michała Siedlec- kiego. Poniżej daty 1873 / 1940	Ewa Tyc- Karpińska	600.000
2 zł CuAl5Zn5Sn1 ø 27 mm 8,15 g na boku napis: NBP ośmiokrotnie powtórzo- ny, co drugi odwrócony o 180 stopni rozdzielony gwiazdkami stempel zwykły	Kołędnicy	jw.	W centralnej części turoń, za nim grupa kołędników. Z prawej strony wizerunek szopki krakowskiej. U góry półkolem napis: KOŁĘD- NICY	awers: Ewa Tyc- Karpińska rewers: Robert Kotowicz	600.000

Nominał, parametry	Nazwa monety	Wizerunek		Autor	Wielkość emisji (nakład w sztukach)
		Awers	Rewers		
monety srebrne					
10 zł Ag 925/1000 ø 32,00 mm 14,14 g bok: gładki stempel lustrzany	ROK 2001	W centralnej części wizerunek orła ustalony dla godła Rzeczypospolitej Polskiej na tle ozdobnego reliefu. Poniżej orła z lewej strony oznaczenie roku emisji: 2001. Poniżej napis: 10 ZŁ. Z prawej strony oraz poniżej orła fragment stylizowanego obwodu drukowanego. U góry półkolem napis: RZECZPOSPOLITA POLSKA. Pod lewą łapą orła znak mennicy: MW	Stylizowany obwód drukowany i ekran komputera. Na ekranie fragmenty rysów kontynentów: Europy, Azji, Afryki, Ameryki Północnej i Ameryki Południowej. Z prawej strony napis: ROK. Poniżej stylizowany klawisz, na nim widoczne w zależności od kąta patrzenia: strzałka lub napis: 2001. Z lewej strony ukośnie napis: XXI	Robert Kotowicz	35.000
10 zł Ag 925/1000 ø 32,00 mm 14,14 g na boku napis: TRYBUNAŁ KONSTYTUCYJNY W SŁUŻBIE PAŃSTWA PRAWA rozdzielony gwiazdką stempel lustrzany	Trybunał Konstytucyjny 15-lecie orzecznictwa	Wizerunek orła ustalony dla godła Rzeczypospolitej Polskiej z fragmentem łańcucha sędziowskiego z literami RP. Z lewej strony napis: 10, z prawej oznaczenie roku emisji: 2001. Wokół półkolem napis: RZECZPOSPOLITA POLSKA oraz: ZŁOTYCH. Pod lewą łapą orła znak mennicy: MW	W centralnej części stylizowany wizerunek głowy orła w koronie. Na jego tle stylizowane wizerunki wagi i kart papieru. Wokół napis: TRYBUNAŁ KONSTYTUCYJNY 15-LECIE ORZECZNICTWA	Andrzej Nowakowski	25.000
10 zł Ag 925/1000 ø 32,00 mm 14,14 g na boku napis: 100. ROCZNICA URODZIN, trzykrotnie powtórzony, rozdzielony gwiazdkami, stempel lustrzany	100. rocznica urodzin Ks. Kard. Stefana Wyszyńskiego	Wizerunek orła ustalony dla godła Rzeczypospolitej Polskiej. U góry półkolem napis: RZECZPOSPOLITA POLSKA. Poniżej orła napisy: na wstędze SOLI DEO oraz z lewej strony: ROK, z prawej: 2001. U dołu półkolem napis: ZŁOTYCH 10 ZŁOTYCH. Pod lewą łapą orła znak mennicy: MW	Wizerunek Księdza Kardynała Stefana Wyszyńskiego na tle zarysu katedry św. Jana w Warszawie. Z lewej strony daty: 1901+1981. U góry półkolem napis: KS. KARDYNAŁ STEFAN WYSZYŃSKI	Ewa Olszewska-Borys	60.000
10 zł Ag 925/1000 ø 32,00 mm 14,14 g Na boku napis: XII MIĘDZYNARODOWY KONKURS SKRZYPCOWY IM. HENRYKA WIENIAWSKIEGO, rozdzielony gwiazdką, stempel lustrzany	XII Międzynarodowy Konkurs Skrzypcowy im. Henryka Wieniawskiego	Powyżej stylizowanego pulpitu skrzypcowego i fortepianowego wizerunek orła ustalony dla godła Rzeczypospolitej Polskiej, poniżej troje skrzypiec. Z lewej strony oznaczenie roku emisji: 2001, z prawej strony napis: 10 ZŁ. U góry półkolem napis: RZECZPOSPOLITA POLSKA. Pod lewą łapą orła znak mennicy: MW	Wizerunek Henryka Wieniawskiego. U dołu stylizowane faksymile podpisu Henryka Wieniawskiego. Z lewej strony postać skrzypka. U góry, w tle, stylizowana klawiatura fortepianu	Robert Kotowicz	28.000

Nominał, parametry	Nazwa monety	Wizerunek		Autor	Wielkość emisji (nakład w sztukach)
		Awers	Rewers		
monety srebrne					
10 zł Ag 925/1000 ø 32,00 mm 14,14 g bok: gładki stempel lustrzany	Poczet królów i książąt pol- skich Jan III Sobieski (1674-1696)	Wizerunek orła ustalony dla godła Rzeczypospolitej Pol- skiej, po bokach orła oznacze- nie roku emisji: 20-01, pod or- łem napis: ZŁ 10 ZŁ, w otoku napis: RZECZPOSPOLITA POLSKA poprzedzony oraz za- kończony pięcioma perełkami. Pod lewą łapą orła znak men- nicy: MW	Popiersie króla Jana III So- bieskiego na tle fragmentu płaskorzeźby wg obrazu Ja- na Matejki „Jan III pod Wiedniem”. U góry półko- łem napis: JAN III SOBIE- SKI 1674-1696	Ewa Tyc- Karpińska	24.000
10 zł Ag 925/1000 ø 32,00 mm 14,14 g bok: gładki stempel lustrzany	Poczet królów i książąt polskich Jan III Sobieski (1674-1696)	jw.	Półpostać króla Jana III Sobieskiego. Z prawej stro- ny półkołem napis: JAN III SOBIESKI. U dołu daty: 1674 / 1696	Ewa Tyc- Karpińska	17.000
10 zł Ag 925/1000 ø 32,00 mm 14,14 g bok: gładki stempel lustrzany	Polscy podróż- nicy i badacze Michał Siedlecki (1873-1940)	U góry wizerunek orła ustalo- ny dla godła Rzeczypospolitej Polskiej. Z prawej strony na- pis: ROK 2001. Poniżej stylizo- wane wizerunki: dwóch ryb mórz tropikalnych, koralow- ców oraz roślin morskich. U góry półkołem napis: RZECZPOSPOLITA POLSKA 10 ZŁ. Pod lewą łapą orła znak mennicy: MW	Wizerunek Michała Sied- leckiego. Z lewej strony napis: MICHAŁ / SIED- LECKI, poniżej w okręgu fauna z planktonu mor- skiego w różnych powięk- szeniach mikroskopowych wg rysunku Michała Sied- leckiego. Poniżej daty 1873 / 1940	Ewa Tyc- Karpińska	26.000
20 zł Ag 925/1000 - oksydowane oraz bursztyn ø 38,61 mm 28,28 g bok: gładki stempel zwykły	Szlak bursztynowy	Z lewej strony wizerunek orła ustalony dla godła Rzeczy- pospolitej Polskiej. Z prawej stro- ny napis: 20 ZŁ. Poniżej dwa srebrne naczynia rzymskie. Wokół napis: RZECZPOSPOLI- TA POLSKA 2001. Pod lewą łą- pą orła znak mennicy: MW	Stylizowana mapa Europy z oznaczonym gwiazdkami szlakiem bursztynowym. U góry bursztyn, poniżej denar z wizerunkiem Nero- na. Z lewej strony półko- łem napis: SZLAK BURSZ- TYNOWY	Ewa Tyc- Karpińska	30.000
20 zł Ag 925/1000 oraz cyrkonია ø 38,61 mm 28,28 g bok: gładki stempel lustrzany	Kopalnia soli w Wieliczce	Wizerunek orła ustalony dla go- dła Rzeczypospolitej Polskiej na tle stylizowanego fragmentu skały z żyłami soli. Poniżej orła z lewej strony oznaczenie roku emisji: 2001, z prawej strony na- pis: 20 / ZŁ. U góry półkołem na- pis: RZECZPOSPOLITA, u dołu półkołem na tle stylizowanej skały napis: POLSKA. Pod lewą łapą orła znak mennicy: MW	Scena przedstawiająca pra- cę w kopalni soli kamien- nej w dawnych wiekach: w centralnej części wizeru- nek czterech górników to- czących tzw. bałwan soli, w tle pracujący górnicy. U góry napis: KOPALNIA SOLI, u dołu cyrkonია imi- tująca kryształ soli oraz na- pis: W WIELICZCE	Robert Kotowicz	25.000

Nominał, parametry	Nazwa monety	Wizerunek		Autor	Wielkość emisji (nakład w sztukach)
		Awers	Rewers		
monety srebrne					
20 zł Ag 925/1000 ø 38,61 mm 28,28 g bok: gładki stempel lustrzany	Zwierzęta świata Paź królowej – Papilio machaon	Wizerunek orła ustalony dla godła Rzeczypospolitej Polskiej. Pod orłem oznaczenie roku emisji: 2001, poniżej napis: ZŁ 20 ZŁ. Po bokach łap orła wizerunki flagi państwowej. U góry półkolem napis: RZECZPOSPOLITA POLSKA. Pod lewą łapą orła znak mennicy: MW	W centralnej części wizerunek motyla – paź królowej. W tle fragment lasu. U dołu fragment łąki oraz półkolem napis: PAŹ KRÓLOWEJ – Papilio machaon	awers: Ewa Tyc-Karpińska rewers: Andrzej Nowakowski	26.500
20 zł Ag 925/1000 - oksydowane oraz cyrkonia ø 38,61 mm 28,28 g bok: gładki stempel zwykły	Kołędnicy	Wizerunek szopki krakowskiej z wkomponowanym w bramę wizerunkiem orła ustalonym dla godła Rzeczypospolitej Polskiej. Z prawej strony, na tle fragmentu szopki napis: 20 / ZŁ. Z lewej strony u dołu oznaczenie roku emisji: 2001. U góry półkolem napis: RZECZPOSPOLITA POLSKA. Pod lewą łapą orła znak mennicy: MW	W centralnej części grupa kołedników z gwiazdą z cyrkonii. W tle wierzby, kościół i chaty. Z lewej i z prawej strony gałązki krzewów. U dołu napis: KOŁĘDNICY	Robert Kotowicz	55.000
monety złote					
100 zł Au 900/1000 ø 21,00 mm 8,00 g bok: gładki stempel lustrzany	Poczet królów i książąt polskich Władysław I Łokietek (1320-1333)	Wizerunek orła ustalony dla godła Rzeczypospolitej Polskiej, po bokach orła oznaczenie roku emisji: 20-01, pod orłem napis: ZŁ 100 ZŁ, w otoku napis: RZECZPOSPOLITA POLSKA. Pod lewą łapą orła znak mennicy: MW	Popiersie króla Władysława I Łokietka. U góry półkolem napis: WŁADYŚŁAW I ŁOKIETEK – 1320-1333	Stanisława Wątróbska-Frindt	2.000
100 zł Au 900/1000 ø 21,00 mm 8,00 g bok: gładki stempel lustrzany	Poczet królów i książąt polskich Bolesław III Krzywousty (1102-1138)	jw.	Popiersie księcia Bolesława III Krzywoustego. Wokół napis: BOLESŁAW III KRZYWOUSTY 1102-1138	Ewa Olszewska-Borys	2.000
100 zł Au 900/1000 ø 21,00 mm 8,00 g bok: gładki stempel lustrzany	Poczet królów i książąt polskich Jan III Sobieski (1674-1696)	jw.	Popiersie króla Jana III Sobieskiego. Poniżej pancerz: tarcza (kałkan), buławy i buzdygany oraz napis: JAN III SOBIESKI. U góry po bokach wizerunku króla daty: 1674 oraz 1696	Ewa Tyc-Karpińska	2.200
200 zł trzy częściowa: pierścień zewnętrzny: Au900Cu100 pierścień wewnętrzny: Au900Ag60Cu40 rdzeń: Au900Pd100 ø 27,00 mm 15,20 g bok: gładki stempel lustrzany	ROK 2001	W centralnej części wizerunek orła ustalony dla godła Rzeczypospolitej Polskiej. Wokół orła stylizowany wir. Powyżej orła oznaczenie roku emisji: 2001. Wokół napis: RZECZPOSPOLITA POLSKA oraz 200 ZŁ. Pod lewą łapą orła znak mennicy: MW	Stylizowany wizerunek kobiety i mężczyzny wchodzących do tunelu symbolizującego przyszłość. Z lewej strony półkolem napis: ROK 2001	Roussanka Nowakowska	4.000

Nominal, parametry	Nazwa monety	Wizerunek		Autor	Wielkość emisji (nakład w sztukach)
		Awers	Rewers		
monety złote					
200 zł Au 900/1000 ø 27,00 mm 15,50 g na boku napis: 100. ROČNICA URODZIN, trzykrotnie powtórzony rozdzielony gwiazdkami, stempel lustrzany	100. rocznica urodzin Ks. Kard. Stefana Wyszyńskiego	Z prawej strony wizerunek orła ustalony dla godła Rzeczypospolitej Polskiej. Z lewej strony herb Ks. Kard. Stefana Wyszyńskiego. U dołu napis: 200 / ZŁOTYCH oraz półkołem: RZECZPOSPOLITA POLSKA 2001 ROK. W tle stylizowany fragment architektury gotyckiej. Pod lewą łapą orła znak mennicy: MW.	Wizerunek Księdza Kardynała Stefana Wyszyńskiego na tle stylizowanego fragmentu architektury gotyckiej. Z lewej strony daty: 1901 / 1981. Wokół napis: 100 – LECIE URODZIN KS. KARD. STEFANA WYSZYŃSKIEGO.	Ewa Olszewska- Borys	4.500
200 zł Au 900/1000 ø 27,00 mm 15,50 g Na boku napis: XII MIĘDZYNARODOWY KONKURS SKRZYPKOWY IM. HENRYKA WIENIAWSKIEGO, rozdzielony gwiazdką, stempel lustrzany	XII Międzynarodowy Konkurs Skrzypcowy im. Henryka Wieniawskiego	Na tle stylizowanego zapisu nutowego: postać skrzypka, z lewej strony wizerunek orła ustalony dla godła Rzeczypospolitej Polskiej, poniżej napis: dolce ma sotto voce oraz napis: 200 / ZŁ; z prawej strony oznaczenie roku emisji: 2001. U dołu półkołem napis: RZECZPOSPOLITA POLSKA. Pod lewą łapą orła znak mennicy: MW	Wizerunek Henryka Wieniawskiego. U dołu stylizowane faksymile podpisu Henryka Wieniawskiego.	Robert Kotowicz	2.000

2. Monety powszechnego obiegu – nakłady monet w roku 2001 i w poprzednich latach

Nominał	1990	1991	1992	1993	1994	1995
5 zł					112 896 033	
2 zł					79 644 000	122 880 020
1 zł	20 240 000	60 080 000	102 240 000	20 904 000	69 956 000	99 740 122
50 gr	29 152 000	99 120 000	116 000 000			101 600 113
20 gr	25 100 000	75 400 000	106 100 001			
10 gr	43 055 000	123 164 300	210 005 000	80 240 008		
5 gr	70 240 000	171 040 000	103 784 000	20 280 101		
2 gr	34 400 000	97 410 000	157 000 003			
1 gr	29 140 000	79 000 000	362 000 000	80 780 000		102 280 109

Nominał	1996	1997	1998	1999	2000	2001
5 zł	52 940 003					
2 zł						
1 zł						
50 gr						
20 gr	29 745 000	59 755 000	52 500 000	25 985 000	52 135 000	41 980 001
10 gr			62 695 000	47 040 000	104 060 000	62 820 000
5 gr			93 472 002	99 024 000	75 600 000	67 368 000
2 gr		92 400 002	154 840 050	187 900 000	94 500 000	84 000 000
1 gr		103 080 002	257 640 003	203 970 000	210 100 000	210 000 020

BANKNOTY

W 2001 r. Polska Wytwórnia Papierów Wartościowych S.A. wyprodukowała i dostarczyła do NBP następujące nominały banknotów: 20 zł i 100 zł.

opr. Krystyna Jackowska

Wiesław Szczęsny: Firma w otoczeniu fiskalnym

Warszawa 2001 Difin

Nowa pozycja wydawnicza Wiesława Szczęsnego *Firma w otoczeniu fiskalnym* niewątpliwie zapełnia lukę w dziedzinie prac z zakresu finansów publicznych i finansów przedsiębiorstwa w Polsce. Mimo bowiem dość dużej liczby publikacji dotyczących problematyki budżetowej i podatkowej trudno było dotąd znaleźć takie, które podejmowałyby tematykę różnych strategii podatkowych przedsiębiorstw i konsekwencji stosowania tych strategii w różnych warunkach gospodarczych i systemowych. Istotnymi cechami pracy są: aktualność i praktyczna użyteczność. Ten ostatni walor pracy nie ogranicza jednak bardzo poważnego potraktowania teorii finansów publicznych jako podstawy prowadzonych rozważań. Takie podejście do tematu sprawia, że Autor słusznie eksponuje swój zamiar, by książka była materiałem do studiowania przez słuchaczy wyższych uczelni. Zamyśl ten w pełni popieram. Na tę moją opinię wpływa poprawność dydaktyczna zaprezentowanych treści i układ pracy.

Część pierwsza (rozdział I), zatytułowana *Czynniki i determinanty otoczenia fiskalnego*, na podstawie bogatej i dobrze dobranej literatury naukowej przedstawia i weryfikuje poglądy (w tym wielu klasyków ekonomii) na temat fiskalizmu i jego przyczyn, aktywnej, neutralnej czy pasywnej polityki fiskalnej, zadań polityki fiskalnej, jej narzędzi oraz modeli, z wyróżnieniem podatku jako podstawowego instrumentu polityki fiskalnej. Bez względu na to czy czytelnik tej części pracy jest fachowo przygotowany i stanowi ona dla niego głównie przypomnienie referowanych kwestii, czy też zaznajamia się z nimi po raz pierwszy, bardzo komunikatywna forma prezentacji sprawia, że czyta się z zainteresowaniem i że pobudza do refleksji. Już choćby na podstawie

lektury i weryfikacji poglądów zawartej w tej części pracy trzeba uznać za prawidłową tezę W. Szczęsnego, że „zachowanie neutralności polityki fiskalnej względem przedsiębiorstw jest praktycznie niemożliwe, dlatego też - bez względu na podejmowane próby reform, czynnik ten zawsze będzie wymuszał określone dostosowania przedsiębiorstw” (s. 10). Mimo teoretycznego charakteru rozdziału warto podkreślić, że budzi on także bardzo praktyczne, odnoszące się do naszego kraju refleksje, jak choćby przypomnienie, skąd wzięła się koncepcja podatku liniowego (s. 40-41), proponowanego dziś przez niektórych polskich ekonomistów i znajdującego nawet odzwierciedlenie w programach wyborczych. Autor recenzowanej pracy, nie dyskutując z tą koncepcją, beznamytnie, lecz bardzo wymownie konstatuje: „Mimo niekwestionowanych zalet podatku liniowego, żaden kraj Unii Europejskiej nie zdecydował się jak dotychczas na takie rozwiązanie. Również w Stanach Zjednoczonych gdzie myśl ta powstała, nie ma zgodności poglądów co do jego skutków” (s. 41).

Druga część pracy jest swego rodzaju analizą skali fiskalizmu we współczesnej gospodarce w zestawieniu z realizowanymi wydatkami publicznymi. Ten tok rozumowania warto wyeksponować, bowiem jak słusznie stwierdza W. Szczęsny - „Z reguły wyraźniej dostrzega się fiskalizm, a mniej wyraźnie korzyści z istnienia dóbr publicznych” (s. 50). Autor podejmuje próbę odpowiedzi na pytanie, „czy można mówić o wzorcu wydatków publicznych, które by maksymalizowały sumę użyteczności społecznej gospodarki”. W związku z tym, przyjmując jako kryterium efektywności gospodarki danego kraju jej zdolność do międzynarodowej konkurencyjności, dokonuje interesującej analizy

porównawczej krajów UE. Wskazuje na korelację między efektywnością (konkurencyjnością) gospodarki a stopniem wydatków na badania i rozwój. Za cenne trzeba uznać także wnioski dotyczące czynników konkurencyjności, a wśród nich obserwację, że o utrzymaniu przewagi konkurencji decyduje potencjał eksportowy, a nie towar eksportowy. Tylko potencjał eksportowy może bowiem zapewnić wykreowanie nowych produktów, które odtwarzać będą konkurencyjną pozycję gospodarki.

Obserwowane tendencje rozwoju gospodarki światowej rodzą konsekwencje dla Polski. Zdaniem Autora istnieje nie tylko potrzeba określania priorytetów rozwojowych, takich jak edukacja, rozwój nauki i przedsiębiorczości. Ich określenie stanowi o celowości zastosowania aktywnego, a nie biernego scenariusza rozwoju kraju. W. Szczesny słusznie sugeruje zatem konieczność zmian w polityce gospodarczej i sformułowania priorytetów w wydatkach budżetowych, zgodnych ze współczesnymi tendencjami rozwoju. Nadto istnieje potrzeba amortyzowania dolegliwości społecznych związanych z reformami. Specyfika budowania gospodarki rynkowej w Polsce wymaga obecnie znaczącej roli instytucji państwowych. Nie oznacza to jednak, mimo presji na wydatki publiczne, że muszą być one wykorzystywane nieracjonalnie. Przykłady krajów o dużej obecnie konkurencyjności, które nie tak dawno budowały swoją potęgę przy wysokiej skali redystrybucji za pośrednictwem sektora publicznego, świadczą, że sposób ten nie musi się charakteryzować brakiem efektywności.

Porównania skal opodatkowania obrotów przedsiębiorstw i dochodów osób prawnych i fizycznych w krajach Unii Europejskiej pozwalają W. Szczesnemu na prawidłową konstatację, że problem ten nie może być rozwiązany na zasadzie pełnej unifikacji z innymi krajami, a system podatkowy powinien być zgodny z właściwym danemu systemowi społeczno-gospodarczemu mechanizmem regulacyjnym. Podzielam również pogląd wyrażony w książce, że przesunięcie ciężaru z podatków bezpośrednich na pośrednie stwarza względnie wyższe obciążenia podatkami ludzi gorzej sytuowanych, a zbyt wysoka stawka podatku VAT w warunkach danego popytu efektywnego wpływa na zmniejszenie wielkości działalności gospodarczej przedsiębiorstw i ich wyników finansowych.

Dodatkowym dowodem na aktualność i osadzenie pracy w polskich realiach są te fragmenty pracy, które poświęcono kwestii zapotrzebowania na środki publiczne w okresie transformacji, długowi publicznemu jako czynnikowi kreacji wydatków budżetowych, a także bardzo udana próba konfrontacji potrzeb kraju z dotychczasową polityką społeczno-gospodarczą państwa. Zagadnienia te oparto na materiale faktycznym, jak też na opiniach innych autorów. Prowadzą one W. Szczesnego do wniosku niepodważalnego i potwierdzonego również zdarzeniami niemal z ostatnich chwil - że

w najbliższej przyszłości nie będzie realnych przesłanek zmniejszenia zarówno wydatków budżetowych, jak też fiskalizmu gospodarki.

Tłem szczegółowych rozważań prowadzonych z mikroekonomicznego punktu widzenia jest określenie przedsiębiorstwa jako szczególnego podmiotu w gospodarce rynkowej oraz charakterystyka systemu podatkowego jako podstawy otoczenia fiskalnego przedsiębiorstwa. Stanowi to trzecią część książki, zatytułowaną *Implikacje otoczenia fiskalnego dla przedsiębiorstwa*.

Kolejny rozdział poświęcony jest teoretycznej, ale popartej przykładami liczbowymi, analizie dostosowania przedsiębiorstw do opodatkowania dochodów. W tej części Autor, powołując się na wybitnych znawców finansów publicznych i polityki fiskalnej, określa i charakteryzuje zjawisko i formy unikania podatku przez podmioty gospodarcze. Wskazuje też na implikacje obciążeń podatkowych w zależności od przyjętej strategii przedsiębiorstwa.

Do celów prowadzonej analizy Autor wyróżnia:

I. Strategie bez możliwości przerzucania podatku, do których zalicza:

- a) strategię maksymalnego zysku,
- b) strategię maksymalnej sprzedaży.

II. Strategie umożliwiające przerzucanie podatku, w ramach których wyodrębnia:

- a) strategię ograniczenia budżetowego (dostosowania rozmiarów produkcji do potrzeb finansowych),
- b) strategię kosztową.

Charakterystyka tych strategii oraz wskazanie na skutki zastosowania każdej z nich to niewątpliwie dorobek o charakterze zarówno teoretycznym, jak i praktycznym. W reasumpcji tych rozważań Autor słusznie podkreśla wspólność pewnych cech tych strategii w zależności od sposobu i przedmiotu oddziaływania. Prowadzi Go to do wniosku o celowości podziału całości strategii na grupy strategii: kosztowych i dochodowych. Podobnie jak w przypadku strategii przedsiębiorstw, W. Szczesny analizuje metody dostosowywania się przedsiębiorstw do skutków polityki fiskalnej w dziedzinie opodatkowania dochodów. W tym kontekście omawia: zwolnienia i ulgi systemowe, zaległości podatkowe jako czynnik bieżącego zmniejszenia obciążenia podatkowego, korzyści przedsiębiorstwa z wyboru formy organizacyjno-prawnej podmiotu gospodarczego i wybór miejsca działalności gospodarczej. Dość dokładna, jak na objętość pracy, charakterystyka możliwości zmniejszenia przedsiębiorstwa ciężaru podatkowego ma duże znaczenie, bowiem jak słusznie twierdzi Autor „jest podstawą polityki finansowej przedsiębiorstwa”. Przestrzega on jednak przed nadużywaniem tych metod, bo wywołuje to ze strony centrum działania polegające na zaostrzeniu polityki fiskalnej.

Ostatnia część pracy poświęcona jest dostosowaniu przedsiębiorstw do opodatkowania obrotów. Analiza tego zagadnienia poparta jest materiałem faktycznym

dotyczącym skali makro, przykładami liczbowymi oraz wykresami. Odnosi się do związku obciążeń podatkiem VAT ze strukturą sprzedaży, konsekwencji podatku pośredniego dla przedsiębiorstwa, wpływu elastyczności popytu/podaży na wielkość obciążenia podatkowego i wielkości sprzedaży. W. Szczęsny zwraca przy tym uwagę na zróżnicowanie skutków nałożenia podatku w poszczególnych przedsiębiorstwach.

W świetle całości analiz i wywodów w ostatniej części książki trudno oprzeć się wrażeniu, że i oddziaływanie podatków pośrednich na zachowania przedsię-

biorstw jest dość silne, co oczywiście wynika ze stymulacyjnej funkcji każdego narzędzia systemu finansowego (w tym także podatku). W odniesieniu do całej pracy W. Szczęsnego można więc powiedzieć, że nie tylko dowiódł On tezy, iż powszechność i siła oddziaływania fiskalizmu sprawia, że przedsiębiorstwa powinny szukać sposobów dostosowania się do tego zjawiska, lecz także wskazał wiele metod tego dostosowania, wykazując się wysokimi kompetencjami we wszystkich prezentowanych kwestiach.

rec. Jan Szczepański

Banki w Polsce. Wyzwania i tendencje rozwojowe

Praca zbiorowa pod redakcją Władysława L. Jaworskiego
Warszawa 2001 Poltext

Niedawno ukazała się nowa książka poświęcona polskiemu systemowi bankowemu, zatytułowana *Banki w Polsce. Wyzwania i tendencje rozwojowe*. Książka jest pokłosiem przemysłów i badań przeprowadzonych w ramach grantu badawczego przez zespół pracowników naukowych SGH kierowany przez prof. Władysława L. Jaworskiego. Poruszane problemy zostały podzielone na trzy tematy, które stały się tytułami poszczególnych części książki: „Tendencje rozwojowe”, „Zmiany instytucjonalne” oraz „Nowe metody zarządzania”.

Książkę rozpoczyna bardzo obszerny tekst Z. Zawadzkiej, omawiający tendencje w sektorze bankowym większości państw świata, określane przez autorkę mianem rewolucji finansowej. Pierwsze dwa punkty

zawierają omówienie przemian zachodzących w otoczeniu banków oraz w zachowaniach klientów. Kolejne dwa zostały poświęcone analizie wpływu zmian w otoczeniu na rozwój regulacji prawnych i działań nadzorczych oraz na sytuację banków. Ostatni natomiast omawia nowe kierunki działania banków, które są odpowiedzią na te wszystkie zmiany.

Z ciekawszych spostrzeżeń autorki warto odnotować to, że z jednej strony daje się zauważyć proces postępującej deregulacji rynków finansowych w poszczególnych krajach, rozpoczęty jeszcze w latach siedemdziesiątych, którego efektem jest praktyczny brak ograniczeń przepływów funduszy w skali międzynarodowej. Z drugiej strony trwa proces przeciwny, nazwany reregulacją,

a polegający na nakładaniu na banki coraz to nowszych ograniczeń, których celem jest poprawa bezpieczeństwa funkcjonowania systemu bankowego. Obydwa procesy autorka ocenia pozytywnie, ponieważ doprowadziły do zwiększenia konkurencji na rynku bankowym. Jako „mniej pozytywny” ocenia natomiast efekt globalizacji, deregulacji i konkurencji w postaci wzrostu skali wahań kursów akcji, kursów wymiennych i stóp procentowych (s. 15). Odpowiadając na końcu na pytanie o przyszłość banków, autorka stwierdza, iż rola banków jako tradycyjnych pośredników finansowych, przyjmujących depozyty i udzielających kredytów, może ulec pewnemu ograniczeniu, ale ze względu na ich pozycję instytucji zaufania publicznego raczej nie zostaną zastąpione przez innych pośredników.

Artykuł A. Kaźmierczaka pt.: „Wpływ zmian podaży pieniądza na produkcję i ceny” ma, w mojej ocenie, bardzo luźny związek z zasadniczym tematem książki. Zawiera bowiem omówienie badań, których celem była weryfikacja empiryczna równania wymiany I. Fishera (a nie Fischera, jak w tekście) w warunkach polskich w latach 1991-1999. Opierając się na danych kwartalnych z lat 1996-1999, dotyczących stóp wzrostu podaży pieniądza M2 oraz stóp wzrostu PKB w ujęciu realnym, autor dokonuje werbalnej analizy interesujących go związków. Wynika z niej, że związek między podażą pieniądza a PKB jest słaby, a między cenami i podażą pieniądza związku nie ma.

Do tak przeprowadzonej „analizy” mam bardzo poważne zastrzeżenia. Pierwsze dotyczy okresu objętego badaniami. Mimo wcześniejszej uwagi na s. 52, iż „stwierdzenia ilościowej teorii pieniądza nie odnoszą się do okresów krótkich (...)”, autor przeprowadza analizę okresu czteroletniego. Faktu, że jest to okres krótki, nie zmienia posłużenie się danymi kwartalnymi.

Zastrzeżenie drugie dotyczy badania związku między stopami wzrostu podaży pieniądza w ujęciu realnym a stopami wzrostu cen nominalnych. Taki zabieg uważam za sprzeczny z logiką i prowadzący do zupełnie błędnych wniosków. Jeżeli nominalna podaż pieniądza zwiększa się na przykład z poziomu 1.000 zł do 1.100 zł, czyli o 10%, to na rynku pojawi się - w postaci dodatkowego popytu - 100 złotych i owe 100 złotych oddziaływa ewentualnie na ceny lub produkcję. Dokonanie zabiegu „urealniania” podaży pieniądza poprzez zdeflacjonowanie jej wskaźnikiem wzrostu cen (np. 10%) da realną stopę wzrostu podaży pieniądza 0% (pieniądza nie przybyło!) i w efekcie badacz stwierdzi brak związku między wzrostem podaży pieniądza a wzrostem cen. Czy taki „dowód” jest prawdziwy?

Kolejna uwaga dotyczy doboru zmiennych do analizy. Jeżeli celem analizy ma być wykazanie związku, lub jego braku, między zmiennymi ekonomicznymi, to rzetelność badawcza wymaga poddania badaniu różnych postaci analizowanych zmiennych, a więc stanów, przyrostów bezwzględnych, przyrostów względnych

zwykłych i logarytmicznych. Dopiero po takiej serii badań można ewentualnie wyciągać wnioski, pamiętając wszakże o zastrzeżeniach, że każdy model bardzo upraszcza rzeczywistość. W rozważanym przypadku autor nie wspomina w ogóle o takich próbach, przez co trudno oprzeć się wrażeniu, że tekst pisany jest pod określona z góry tezę.

Od momentu, w którym Z. Krzyżkiewicz, podobnie jak inni współautorzy recenzowanej książki, postawił ostatnią kropkę w swoim tekście, perspektywa przystąpienia Polski do Unii Europejskiej skróciła się przynajmniej o rok, przez co wiele spraw, o których autor pisał w czasie przyszłym, stało się już teraźniejszością, a nawet przeszłością. Dotyczy to zwłaszcza usług bankowości elektronicznej, które - za sprawą rewolucji w dziedzinie informatyki, a tym samym w technologii bankowej - stały się dostępne praktycznie dla każdego, kto ma dostęp do komputera, niekoniecznie własnego, podłączonego do internetu. Podobny postęp nastąpił w sferze rozliczeń międzybankowych, zarówno krajowych (np. system IMBIR już działa), jak i zagranicznych przy użyciu euro jako waluty rozliczenia. Niemniej warto sięgnąć do tego tekstu, szukając informacji o rozliczeniach gotówkowych i bezgotówkowych, praniu pieniędzy, rozrachunkach transgranicznych i innych kwestiach ze sfery rozliczeń, które mają znaczenie w związku z mającym nastąpić przyjęciem Polski do Unii Europejskiej.

Drugą część książki, zatytułowaną „Zmiany instytucjonalne”, otwiera tekst W. L. Jaworskiego pt.: „Konieczność zmian instytucjonalnych w nowych warunkach działania banków w Polsce”. Jest to najbardziej kontrowersyjny tekst w całym tomie, co jest o tyle zrozumiałe, że sam problem ma taką właśnie, kontrowersyjną, naturę, a autor jest znany z wyrazistego stanowiska w sprawach, o których pisze.

Rozważania i postulaty autora dotyczą kilku kluczowych spraw związanych z procesem ewolucji polskiego systemu bankowego. Sprawa pierwsza to niezależność Narodowego Banku Polskiego, kompetencje i sposób powoływania Rady Polityki Pieniężnej oraz usytuowanie Komisji Nadzoru Bankowego. Profesorowi nie podobają się rozwiązania systemowo-prawne przyjęte w Polsce i zapisane w stosownych aktach prawnych i zdecydowanie je krytykuje. Ma, oczywiście, do tego prawo. W ferworze dyskusji padają jednak argumenty, które muszą budzić zdziwienie. Nie bardzo rozumiem, jak można twierdzić (s. 91), że „doktryna kierownictwa NBP w ogóle nie dopuszcza takiej możliwości” (chodzi o redyskontowanie weksli przez NBP - R.S.), skoro redyskonto jest jednym z narzędzi polityki monetarnej wymienianym w art. 44 ustawy o NBP, a stopa redyskontowa weksli jest ustalana i ogłaszana przez Radę Polityki Pieniężnej.

Trudno też zgodzić się z twierdzeniem na tej samej stronie, że tryb powoływania Rady Polityki Pieniężnej nie stworzył możliwości uczestnictwa w niej osób

o różnej orientacji teoretycznej. Przecież po trzech członków Rady powołują trzy różne organy władzy: prezydent, sejm i senat. Z wielkim trudem - jak sądzę - dałoby się udowodnić, że organy te zostały opanowane przez liberałów i monetarystów. Skoro zaś ta Rada podejmuje takie, a nie inne decyzje, to powinno to skłaniać do głębszej refleksji.

Podobne zdziwienie budzi zdanie: „Usytuowanie nadzoru bankowego w Narodowym Banku Polskim prowadzi do sytuacji, w której nie broni on interesów banków, a współdziała z Narodowym Bankiem Polskim”. Zdziwienie dlatego, że nadzór bankowy ma bronić nie interesu banków, tylko interesu deponentów, którzy powierzają bankom swoje pieniądze. To ich zachowania, wynikające z obawy o utratę oszczędności, mogą zagrozić stabilności i bezpieczeństwu całego systemu finansowego państwa i dlatego właśnie zapewnienie bezpieczeństwa deponentów jest zawsze deklarowanym celem powoływania instytucji nadzorczych. Temu też celowi podporządkowane są wszelkie normy ostrożnościowe wprowadzane do przepisów prawnych praktycznie wszystkich rozwiniętych krajów świata. Skoro więc NBP jest odpowiedzialny za stabilność i bezpieczeństwo systemu bankowego, to jest zrozumiałe, że Komisja Nadzoru Bankowego współdziała z nim w tym zakresie. Nie ma tu większego znaczenia, czy Komisja ta jest usytuowana w strukturach banku centralnego, czy też poza tymi strukturami.

Z dużą satysfakcją czytałem zdanie rozpoczynające część poświęconą omówieniu roli Bankowego Funduszu Gwarancyjnego, które brzmi: „Istnienie funduszu pomocowego i sposób jego działania należy uznać za sprzeczny z dążeniem do konkurencji między bankami oraz swobody dysponowania własnymi środkami przez banki” (s. 95), a także całą argumentację przemawiającą za tym, że działalność BFG pozbawia banki kontroli nad odebranymi im środkami, karze banki dobre za skutki działania źle zarządzanych i powoduje istnienie hazardu moralnego. Satysfakcja bierze się stąd, że sam swego czasu napisałem w referacie na konferencję, iż działalność pomocowa BFG jest ekonomicznym nonsensem.

Szkoda tylko, że w ślad za argumentami W.L. Jaworskiego nie podażyły inne wnioski. Te bowiem, które autor wyciągnął, są - według mnie - trochę mało spójne. Jeżeli działalność BFG powoduje zagrożenie hazardem moralnym, a o tym, że tak jest, przekonuje choćby ostatni casus Banku Staropolskiego, to nie należy postulować - jak to czyni autor (s. 97) - wyłączenia „hazardystów” spod działania ustawy, ponieważ wtedy cały system staje się uznaniowy i całkowicie niespójny, ale likwidację przyczyn hazardu, czyli systemu gwarantowania depozytów.

Nie mogę też zgodzić się z uwagami autora na temat mechanizmu i kryteriów przyznawania zwrotnej pomocy przez BFG. Z faktu, że bank starający się o taką pomoc musi przedłożyć zaakceptowany przez Komisję Nadzoru

Bankowego program sanacyjny, wcale nie wynika, że o pomocy decyduje KNB. Może ona co najwyżej unieemożliwić przyznanie pomocy bankowi, który nie daje nadziei na dalsze normalne funkcjonowanie. Nie sądzę, aby takie zabezpieczenie mogło zaszkodzić bezpieczeństwu systemu bankowego. Na pewno natomiast ogranicza liczbę ośrodków władzy rozdających cudze pieniądze według własnego uznania.

Kolejny temat poruszany przez W.L. Jaworskiego to konieczność obrony tożsamości banków spółdzielczych. Autor zarzuca Komisji Nadzoru Bankowego oraz Ministerstwu Skarbu doktrynalną niechęć do bankowości spółdzielczej. Mają z tego wynikać różne działania, utrudniające przetrwanie na rynku banków spółdzielczych i prowadzące w konsekwencji do ich likwidacji. Oferuję konia z rzędem temu, kto dowiedzie, że działania sanacyjne i konsolidacyjne w sektorze banków spółdzielczych spowodowały niekorzystne skutki, inne niż odcięcie połowy nieudolnych prezesów i innych członków zarządów banków spółdzielczych od ich foteli oraz zmiana sztyldów na budynkach „likwidowanych” banków.

W sprawie kapitału zagranicznego w polskim systemie bankowym W.L. Jaworski zajmuje od lat jednoznacznie negatywne stanowisko i takie też powtarza w recenzowanym opracowaniu. Stanowisko to sprowadza się w gruncie rzeczy do następujących tez, wyrażonych wprost lub nieco tylko innymi słowami:

- rentowne polskie banki państwowe są sprzedawane kapitałowi zagranicznemu niepotrzebnie i zbyt tanio, a poza tym ze szkodą dla gospodarki narodowej,
- następuje wręcz likwidacja polskiego systemu bankowego, która grozi utratą suwerenności polityki gospodarczej (s. 103),
- zagraniczni akcjonariusze działać teraz będą przede wszystkim w interesie przedsiębiorstw z ich krajów macierzystych,
- a gdy nadejdzie stosowny moment, to wyprowadzą z kraju nasze oszczędności,
- i sprzedadzą z zyskiem kupione za bezcen banki Niemcom, nie pytając o zgodę polskich władz.

Zbyt wiele jest tu wątków, z którymi trzeba by polemizować, aby pomieścić je w recenzji. Dlatego też wspomnę tylko bardzo krótko, że większości tych plag skutecznie przeciwdziałają obowiązujące przepisy prawa: ustawy o NBP, Prawa bankowego, dewizowego, o publicznym obrocie papierami wartościowymi, karnego wreszcie, a do reszty - zdrowy rozsądek tych, którzy w transakcjach takich muszą wziąć udział wykładając własne pieniądze, aby mogły one dojść do skutku. Czytelników zaś zachęcam, aby uważnie przeczytali ten tekst, ponieważ ma on ważną zaletę: porusza wiele ważnych dla bankowości spraw i pobudza do myślenia.

Następne cztery teksty w drugiej części książki poświęcone są zmianom zachodzącym w wybranych elementach systemu bankowego. A. Gąsowska analizuje

warunki rozwoju banków hipotecznych w Polsce, G. Rytelewska - kierunki rozwoju bankowości detalicznej w Polsce, R. Walkiewicz rozważa wyzwania dla polskich banków płynące ze strony bankowości inwestycyjnej, a M. Zaleska - aktualne problemy i prawdopodobne zmiany w systemie nadzoru wobec instytucji finansowych. W każdym z tych opracowań pojawia się kontekst integracji z Unią Europejską lub (i) tendencje globalizacyjne w świecie.

Z rzeczowego i ciekawego opracowania A. Gąsowskiej warto odnotować stanowczy sprzeciw autorki wobec prób „rozmiękczenia” rodzącego się dopiero na nowo polskiego systemu bankowości hipotecznej poprzez postulowane tu i ówdzie obniżenie minimalnych progów kapitałowych dla banków hipotecznych. Argumenty przeciwko takim próbom są bardzo rzeczowe. Podobnie zgodzić się należy z jej postulatami w sprawie przyznania listom zastawnym tzw. zdolności lombardowej i pupilarnej, z argumentami za zezwoleniem na szersze lokowanie w listach zastawnych środków funduszy emerytalnych i instytucji ubezpieczeniowych, a także za zwolnieniem środków z emisji listów zastawnych z rezerwy obowiązkowej.

G. Rytelewska omawia w swej pracy po kolei te czynniki, które wyznaczają kierunek i tempo przemian w polskiej bankowości. Są to kolejno: polityka dochodowa, pieniężna i fiskalna, zmiany w zarządzaniu majątkiem w gospodarstwach domowych, nowe instrumenty bankowości detalicznej, system gwarantowania depozytów i ochrony klienta oraz czynniki technologiczne i kulturowe. Z przeprowadzonych przez autorkę badań wynika, że pod względem skłonności do oszczędzania polskie społeczeństwo nie odstaje od średniej krajów rozwiniętych, chociaż poziom naszych oszczędności stanowi około 1/4 tego, czym dysponują gospodarstwa domowe w krajach rozwiniętych. Nie różni się także bardzo pod względem współczynnika nierówności dochodowej. Występują natomiast różnice w formach gromadzenia oszczędności; dominującą formą są lokaty bankowe.

Analizując kwestie systemu ochrony konsumenta, G. Rytelewska m.in. wspomina na s. 166 o niebezpieczeństwie nadmiernego zadłużenia klientów banków i parabanków, które ma być jakoby skutkiem braku nadzoru. I chociaż zaraz niżej wyraża wątpliwości wobec zasadności istnienia w niektórych krajach specjalnych regulacji prawnych na wypadek nadmiernego zadłużenia konsumenta, ze względu na zagrożenie hazardem moralnym, to jednak odniosłem wrażenie, że bliski jest jej jakiś system nadzoru zapobiegający takiemu niebezpieczeństwu. Jeżeli tak jest rzeczywiście, to chciałbym zwrócić uwagę, że najprostszym sposobem doprowadzenia do szybkiej zagłady każdej żywej istoty jest wyłączenie w jej mózgu ośrodka bólu.

Spostrzeżenia G. Rytelewskiej na temat struktury oszczędności potwierdza w swym opracowaniu R. Wal-

kiewicz, chociaż problem, któremu poświęcił swój tekst, dotyczy zupełnie innego segmentu sektora bankowego - bankowości inwestycyjnej. Z jego analizy wynika, że 90% oszczędności stanowią lokaty bankowe, z tego 82% w walucie krajowej i udział tych lokat wzrasta. Bardzo mało popularne są obligacje skarbowe oraz lokaty w akcje i jednostki funduszy powierniczych. Znaczenie tego faktu oraz wielu innych czynników i procesów zachodzących na polskim rynku finansowym, a mających związek z rozwojem bankowości inwestycyjnej, jest poddawane dokładnej analizie. Opierając się na wynikach wielopłaszczyznowych badań polskich przedsiębiorstw, autor stwierdza, że przedsiębiorstwa spoza listy 500 największych są praktycznie skazane na finansowanie niepubliczne kapitałem lub długiem bankowym i, ewentualnie, rynkowym. Jest tam poza tym wiele ciekawych spostrzeżeń i wniosków, o których nie sposób pisać w krótkiej recenzji bez obawy o spłylenie problemu. Jako podsumowanie może chyba służyć tytuł ostatniego punktu tekstu R. Walkiewicza: Bankowość korporacyjna = bankowość inwestycyjna. Po szczegóły odsyłam do oryginału.

Ostatnim w drugiej części recenzowanej książki jest opracowanie M. Zaleskiej zatytułowane „Nadzorowanie instytucji finansowych - aktualne problemy oraz prawdopodobne zmiany”. Jest to rodzaj systematycznej analizy aktów prawnych różnego rzędu oraz praktyki nadzorczej wobec instytucji bankowych i innych instytucji finansowych, odnoszącej te rozwiązania do dyrektyw Unii Europejskiej. Autorka opowiada się za tym, aby nadzór bankowy nie zastępował zarządów banków, ale dbał o przestrzeganie reguł gry na rynku finansowym i o przestrzeganie norm ostrożnościowych, pozostawiając odpowiedzialność za wyniki oraz za upadłość w rękach kierownictwa instytucji finansowych. Obecny system nadzoru autorka ocenia jako taki, który zapewnia pozorne bezpieczeństwo banków przy jednoczesnym ograniczaniu ich rentowności, co jednak na dłuższą metę prowadzi do obniżania bezpieczeństwa. Ze swej strony chciałbym przy tej okazji zauważyć, że wszystkie działania i przepisy nadzorcze o charakterze ogólnym sprowadzają się w istocie do wymuszania na podmiotach objętych nadzorem określonych działań i zachowań nie dlatego, że wymaga tego konkretna sytuacja, lecz dlatego, że tak stanowi przepis prawny.

Trzecią część pracy, zatytułowaną „Nowe metody zarządzania”, otwiera obszerny tekst autorstwa J. Nowakowskiego i R. Jagiełły, poświęcony prezentacji dwóch metod oceny ryzyka kredytowego: metody oczekiwanej niewypłacalności EDF, opracowany przez firmę KMV, oraz CreditMetrics JP Morgana. Opracowanie to może być przydatne dla wszystkich, którzy zajmują się analizą ryzyka kredytowego, zarówno pojedynczego kredytu, jak i łącznego ryzyka portfela.

Pierwsza z opisanych metod bazuje na znanym modelu wyceny opcji Blacka-Scholesa. Autorzy przed-

stawiają dokładnie, a co ważniejsze - bardzo jasno, każdy z czterech etapów prowadzących do określenia prawdopodobieństwa niewypłacalności przedsiębiorstwa. Szczególnie wart podkreślenia w tej metodzie jest fakt, że zdolność kredytowa przedsiębiorstwa oraz prawdopodobieństwo jego upadłości są wyprowadzane z rynkowej wyceny kapitału firmy, czyli ceny jej akcji na giełdzie. Jest to nieco inne podejście do oceny ryzyka kredytowego niż to, które stosuje większość banków.

Silną stroną tej metody jest duży obiektywizm, ponieważ wykorzystuje ona wyłącznie suche dane z rynku, aktualne i historyczne, dotyczące cen akcji, z których są następnie wyznaczane wszystkie elementy potrzebne do określenia ryzyka niewypłacalności. Jest to jednak zarazem słaba strona opisywanej metody, ponieważ może mieć zastosowanie tylko do spółek notowanych na giełdzie, a te następczą bankom zwykle o wiele mniej problemów niż przedsiębiorstwa niepubliczne.

Druga metoda, CreditMetrics, może mieć zastosowanie zarówno do oceny ryzyka pojedynczego kredytu, jak i ryzyka portfela składającego się z wielu różnych kredytów. Bazuje ona na koncepcji tzw. wartości zagrożonej, znanej pod oryginalną nazwą Value at Risk (VaR). Metoda ta, podobnie jak poprzednia, została opisana przez autorów bardzo szczegółowo, z wykorzystaniem przykładów i danych zaczerpniętych z publikacji JP Morgana, dzięki czemu czytelnik otrzymuje przekonujący obraz możliwości jej zastosowania i rodzaju informacji, jakie otrzymuje analityk.

Kończąc prezentację metod analizy ryzyka kredytowego, autorzy zastrzegają, że każda z nich ma określone wady i zalety i dlatego powinny być stosowane jako uzupełnienie metod klasycznych. Jest to tym bardziej uzasadnione w Polsce, gdzie banki nie dysponują odpowiednio długimi szeregami czasowymi danych historycznych, koniecznych do właściwego oszacowania miar ryzyka i prawdopodobieństwa wystąpienia określonych zdarzeń, i gdzie system ratingowy ogranicza się do ratingów wewnętrznych poszczególnych banków, siłą rzeczy bardziej obciążonych subiektywizmem oraz krótką historią kredytobiorców i samego rynku.

Kolejny tandem, w osobach M. Iwanicz-Drozdowskiej i A. Nowak, zajął się nowymi metodami oceny zarządzania efektywnością banków. Metody te zostały przedstawione w trzech grupach.

Grupa pierwsza pozwala ocenić, o ile korzyści osiągane z danej inwestycji lub danej sfery działalności (linii biznesowej) przewyższają te, które były możliwe do osiągnięcia z działań alternatywnych. Do pomiaru tych efektów można posłużyć się metodą bazującą na koncepcji EVA (Economic Value Added) lub jej odmianie SVA (Shareholder Value Added). Stosując opisaną metodę, otrzymuje się bardzo czytelną i dość jednoznaczną informację o tym, jakie skutki dla wartości majątku akcjonariuszy mają analizowane działania. Wartość

dodana dla akcjonariuszy (SVA) została uznana przez autorki za najważniejszą dla oceny efektywności banku.

Druga grupa metod przedstawionych przez M. Iwanicz-Drozdowską i A. Nowak to metoda odsetek rynkowych i wskaźnik RORAC. Ta pierwsza pozwala określić rentowność różnych rodzajów depozytów i kredytów poprzez porównanie ich z alternatywnymi instrumentami rynku pieniężnego lub kapitałowego. Ta druga natomiast służy do zbadania rentowności kapitału własnego banku zaangażowanego (alokowanego) w dany rodzaj operacji. Jeżeli osiągnięty w danej transakcji rezultat w postaci wskaźnika rentowności RORAC jest niższy niż benchmark, to z transakcji należałoby zrezygnować. Muszę w tym miejscu z obowiązku recenzenta, zauważyć, że w recenzowanym tekście na s. 267-269 pojawiają dwie różne miary rentowności kapitału: RORAC (Return on Risk Adjusted Capital), a potem dwukrotnie RAROC (Risk Adjusted Return on Capital), przy czym z kontekstu wynika, że miary te są utożsamiane. Sądzę, że stało się to przez zwykłe przeoczenie.

Trzecia grupa metod opisanych w tekście M. Iwanicz-Drozdowskiej i A. Nowak służy do pomiaru kosztów działania banku, związanych z określonym rodzajem produktów bankowych. Ich dokładna identyfikacja i pomiar mają służyć przede wszystkim do określenia opłacalności poszczególnych produktów i do racjonalizacji kosztów.

Podsumowując swój tekst, autorki próbują ocenić przydatność i możliwości stosowania opisanych metod w polskich warunkach. Z oceny tej wynika, że najmniej problemów powinno następczą stosowanie metody EVA lub SVA. Trudniej będzie wdrożyć metody grupy drugiej ze względu na stosunkowo słabo rozwinięty rynek finansowy oraz brak danych historycznych. Analiza standardowego kosztu operacji wymaga natomiast odpowiedniej, stabilnej struktury organizacyjnej oraz dobrego systemu ewidencyjno-informatycznego, umożliwiającego identyfikację i przypisanie kosztów do określonych rodzajów produktów bankowych.

W tej samej grupie zagadnień mieści się bardzo ważny i ciekawy tekst M.S. Wiatra, poświęcony systemom szacowania indywidualnego ryzyka kredytowego. Autor przedstawia w nim dwa systemy niemieckie, Deutsche Banku i Hessische Landesbanku, oraz system, który - jak pisze autor - opiera się na wzorcu Deutsche Banku i własnych oryginalnych koncepcjach stosowanych w praktyce bankowej. Najwięcej miejsca - co zrozumiałe - autor poświęca opisowi własnego systemu. Jest to system punktowy, w którym ocenie poddawane są różne wskaźniki o charakterze stymulant i destymulant. Przypisano mu określone wartości punktowe, pozwalające na ilościową ocenę kredytobiorcy oraz projektu inwestycyjnego (jeżeli występuje). Ocena ilościowa uzupełniana jest oceną według kryteriów jakościowych i w ostatecznym efekcie klient kwalifikowany jest do określonej klasy ryzyka. Otrzymany w ten

sposób rating firmy pozwala na właściwe potraktowanie jej jako kredytobiorcy.

Na marginesie swojej prezentacji autor ponawia swój postulat, będący efektem własnych doświadczeń z pracy w banku, aby dokonywać głębszej segmentacji kredytobiorców zaliczanych wg aktualnych przepisów prawnych do klasy ryzyka „standard”. Jest to bowiem klasa bardzo zróżnicowana pod względem ryzyka, a zarazem w jej obrębie znajduje się przeszło 3/4 kredytobiorców.

Część poświęconą nowym metodom zarządzania bankami kończy artykuł P. Zawadzkiego, poświęcony przemianom zachodzącym na międzybankowym rynku pieniężnym i walutowym. Jego celem jest - jak sędzę - weryfikacja hipotezy o normalności rozkładu względnych zmian (stóp wzrostu) kursu dolara do złotówki oraz marki do złotówki, co z kolei miało umożliwić określenie stopnia dojrzałości polskiego rynku dewizowego. Tekst jest naszpikowany mało strawną dla profanów terminologią ekonometryczną, gdzie skośność, kurtozy i grube ogony idą o lepsze z dystrybuantami

rozkładu i dającymi się z trudem odczytać wzorami na estymatory i inne dziwnie brzmiące zmienne. Sens jest zaś taki, że otrzymany w efekcie tych wysublimowanych zabiegów tzw. uśmiech zmienności, który na polskim rynku jest - według autora - „grymasem zmienności”, wskazuje na większe prawdopodobieństwo gwałtownej deprecjacji złotówki niż jej aprecjacji. Rzecz jest jednak o tyle podejrzana, że analiza została przeprowadzona na danych z okresu od 1 stycznia 1997 r. do 1 sierpnia 1998 r., a więc pochodzących - licząc od dziś - sprzed ponad dwóch i pół roku, a złotówka nadal nie chce poddać się zakłębom o jej osłabienie. Coś chyba z tymi „grubymi ogonami” jest nie tak. A może to tylko odroczenie wyroku?

Niezależnie jednak od odpowiedzi na ostatnie pytanie, książka pt.: *Banki w Polsce. Wyzwania i tendencje rozwojowe* może przydać się wielu osobom zajmującym się problemami współczesnej bankowości.

rec. Ryszard Szewczyk

W numerze 11-12/2001 „Banku i Kredytu”

nie podaliśmy nazwisk autorów Sprawozdania merytorycznego z konferencji *Polska droga do euro* w Falentach w dniach 22-23 października 2001 r.

Sprawozdanie opracowali: **Olga Szczepańska, Piotr Szpunar, Adam Koronowski.**

SPIS TREŚCI miesięcznika „Bank i Kredyt” - 2001 rok

ROK 2001 Rocznik XXXII nr/str

BANKOWOŚĆ CENTRALNA

Andrzej Sławiński, Dobiesław Tymoczko Czynniki wpływające na wielkość renty menniczej w Polsce 8/4

BANKOWOŚĆ KOMERCYJNA

Piotr Marek Balcerzak, Remigiusz Witold Kaszubski Kontrola wewnętrzna w banku w świetle międzynarodowych standardów 7/32

Lech Bartosik Bank Rosji - niektóre aspekty funkcjonowania w świetle wymagań Traktatu z Maastricht i Statutu ESBC/EBC 4/79

Mirosława Capiga Reengineering kredytów detalicznych w polskiej praktyce bankowej 8/61

Wojciech Grzegorzczak Lojalność klientów indywidualnych wobec banku 4/75

Janina Harasim Wewnętrzne uwarunkowania strategii marketingowych banków detalicznych w Polsce - analiza zasobów finansowych 4/64

Janina Harasim Wewnętrzne uwarunkowania strategii marketingowych banków detalicznych w Polsce - analiza zasobów materialnych 5/14

Paweł Karpiński Gminy na rynku usług bankowych - tendencje i oczekiwania 1-2/69

Paweł Karpiński Opinie przedsiębiorstw o poziomie cen produktów bankowych 4/55

Andrzej Karpio Kredyt o stałym strumieniu rat kapitałowych 9/61

Jacek Karwowski Specjalne strefy eurowalutowe (na przykładzie International Banking Facilities) 5/4

Paweł Kowalewski Międzynarodowy system walutowy a Unia Gospodarcza i Walutowa 4/46

Janusz Kudła Mierzenie wpływu jakości usług na efektywność finansową banków komercyjnych 10/42

Janusz Kudła Organizacja bankowych sieci oddziałowych w Polsce 1-2/78

Dariusz Lewandowski Ryzyko operacyjne w działalności banków - nowe wyzwania, pilna konieczność zarządzania 5/29

Przemysław Malinowski Zastaw na obligacjach jako prawna forma zabezpieczenia wierzytelności kredytowych 6/61

Andrzej Raczko Bankowość hipoteczna 7/46

Wojciech Rogowski Konkurencja na rynku usług bankowych - miary koncentracji 5/43

Grażyna Rytelewska Kierunki rozwoju bankowości detalicznej w Polsce 6/55

Aneta Stasiewicz Unie kredytowe jako niebankowe instytucje depozytowe amerykańskiego systemu bankowego - ze wskazaniem na stan Illinois 10/54

Jerzy Świdorski Ocena syntetyczna wyników badań audytorskich w bankach 5/36

Rafał Walkiewicz Rynek bankowości inwestycyjnej - kontraktów banków komercyjnych 9/65

Ryszard Wierzba System gwarantowania depozytów bankowych we Francji 3/28

Małgorzata Zaleska Zasady tworzenia rezerw na ryzyko bankowe w świetle postanowień Komisji Nadzoru Bankowego 3/39

MAKROEKONOMIA

Bogusław Czarny Inflacja w gospodarce zamkniętej 1-2/48

Elżbieta Czarny, Agnieszka Rusinowska Handel wewnątrzgałęziowy a oligopol Cournota 3/70

Dorota Czykier-Wierzba Wpływ modyfikacji polityki strukturalnej na wydatki z budżetu Unii Europejskiej w latach 2000-2006 i wnioski dla Polski 1-2/31

Jacek Kulawik Instrumenty interwencjonizmu kredytowego 6/4

Adam Lipowski Uwarunkowania wzrostu gospodarczego w świetle analizy porównawczej 6/1

POLITYKA PIENIĘŻNA

Michał Brzoza-Brzezina, Jacek Kołtowski Analiza związku między cenami i pieniądzem w gospodarce polskiej na podstawie modelu **3/4**

Andrzej Wojtyna Skuteczność polityki pieniężnej w warunkach niskiej inflacji: problem zerowej granicy nominalnych stóp procentowych **7/4**

Dorota Wyżnikiewicz Problemy określenia optymalnego poziomu rezerw walutowych **1-2/24**

POLITYKA FISKALNA

Jolanta Ciak Transformacja systemu podatkowego w Polsce w latach 90. **7/57**

Kamilla Marchewka Cele i niezależność polityki zarządzania długiem publicznym - doświadczenia wybranych krajów **9/34**

Ewelina Nojszewska Budżet państwa a wybrane zmiany podatku dochodowego od osób fizycznych w Polsce w latach 1991-1999 **8/32**

PRODUKTY I TECHNIKI BANKOWE

Beata Gos Zasady i ocena funkcjonowania systemu EAF **7/63**

Andrzej Karpio Kredyt o stałym strumieniu rat spłaty **10/60**

Beata Wróbel Przedstawienie i ocena zasad funkcjonowania niemieckiego systemu rozliczeniowego - RTGS^{plus} **8/56**

PRZEDSIĘBIORSTWO

Tadeusz Dudycz CFROI jako nowe narzędzie pomiaru osiągnięć finansowych przedsiębiorstw **5/76**

Amir Fazlagić Kapitał niematerialny **3/89**

Amir Fazlagić Przedsiębiorstwo oparte na wiedzy (The Knowledge Business) **10/65**

Wojciech Pacho Ekonomiczna teoria biurokracji **9/46**

Dorota Witkowska, Iwona Staniec Zastosowanie wybranych metod do klasyfikacji klientów przedsiębiorstwa leasingowego **8/72**

RYNKI I INSTYTUCJE FINANSOWE

Munir AL-Kaber Cechy współczesnego rynku kapitałowego a polski rynek papierów wartościowych **6/34**

Wojciech Bijak, Mariusz Smętek Porównywanie zdolności detekcyjnych systemów wczesnego ostrzegania wybranych krajów oraz agencji ratingowych w odniesieniu do zakładów ubezpieczeń działu II **5/61**

Krystyna Brzozowska Bank Światowy - historia, stan obecny i perspektywy rozwoju (Część I) **7/18**

Krystyna Brzozowska Bank Światowy - historia, stan obecny i perspektywy rozwoju (Część II) **8/12**

Wiesław Dębski Fundusze emerytalne szansa zabezpieczenia przyszłości i rozwoju rynku kapitałowego w Polsce **10/13**

Mirosław Dusza Problemy polskiego rynku kapitałowego **3/64**

Janina Harasim Wewnętrzne uwarunkowania strategii marketingowych banków detalicznych w Polsce - analiza zasobów niematerialnych **6/44**

Krzysztof Jackowicz Pochodne instrumenty kredytowe (I) **3/51**

Krzysztof Jackowicz Pochodne instrumenty kredytowe (II) **4/33**

Małgorzata Janicka Integracja czy izolacja - kapitał zagraniczny w polskich (?) instytucjach finansowych **4/4**

Michał Kruszk Regulacja międzynarodowego przepływu usług bankowych w myśl zasad Światowej Organizacji Handlu **5/51**

Leokadia Oreziak Tendencje w rozwoju rynku finansowego w ramach obszaru euro **9/4**

Michał Rubaszek, Dobromił Serwa Prognozowanie kursu walutowego. Model nadzwyczajnej stopy zwrotu z inwestycji zagranicznych **9/16**

Jan K. Solarz Międzynarodowy system finansowy. Istota i perspektywy **1-2/4**

Jerzy J. Wajszczuk Regulatorzy wobec globalizacji rynków finansowych **4/18**

Anna Ząbkowicz Polityka zapobiegania kryzysowi walutowemu. Przypadek Chile **6/30**

Piotr Zielonka O problemach związanych z pomiarem ryzyka finansowego **8/29**

SYSTEMY BANKOWE

Konrad Szeląg Korzyści i koszty integracji europejskiej dla polskiego systemu bankowego **1-2/14**

Małgorzata Zaleska Kryzys w japońskim systemie bankowym **9/52**

PRAWO

Tadeusz Gieraszek, Antoni Magdoń Przelew (cesja) wierzytelności jako sposób dodatkowego zabezpieczenia spłaty kredytu **10/29**

Anna Górska Aspekty prawne wprowadzenia i funkcjonowania euro **3/17**

RACHUNKOWOŚĆ

Włodzimierz Wąsowski Rachunkowość Narodowego Banku Polskiego po wejściu do Unii Europejskiej **10/22**

HISTORIA BANKOWOŚCI

Wojciech Morawski Historia bankowości centralnej - Wielka Brytania i kraje Commonwealthu **1-2/60**

Wojciech Morawski Historia bankowości centralnej - Francja **3/79**

Wojciech Morawski Historia bankowości centralnej - kraje skandynawskie **8/49**

Wojciech Morawski Historia bankowości centralnej - Bundesbank i jego poprzednicy **9/26**

Wojciech Morawski Historia bankowości centralnej - System Rezerwy Federalnej **10/4**

KONFERENCJE NAUKOWE

Sprawozdanie z konferencji naukowej „Wyzwania ze strony otoczenia systemowo-ekonomicznego wobec polskiego sektora bankowego na przełomie XX i XXI wieku”

Antoni Kantecki Zagrożenia i szanse banków u progu XXI wieku - Informacja o przebiegu i wnioskach VII Forum Bankowego - Banki 2001 **5/86**

Polska droga do euro

Ricardo Hausmann Polska droga do euro: Ameryka Łacińska patrzy z zazdrością **11-12/4**

Daniel Gros Przyszłość złotego: między euro a walutą gospodarki wschodzącej **11-12/19**

Fabrizio Coricelli Systemy kursowe przy dochodzeniu do UGW: niektóre argumenty na rzecz wczesnego wprowadzenia euro **11-12/26**

Stanisław Gomułka Polska droga do euro: przegląd opcji **11-12/36**

Andrzej Bratkowski, Jacek Rostowski Dlaczego jednostronna euroizacja ma sens w przypadku Polski i (niektórych) innych krajów kandydujących **11-12/44**

Karol Lutkowski Globalizacja a dylematy polityki pieniężnej. W poszukiwaniu optymalnej strategii dla Polski na drodze do euro **11-12/56**

Edmund Pietrzak Kiedy euro zastąpi złotego? **11-12/66**

Konrad Szeląg Proces etapowego dochodzenia Polski do euro **11-12/78**

Cezary Wójcik Czy jednostronna euroizacja w Polsce jest właściwą drogą do osiągnięcia integracji monetarnej z UGW **11-12/87**

Gabriel Fagan Źródła dywergencji inflacyjnych w krajach strefy euro **11-12/106**

Reiner König Czy kryteria z Maastricht powinny zostać zmodyfikowane? **11-12/117**

Witold M. Orłowski Możliwość spełnienia przez Polskę kryteriów konwergencji EMU **11-12/127**

Franz Schardax Konwergencja realna, realne kursy walutowe oraz inflacja w krajach Europy Środkowo-Wschodniej **11-12/134**

Krzysztof Marczewski Efekt Balassy-Samuelsona a sektor realny w Polsce **11-12/144**

Andras Simon Konwergencja w krajach Europy Środkowo-Wschodniej a euro **11-12/156**

Gabriel Glocker Polityka fiskalna w Unii Europejskiej i jej kształtowanie na podstawie reguł **11-12/162**

Hugo Frey Jensen Koszty i korzyści płynące z mechanizmu kursowego ERMII: doświadczenia duńskie **11-12/178**

Marek Góra Konsekwencje uczestnictwa w Unii Gospodarczej i Walutowej dla polskiego rynku pracy **11-12/187**

Jakub Borowski Podatność Polski na szoki asymetryczne a proces akcesji do Unii gospodarczej i Walutowej **11-12/191**

Dobiesław Tymoczko Renta mennicza po akcesji do Unii Gospodarczej i Walutowej - korzyści czy koszty? **11-12/209**

Polska droga do euro - Sprawozdanie merytoryczne z konferencji w Falentach w dniach 22-23 października 2001 r. - oprac. Olga Szczepańska, Piotr Szpunar, Adam Koronowski

EMISJA ZNAKÓW PIENIĘŻNYCH

Emisja monet i banknotów w 2000 roku **3/100**

RECENZJE

Stanisław Flejterski - Leksykon finansowy **9/72**

Cezary Kosikowski - Włodzimierz Szpringer: Polskie regulacje bankowe. Perspektywa europejska **6/68**

Bohdan Kosiński - Leszek Gromadzki: Gwarancyjne sposoby zabezpieczeń bankowych **10/75**

Adam Szafarczyk - Tadeusz Borowski, Stefan Jerzak: Nowe prawo dewizowe **8/84**

Adam Szafarczyk - Włodzimierz Wąsowski: Odsetki w banku **3/99**

MISCELLANEA

Krzysztof Opolski Jakość zarządzania jakością organizacji, czyli imperatywy moralne przywódcy **7/69**

BANKOWE ABC

Ewa Kulińska-Sadłocha Organizacja controllingu bankowego **1-2**

Tadeusz Oldakowski System rozliczeń międzybankowych - Krajowa Izba Rozliczeniowa SA **3**

Sylwia Pangsy-Kania Innowacyjne techniki redukcji zadłużenia zagranicznego **4**

Elżbieta Chrabonszczewska Międzynarodowe organizacje finansowe Cz. I **5**

Elżbieta Chrabonszczewska Międzynarodowe organizacje finansowe Cz. II **6**

Małgorzata Zaleska System gwarantowania depozytów bankowych w Polsce na tle doświadczeń zagranicznych **7**

Ewa Kulińska-Sadłocha Bankowy rachunek kosztów **8**

Leokadia Oręziak Główne waluty międzynarodowe **9**

Paweł Żukowski Ryzyko walutowego kursu złotego - konieczność nowego spojrzenia **10**

Leokadia Oręziak Trzy lata istnienia euro - doświadczenia i perspektywy **11-12**

Long-Term Relationships Between Wages, Prices and Exchanges Rate in Polish Economy Under Transformation

Aleksander Welfe, Michał Majsterek

The paper deals with long-term relationships between wages, prices, the exchange rate and labour productivity in the Polish economy during the transition period. In researching these, the authors apply a multivariate cointegration analysis, obtaining a structural model of equilibrium correction WEqCM.

The research was based on a monthly samples from the period February 1993-June 2000. The findings suggest that inflation in Poland is basically cost-push in its character, the most important costs consisting in wage and import costs.

Speculative Bubbles of Zloty Exchange Rate

Tatiana Fic

Following the globalization of financial markets, coupled with liberalized capital flows and rapid development of derivative instruments, currency rates, including the zloty exchange rate, have increasingly been exposed to speculation. In effect, the so-called speculative bubbles may occur. A speculative bubble can be defined as the difference between the exchange rate of a currency correspondent with the country's current macroeconomic situation and the rate resulting from speculative operations, i.e. those activities by market participants which are aimed at an artificial strengthening or weakening of the currency. Given the complexity of the processes affecting the behaviour of exchange rates, modelling speculative bubbles proves a particularly cumbersome task. The author uses regime-switching models, which, owing to their variable parameters, enable researchers to model

exchange rate fluctuations flexibly. The analysis comprises three stages. First, the zloty rate changes are analysed from the point of view of long swings (i.e. periods of prolonged appreciation or depreciation of the currency). Next, the authors verify the hypothesis of uncovered interest rate parity. Finally they develop an econometric model capable of identifying possible zloty/euro rate bubbles. This is done taking into account bond yields, risk premiums and forward zloty rates. The analysis leads to the conclusion that while the zloty exchange rate is indeed subject to alternating periods of appreciation and depreciation, the length of those periods varies. Uncovered interest rate parity hypothesis is not confirmed empirically. The authors highlight the periods during which the behaviour of the zloty exchange rate may have resulted from speculative activity.

The History of Central Banking. Bank of Japan

Wojciech Morawski

The early years of Japan's modernisation, initiated in 1868, were accompanied by high inflation levels. It was only in the 1880s that stabilisation measures were introduced to the monetary and credit systems. In 1882, the Bank of Japan was established. Although its

founders referred to European central banking models, including central bank's independence, in practice the Bank of Japan was under government influence. The issue of central bank independence re-emerged only as late as the 1990s, the times of a severe economic crisis.

Legal Aspects of Financial Market Operation in Poland

Piotr Zapadka

In his paper, the author presents an overview of key mechanisms and instruments underpinning the operation of the Polish financial market. The paper focuses on the essentials, intentionally leaving out the detail. Also, it does not discuss financial market participants.

The financial market, which is so fundamental to any economy, can be defined as the sum total of economic activity and the accompanying legal operations occurring between entrepreneurs, whereby financial instruments are applied and specialised financial market institutions act as intermediaries. The operations relate to financial flows and allocation of financial resources. The market consists of several segments, according to the time during which the funds remain at the disposal of the financial institutions of a given market, and the final appropriation of the funds.

Money market is characterised by the short-term nature of the transactions concluded there. Within this market, we can distinguish the *T-bill* and the *interbank operations markets*.

Capital market. The operations here usually relate to long-term investment. This market comprises the *bank credit market* and the *securities market*.

Futures market. The term of the instrument is defined by the parties to the transaction. The best known future transactions are conditional ones such as *options* or *warrants* and the unconditional *forward*, *futures* and *swap contracts*.

Deposit market. In this market, funds are appropriated for broadly understood savings purposes, through entrusting them to financial institutions. This market can be further divided into the bank *deposit market* and *investment fund market*.

Insurance market. Operates along similar principles as the deposit market, the difference being the legal title to claims on financial institutions in respect of certain amounts (which constitutes the base for payment of the compensation). This market can be broken into a property and personal insurance markets.

In the author's opinion it is worth noting that in the course of the Polish systemic transformation of the 90s (including legislative changes), a legal framework for the operation of a modern financial market was created. Admittedly, the particular financial institutions will have to be modernised, expanded or even restructured before reaching the world standard. However, the basic modern free market financial system is already in place and operative.

Consolidation Trends and Challenges to Polish Capital Market in the Perspective of European Integration

Waldemar Aspadarec

The paper deals with the role of the central institutions of the capital market seen in the light of the current and imminent integration processes. The consolidation of markets and the institutions of their supervision does not always proceed smoothly. To a large degree, this is due to the fact that some of those institutions are finding it hard to accept the changes. Numerous agreements and cooperation contract have been signed in the past few years, and the creation of a single all-

European market seems inevitable. The paper outlines trends in the development of capital market institutions of supervision and points to the challenges and threats involved in the development of this market. At the same time, the author discusses the international interactions of the Polish Securities and Exchanges Commission as well as its activities leading to harmonising Polish capital market regulations with the EU directives.

Why the United Europe Does not Want an Efficient Capital Market

Rafał Walkiewicz

In the entire history of the European Union, only twice has the text of a directive, previously negotiated between European Parliament and the member state representatives, been rejected in the Parliament voting. One of these occasions was the voting on 4 July 2001, when the Parliament rejected the Takeover Directive. The Directive had taken twelve years to draft; one of the longest periods spent at elaborating a directive.

The pressure of a potential merger or takeover constitutes a mechanism which allows market forces to control the management of a listed company, particularly when shares are diffused. In sufficiently deep capital markets, regulated by transparent merger and acquisition regulations, the pressure is strong enough for managers to mind when making

management decisions. Thus the market affects managers' behaviour, contributing to the overall efficiency of the company. If, additionally, those regulations ensure equal treatment of all investors, including small minority ones, the efficiency of the very capital market is increased.

Looking at the above mentioned directive, it is not difficult to point to those of its provisions which have raised controversy. They relate to the requirement that minority investors be allowed to withdraw from the investment in the targeted company (the obligation to announce a call) and restrictions on the activities by company management aimed at defending the company against the takeover. The country which seems to stand to lose the most by adopting such a directive is Germany.

Municipal Bonds - an Effective Financial Instrument or an Instrument of Promotion?

Rozalia Grynīs

The paper focuses on the objectives local governments want to achieve when issuing municipal bonds. These are typically used to finance long-term projects within the bounds of the given local government's credit ability. The author describes the legally acceptable levels of local government debt. Next, she describes municipal bonds as a type of security and classifies them according to various criteria.

The paper then proceeds to describe the two methods to issue municipal bonds, a closed issue and a public subscription, in the latter case the bonds being admissible for public trading. The comparison identifies the issue method which is more financially attractive to the local government.

Finally, the author compares the financial cost of servicing municipal bonds targeted at no more than 300 individuals with the cost of servicing a bank loan. The comparison leads to the conclusion that it is more expensive to launch municipal bonds than to service a bank loan.

The author therefore concludes that municipal bonds are not a particularly effective capital market instrument from the point of view of local governments. They are, however, an important tool of promoting the municipality, often used by local government units to attract domestic and foreign investors.