

Małgorzata Mikita

WYTYCZNE W ZAKRESIE ANALIZY PORÓWNAWCZEJ SYSTEMÓW FINANSOWYCH

WPROWADZENIE

Systemy finansowe działające w poszczególnych krajach świata różnią się istotnie między sobą. Zróżnicowanie obserwuje się zarówno w odniesieniu do rodzaju instytucji finansowych działających na rynku i oferowanych przez nie produktów, jak też przyjętych rozwiązań w zakresie infrastruktury finansowej czy stopnia rozwoju poszczególnych segmentów rynku finansowego.

Próba porównania stopnia rozwoju systemów finansowych w różnych krajach napotyka wiele trudności. Wynikają one zarówno z istnienia różnic w organizacji systemów finansowych w poszczególnych krajach i braku wiarygodnych danych porównawczych, jak też braku jednomyślności ekonomistów w zakresie prowadzenia analizy porównawczej.

Celem niniejszego opracowania jest przedstawienie jednego ze sposobów prowadzenia analizy porównawczej stopnia rozwoju systemów finansowych (zdaniem autorki najpełniejszego). Przedstawiona analiza obejmuje porównanie wielkości instytucji finansowych i rynków finansowych w analizowanych krajach, stopnia dostępności instytucji finansowych i rynków finansowych dla uczestnika rynku finansowego oraz efektywności i stabilności działania instytucji finansowych i rynków finansowych.

Artykuł składa się z dwóch części. W pierwszej przedstawiono istotę systemu finansowego, zwracając szczególną uwagę na brak jednoznaczności w definiowaniu tego pojęcia. Ponadto dokonano charakterystyki części składowych systemu finansowego, tj. instytucji finansowych, infrastruktury finansowej oraz rynków finansowych. Autorka artykułu podkreśla duże zróżnicowanie między krajami w zakresie omawianych składowych.

W drugiej części zarysowano wytyczne w zakresie prowadzenia analizy porównawczej stopnia rozwoju systemów finansowych w różnych krajach. Skupiono się na przedstawieniu wytycznych w zakresie analizy (czyli, co należy analizować) oraz miar stosowanych w analizie (czyli, jak należy mierzyć analizowane wielkości). Przykładami miar są różnego rodzaju wskaźniki pomocne przy ocenie systemu finansowego.

1. SYSTEM FINANSOWY – ISTOTA, ZRÓŻNICOWANIE

Nie ma jednej, w pełni akceptowalnej definicji pojęcia – system finansowy. Ekonomiści formułują różne definicje, podkreślając różne cechy systemu finansowego. Jedni przywiązują dużą uwagę do elementów składowych systemu finansowego (podejście instytucjonalne), inni natomiast podkreślają funkcje jakie pełni system finansowy w gospodarce (podejście funkcjonalne). Są też tacy, którzy próbują łączyć podejście instytucjonalne i funkcjonalne tworząc definicje, w których akcentuje się zarówno elementy składowe systemu finansowego, jak też funkcje, które system ten pełni w gospodarce. Podkreśla się ponadto cechy charakterystyczne dla pojęcia – system, czyli wzajemne powiązanie elementów składowych i pełne współdziałanie. Podejście to nazywane jest podejściem systemowo-funkcjonalnym. Wydaje się, że najpełniej oddaje ono istotę systemu finansowego. Zgodnie z podejściem systemowo-funkcjonalnym, system finansowy to układ wzajemnie powiązanych elementów umożliwiający przedsiębiorstwom, gospodarstwom domowym i rządowi zaspokajanie wszelkich potrzeb związanych z finansową sferą funkcjonowania. Do podstawowych składowych systemu finansowego zalicza się: instytucje finansowe, infrastrukturę finansową oraz rynki finansowe.

Instytucje finansowe to podmioty, których głównym zadaniem jest przesuwanie zasobów pieniądza od podmiotów dysponujących oszczędnościami (podmiotów nadwyżkowych) do podmiotów poszukujących kapitału (podmiotów deficytowych), jak też świadczenie usług związanych z zawieraniem transakcji. Przykładem tego typu podmiotów są m.in.: banki, zakłady ubezpieczeń, towarzystwa funduszy inwestycyjnych, biura maklerskie, pośrednicy kredytowi, doradcy finansowi, agencje finansowe. Część instytucji finansowych tworzy własne instrumenty finansowe, w oparciu o nabyte na rynku instrumenty finansowe innych podmiotów (przykładem mogą być fundusze inwestycyjne zamknięte tworzące certyfikaty inwestycyjne), część natomiast nie tworzy żadnych nowych instrumentów – ich rola sprowadza się do biernego pośrednictwa instrumentami finansowymi (np. biura maklerskie).

Rola poszczególnych instytucji finansowych w wielu krajach jest różna¹. Na przykład w takich krajach, jak Wielka Brytania, Francja, Holandia, Japonia, Niemcy, Włochy dominującą rolę na rynku finansowym odgrywiają banki. W innych, jak: USA, Kanada, Szwajcaria, Belgia wiodącą rolę w gromadzeniu i redystrybucji kapitałów odgrywa rynek kapitałowy (a nie banki)².

O dużym zróżnicowaniu można mówić także w odniesieniu do funduszy inwestycyjnych. Najlepiej rozwinięty rynek funduszy inwestycyjnych jest w Stanach Zjednoczonych. W wielu krajach rynek ten zaczął rozwijać się stosunkowo niedawno, czego przykładem może być Polska, gdzie pierwszy fundusz inwestycyjny powstał dopiero w 1992 r. (był to Polski Fundusz Powierniczy Pionier). Dla porównania pierwszy fundusz inwestycyjny w Wielkiej Brytanii powstał 129 lat wcześniej, tj. w 1863 roku (był to Szkocko-Amerykański Trust Inwestycyjny założony przez Roberta Fleminga). Nie dziwi zatem fakt, że poziom rozwoju rynku funduszy inwestycyjnych w różnych krajach wykazuje duże zróżnicowanie – zarówno w zakresie roli jaką odgrywiają fundusze inwestycyjne na danym rynku finansowym, jak też zróżnicowania oferty produktowej dostępnej dla klientów. W niektórych krajach powstają nowe typu funduszy, np. fundusze hedgingowe czy fundusze Private Equity, które w innych krajach są zupełnie nieznane.

Drugim elementem składowym systemu finansowego jest **infrastruktura finansowa**. Umożliwia ona przepływ płatności między uczestnikami rynku finansowego, jak również obrót papierami wartościowymi oraz ich rozliczanie. Składowymi infrastruktury finansowej są przede wszystkim: systemy płatności i rozliczeń oraz biura informacji kredytowej.

Systemy płatności i rozliczeń to systemy umożliwiające transfer kapitałów pomiędzy stronami różnych transakcji. Składowymi systemów płatności i rozrachunków papierów wartościowych są: systemy płatności wysokokwotowych, systemy płatności detalicznych, systemy międzynarodowych rozliczeń walutowych, systemy rozliczeń w ramach transakcji papierami wartościowymi, jak również otoczenie prawne tych systemów.

Systemy płatności i rozrachunku papierów wartościowych wykorzystywane są głównie przez banki i inne instytucje finansowe do transferu między sobą kapitałów o wysokiej wartości. Ich sprawne działanie warunkuje efektywność międzybankowego rynku pieniężnego, jak również prowadzenie polityki pieniężnej przez bank centralny. Obroty w ramach systemu płatności

¹ J.K. Solarz, *Dojrzałe i wschodzące gospodarki rynkowe. Próba porównania*, „Zarządzanie Ryzykiem”, 2011, nr 37, s. 10.

² F. Song, A. Thakor, *Notes on Financial System Development and Political Intervention*, Policy Research Working Paper, The World Bank, January 2013, s. 10.

wysokokwotowych przewyższają wielokrotnie PKB poszczególnych krajów. W krajach o największych obrotach na tym rynku roczne płatności w ramach systemu płatności wysokokwotowych przekraczają 40-krotną wartość PKB państw. Tak wysokie wartości odnotowują kraje Azji Wschodniej i Pacyfiku. W Europie wielkość ta stanowi średnio 20-krotność PKB poszczególnych krajów, w krajach Ameryki Północnej – 10-krotność³.

Obecnie działające systemy płatności i rozliczeń nie są doskonałe. Kryzys ujawnił ich pewne niedoskonałości. Szczególnie dotyczy to rozrachunków w ramach nieregulowanych rynków instrumentów pochodnych. Rozwój systemów płatności nie nadaża za rozwojem tych rynków, co sprawia, że stają się one mało przejrzyste, co zwiększa się ryzyko, że w przyszłości mogą stać się źródłem kolejnych kryzysów finansowych⁴.

Istotnym elementem infrastruktury finansowej, obok systemu płatności i rozrachunku papierów wartościowych, jest system informacji kredytowej. Dzięki niej banki i inne instytucje kredytowe mogą pozyskać informacje o wiarygodności kredytowej potencjalnych klientów. Analiza informacji kredytowej w różnych krajach pozwala wyróżnić dwa typy:

- rejestry informacji kredytowej prowadzone przez władze publiczne za pośrednictwem banku centralnego lub organu nadzorującego rynek finansowy,
- rejestry informacji kredytowej prowadzone przez podmioty prywatne, które pozyskują informacje od instytucji bankowych i niebankowych.

Pierwsze tego typu rejestry zaczęły powstawać w Niemczech, Szwecji i Stanach Zjednoczonych na początku XX wieku⁵ Obecnie ponad 80% krajów świata mają tego typu rejestry⁶.

Dostęp do pełnej informacji kredytowej jest bardzo istotny z punktu widzenia państwa, jako podmiotu dążącego do zapewnienia stabilności działania rynku finansowego. Z jednej strony pozwala bowiem na dokładniejsze monitorowanie ryzyka kredytowego, na jakie narażone są poszczególne instytucje finansowe, z drugiej natomiast pozwala na analizę zmian w zakresie ryzyka kredytowego w gospodarce, w rozbiciu na typy kredytów czy rodzaje

³ Dane dotyczą 2009 roku. Źródło: *Rethinking the Role of the State in Finance, Global Financial Development Report 2013*, The World Bank, Washington 2013, s. 149.

⁴ J. Gosse, D. Plihon, *Challenges for Europe in the World in 2030*, AUGUR, 2012, s. 23.

⁵ R. Olegario, *Credit Reporting Agencies: A Historical Perspective*, [w:] *Credit Reporting and the International Economy*, M.J. Miller (red.), MIT Press, Cambridge 2003, s. 24; *Rethinking the Role of the State in Financ...*, op. cit., s. 134.

⁶ Ibidem, s. 134.

klientów. Duże zróżnicowanie w tym względzie sprawia, że stabilność finansowa różnych krajów jest różna. Te, które opierają się tylko na państwowych rejestrach kredytowych narażają się często na brak pełnej informacji. Państwowe rejestry kredytowe zawierają bowiem, w większości przypadków, jedynie informacje zebrane od instytucji podlegających nadzorowi państwowemu. Brakuje natomiast informacji od instytucji nieregulowanych (*shadow banking*⁷).

Ważnym elementem systemu finansowego są **rynki finansowe**, na których przedmiotem obrotu są instrumenty finansowe, jak: akcje, obligacje, kredyty bankowe, lokaty bankowe, bony, weksle, prawa poboru, prawa pierwszeństwa, prawa do akcji, certyfikaty inwestycyjne, certyfikaty depozytowe, kwity depozytowe, certyfikaty emisyjne, kontrakty terminowe czy kontrakty opcyjne. Nie wszystkie z nich są tak samo popularne na rynkach finansowych różnych krajów świata. Do najpopularniejszych należą niewątpliwie akcje i obligacje. Natomiast kontrakty terminowe i opcyjne to produkty stosunkowo nowe (jako instrumenty finansowe pojawiły się dopiero w latach 70. XX wieku), których dynamiczny rozwój obserwuje się głównie w krajach o dobrze rozwiniętych rynkach finansowych (np. w USA czy krajach Europy Zachodniej⁸). Rynki o niskim stopniu rozwoju charakteryzują się brakiem tego typu produktów lub ich niewielkim udziałem w aktywach finansowych, które są przedmiotem obrotu na rynku finansowym w danym kraju.

Pojęcie – rynki finansowe – odnosi się do wielu rynków, które są składowymi rynku finansowego w danym kraju. Wśród nich znajduje się m.in. rynek pieniężny i kapitałowy⁹. Rynek pieniężny to rynek o charakterze krótkoterminowym. Przedmiotem obrotu są tu instrumenty finansowe o terminie

⁷ *Shadow Banking: a Forward-looking Framework for Effective Policy*, Institute of International Finance, June 2012, s. 4.

⁸ W Polsce pierwsze instrumenty pochodne (derywaty) pojawiły się w 1996 r. Były to walutowe kontrakty terminowe. W 1998 r. derywaty stały się przedmiotem obrotu na Giełdzie Papierów Wartościowych (GPW) w Warszawie. Szczególnie dynamiczny okres rozwoju rynków instrumentów pochodnych w Polsce obserwuje się od 2001 r. Przykładami kontraktów terminowych notowanych na GPW są kontrakty terminowe na: indeksy (WIG 20, mWIG 40), kursy walut (USD, EUR, CHF), akcje spółek (np. TP SA, KGHM POLSKA MIEDŹ SA, PKO SA, PKN ORLEN SA, PEKAO, TVN SA, GRUPA LOTOS SA). Przykładami opcji notowanych na GPW są opcje na WIG 20. Najszybciej rozwijającym się rynkiem pozagiełdowym (OTC market) w Polsce jest rynek instrumentów pochodnych na stopy procentowe.

⁹ F.S. Mishkin, S.G. Eakins, *Financial Markets and Institutions*, Pearson. Prentice Hall, New York–Toronto 2009, s. 212.

wykupu do jednego roku. Głównym uczestnikiem tego rynku są banki. Rynek kapitałowy to rynek o charakterze długoterminowym. Przedmiotem obrotu na tym rynku są instrumenty finansowe o terminie wykupu powyżej jednego roku. Głównymi uczestnikami tego rynku są: przedsiębiorstwa, gospodarstwa domowe oraz pośrednicy finansowi.

Obok podziału na rynek pieniężny i kapitałowy, wyróżnia się podział na różne inne segmenty. Następuje on według pewnych określonych kryteriów. Przykładowo, biorąc pod uwagę przedmiot handlu wyróżnia się:

- rynek papierów wartościowych – na którym przedmiotem obrotu są papiery wartościowe,
- rynek depozytowo-kredytowy – na którym przedmiotem obrotu są depozyty i kredyty,
- rynek walutowy – na którym przedmiotem obrotu są waluty,
- rynek instrumentów pochodnych – na którym przedmiotem obrotu są instrumenty pochodne.

Biorąc pod uwagę formę organizacyjną rynku, wyróżnia się:

- rynek formalny, inaczej zinstytucjonalizowany – jego charakterystyczną cechą jest to, że uczestnicy muszą działać w pewien określony sposób. Powoływane są specjalne instytucje nadzorujące ten rynek. Przykładem rynku formalnego jest giełda papierów wartościowych,
- rynek nieformalny (niezinstytucjonalizowany) – uczestnicy nie są ograniczeni ścisłymi przepisami. Mogą się kontaktować w dowolny sposób i w różnym czasie.

Biorąc pod uwagę rodzaj kontrahenta, czyli kto oferuje instrumenty finansowe do sprzedaży, wyróżnia się:

- rynek pierwotny – występuje wówczas, gdy instrument finansowy jest sprzedawany pierwszemu posiadaczowi. Sprzedawcą instrumentu jest zatem jego wystawca (emitent). Sprzedaż papierów wartościowych na rynku pierwotnym odbywa się najczęściej za pośrednictwem biur maklerskich i banków,
- rynek wtórny – występuje wówczas, gdy dokonuje się obrotu wcześniej wyemitowanymi instrumentami, czyli takimi, które miały już pierwszego posiadacza. Do sprzedaży dochodzi na giełdzie papierów wartościowych (jest to podstawowa instytucja rynku wtórnego) lub na rynku pozagiełdowym, tj. rynku organizowanym przez banki, biura maklerskie lub specjalne instytucje obrotu pozagiełdowego.

Biorąc pod uwagę dostępność oferowanych instrumentów finansowych dla odbiorców, wyróżnia się:

- rynek publiczny,
- rynek prywatny.

O rynku publicznym mówimy wtedy, gdy oferta zakupu papierów wartościowych skierowana jest do szerokiego grona, nieoznaczonych nabywców. Z reguły, przy sprzedaży wykorzystuje się środki masowego przekazu. W większości krajów jest to rynek dość szczegółowo regulowany przepisami prawa i podlegający nadzorowi powołanych do tego instytucji. Rynek publiczny ma charakter rynku zorganizowanego, tzn. występuje w formie: giełd papierów wartościowych lub instytucji regulowanego obrotu pozagiełdowego (tzw. *over the counter market* – OTC). Przykładem rynku nieregulowanego jest rynek lokat międzybankowych, na którym dealerzy banków kontaktują się bezpośrednio w celu zawarcia transakcji. Innym przykładem rynku OTC jest Forex (rynek walutowy). Papiery wartościowe mogą być dopuszczone do publicznego obrotu dopiero po spełnieniu określonych warunków. Ma to przede wszystkim na celu zabezpieczenie interesów inwestorów.

Rynek prywatny nie ma sformalizowanego charakteru. Transakcje występujące na nim odbywają się bezpośrednio między klientami nabywającymi i zbywającymi określone instrumenty. Przykładem tego typu transakcji są emisje papierów wartościowych nie dopuszczonych do obrotu na rynku publicznym, transakcje znacznymi pakietami walorów dokonywane bezpośrednio między dużymi inwestorami (np. bankami), akty darowizny, wzajemne przekazywanie walorów (np. w przypadku połączenia spółek) itp.

Biorąc pod uwagę termin rozliczenia zawartych transakcji, wyróżnia się:

- rynek natychmiastowy (kasowy, spot) – transakcje na rynku natychmiastowym rozliczane są bezpośrednio po ich zawarciu, co oznacza 2 dni robocze od terminu zawarcia transakcji,
- rynek terminowy – transakcje na rynku terminowym rozliczane są po pewnym określonym czasie w przyszłości od zawarcia transakcji. Rynek terminowy jest zasadniczo tożsamy z rynkiem instrumentów pochodnych, gdyż instrumenty pochodne mają charakter transakcji terminowych.

Przedstawione powyżej podziały rynku finansowego na różne segmenty wskazują, że rynek finansowy nie ma jednorodnego charakteru. Przedmiotem obrotu na nim mogą być różne instrumenty finansowe, różne segmenty tego rynku mogą być objęte różnymi regulacjami, uczestnikami rynku mogą być różne podmioty, rozliczenie transakcji finansowych może następować w różnym czasie. Co więcej, duże zróżnicowanie rynku może występować nie tylko

w ramach wyróżnianych w nim segmentów, ale także dodatkowo między krajami. Poszczególne kraje przez długi okres kształtowały swoje rynki finansowe według własnych zasad. Nowe trendy, które pojawiły się na przełomie XX i XXI wieku, jak: liberalizacja finansowa, globalizacja¹⁰ i postęp technologiczny doprowadziły w pewnym stopniu do ujednoczenia pewnych zasad działania rynku finansowego, jakkolwiek nie wyeliminowały różnic całkowicie. Silne dążenie do ujednoczenia zasad działania rynków finansowych można zaobserwować w Unii Europejskiej (UE). Od 1999 roku Unia prowadzi intensywne prace w zakresie stworzenia rynku o swobodnym przepływie kapitałów między krajami członkowskimi i swobodzie świadczenia usług finansowych (tzw. jednolitego rynku finansowego). W celu realizacji tego zamierzenia wydano wiele dyrektyw, rozporządzeń, decyzji, rekomendacji oraz komunikatów. Podjęto próbę ujednoczenia m.in. zasad obrotu instrumentami finansowymi na rynku europejskim (dyrektywa MIFID – *Markets in Financial Instruments Directive*), standaryzacji informacji zawartych w prospektach emisyjnych (*Prospectus Directive*), zasad, jakie muszą być przestrzegane przez uczestników rynku papierów wartościowych (*Settlement Finality and the Financial Collateral Directives*), zasad działania funduszy inwestycyjnych na rynku UE (*UCITS III Directive*), wymogów kapitałowych dla banków (*CRD – Capital Requirements Directive*) oraz firm ubezpieczeniowych (*Solvency II Directive*), regulacji skierowanych do agencji ratingowych (*Regulation on Credit Rating Agencies – CRAs*), wspólnych standardów w zakresie rachunkowości (opublikowanych przez *International Accounting Standards Board – IASB*), zasad dotyczących obrotu derywatami (*OTC derivative transactions*)¹¹. Ponadto wprowadzono na terenie UE systemu płatności wysokokwotowych (*TARGET 2 – Trans-European Automated Real Time Gross Settlement Express Transfer System*) oraz ustanowiono jednolity obszar płatności w euro (*SEPA – Single Euro Payment Area*). Globalny kryzys finansowy stał się dodatkowo bodźcem do powołania wspólnych organów nadzorczych dla rynków finansowych UE. Utworzono 3 organy o charakterze ponadnarodowym, tj.¹²:

1) Europejski Organ Nadzoru Bankowego (*European Banking Authority*);

¹⁰ M.S. McMillan, D. Rodrik, *Globalization, Structural Changes and Productivity Growth*, NBER Working Paper Series, National Bureau of Economic Research, Cambridge 2011, s. 2.

¹¹ European Commission. *Regulating financial services for sustainable growth*, Brussels 2010, s. 6.

¹² P. Smaga, *Wpływ Europejskiej Rady Ryzyka Systemowego na stabilność finansową w UE*, „Gospodarka Narodowa”, 2013, Nr 3, s. 6.

- 2) Europejski Organ Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (*European Securities and Markets Authority*);
- 3) Europejski Organ Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych (*European Insurance and Occupational Pensions Authority*).

Podjęte działania zaowocowały niewątpliwie znacznym stopniem ujednoczenia zasad działania rynków finansowych w poszczególnych krajach UE (co szczególnie widać na rynku pieniężnym). Niemniej jednak nie doprowadziły do utworzenia „jednolitego rynku finansowego”. Kraje UE pozostają nadal krajami o zróżnicowanych rozwiązaniach prawnych w zakresie rynku finansowego, jak również różnym stopniu rozwoju tego rynku.

2. ANALIZA PORÓWNAWCZA SYSTEMÓW FINANSOWYCH – WYTICZNE

Systemy finansowe krajów świata różnią się istotnie między sobą. Pełna analiza porównawcza systemów finansowych powinna obejmować¹³:

- wielkość instytucji finansowych i rynków finansowych w porównywanych krajach (*financial depth*);
- stopień dostępności instytucji finansowych i rynków finansowych dla każdego uczestnika rynku finansowego (*access*)¹⁴;
- efektywność działania instytucji finansowych i rynków finansowych (*efficiency*);
- stabilność działania instytucji finansowych i rynków finansowych (*stability*).

O ile określenie wielkości, które należy mierzyć przy porównywaniu systemów finansowych, nie jest kwestią zbyt skomplikowaną, to faktyczne dokonanie tego pomiaru napotyka wiele trudności. Po pierwsze, brak jest jednoznacznie określonych miar, które mogłyby posłużyć do tego pomiaru. Po drugie, w wielu przypadkach napotyka się brak porównywalnych danych statystycznych opisujących systemy finansowe w poszczególnych krajach.

Ekonomiści podejmujący się próby porównywania systemów finansowych w skali światowej wykorzystują różne miary tego rynku. Korzystają też z różnych baz danych.

Badanie **wielkości instytucji finansowych i rynków finansowych** polega na określeniu tych wielkości w relacji do wielkości gospodarki danego kraju. Nie ma jednego wskaźnika, który pozwoliłby dokładnie i całościowo dokonać

¹³ M. Cihák, A. Demirgüç-Kunt, E. Feyen, R. Levine, *Benchmarking Financial Systems around the World*, Policy Research Working Paper, The World Bank, August 2012, s. 6.

¹⁴ A. Demirgüç-Kunt, L. Klapper, *Measuring Financial Inclusion. The Global Findex Database*, Policy Research Working Paper, The World Bank, April 2012, s. 1.

analizy porównawczej wielkości instytucji finansowych i rynków finansowych w skali świata. Analitycy wykorzystują różne wskaźniki. Część z nich, dokonując porównania wielkości instytucji finansowych, porównuje wielkość kredytów kierowanych przez banki komercyjne do sektora prywatnego. Oceniając tę wielkość, odnoszą ją do PKB kraju¹⁵. Innym podejściem jest analizowanie wielkości aktywów bankowych w stosunku do PKB¹⁶ (jest ono jednak rzadziej stosowane). Obserwacja wskaźnika pokazującego wielkość kredytów kierowanych przez banki komercyjne do sektora prywatnego do PKB kraju oraz wskaźnika wielkości aktywów bankowych w stosunku do PKB pozwala stwierdzić, że między tymi wskaźnikami zachodzi silna korelacja (współczynnik korelacji wynosi około 0,98¹⁷), co oznacza, że analiza powyższych wskaźników prowadzi do podobnych wniosków. Globalny kryzys finansowy XXI wieku zwrócił uwagę wielu badaczy na niebankowe instytucje finansowe (np. fundusze emerytalne, klasyczne fundusze inwestycyjne, towarzystwa ubezpieczeniowe). Część ekonomistów, porównujących wielkość instytucji finansowych w różnych krajach, analizuje wielkość aktywów tych instytucji w stosunku do PKB.

Analiza porównawcza wielkości rynków finansowych skupia się przede wszystkim na rynku akcji i obligacji. Najczęściej badacze analizują kapitalizację rynku akcji w stosunku do PKB kraju. Wielkość rynku akcji można także analizować poprzez odniesienie wielkości obrotu akcjami na giełdzie do PKB. Wskaźnik ten zwraca uwagę nie tylko na wartość rynku akcji, ale także na aktywność na rynku giełdowym.

W odniesieniu do rynku obligacji – analiza najczęściej skupia się wokół wartości wyemitowanych obligacji w danym kraju w stosunku do jego PKB.

Niektórzy ekonomiści, próbując ocenić stopień rozwoju rynku finansowego danego kraju, analizują łącznie wielkość instytucji finansowych i rynku finansowego poprzez wyliczenie tzw. wskaźnika struktury finansowej (*financial structure ratio*). Wskaźnik ten pokazuje wielkość kredytów skierowanych

¹⁵ Porównywanie systemów finansowych różnych krajów na podstawie wskaźnika pokazującego stosunek wielkości kredytów kierowanych przez banki komercyjne do sektora prywatnego do PKB analizowanych krajów pozwala zaobserwować duże różnice między krajami w tym względzie. Przykładowo w takich krajach, jak: Jemen, Angola, Kambodża, wskaźnik ten w latach 1980–2010 nie przekraczał 10%, natomiast w Austrii, Chinach czy Wielkiej Brytanii przekraczał 85%. Zob.: *Rethinking the Role of the State in Finance...*, op. cit., s. 23–24.

¹⁶ Kategoria aktywów bankowych obejmuje nie tylko kredyty dla sektora prywatnego, ale także dla sektora państwowego, jak też inne aktywa nie zaliczane do kategorii kredytów.

¹⁷ *Rethinking the Role of the State in Finance...*, op. cit., s. 24.

do sektora prywatnego w stosunku do kapitalizacji rynku giełdowego. Analizując wielkość tego wskaźnika, widzimy wyraźnie, czy sektor finansowy danego kraju jest sektorem zorientowanym bankowo (*bank based*), tzn. takim w którym główną rolę odgrywają banki, czy też zorientowanym rynkowo (*market based*), tzn. takim w którym główną rolę w finansowaniu przypisuje się rynkowi kapitałowemu.

Badanie **stopnia dostępności instytucji finansowych i rynków finansowych dla uczestników rynku finansowego** ma na celu ukazanie, w jakim stopniu obywatele danego kraju korzystają z usług oferowanych przez system finansowy. Jest to drugi czynniki, który powinien być brany pod uwagę przy ocenie jakości systemu finansowego w danym kraju. Liczne badania pokazują, że istnieje zależność między dostępnością rynku finansowego dla jego uczestników a rozwojem gospodarczym kraju. Zwiększenie dostępu do rynku przyspiesza wzrost gospodarczy, zaostrza konkurencję i zwiększa popyt na pracę. Zwiększony dostęp wymusza również poprawę jakości oferowanych usług. Dostęp nie oznacza, że uczestnicy korzystają ze wszystkich oferowanych usług finansowych, ale że mają taką możliwość jeśli zechcą (nie ograniczają ich w tym względzie żadne regulacje czy bariery typu – zbyt wysokie ceny dostępu).

Ocena systemu finansowego poprzez pryzmat jego dostępności dla klientów jest raczej pomijana w literaturze, głównie z uwagi na brak odpowiednich danych porównawczych. Obecnie można przeprowadzić takie porównanie czerpiąc z danych statystycznych przedstawionych przez Bank Światowy. Jedną z takich danych jest liczba rachunków bankowych na 1000 pełnoletnich mieszkańców, inną – liczba oddziałów banków komercyjnych przypadająca na 1000 pełnoletnich mieszkańców. Kolejne wskaźniki, które wykorzystywane są w tej kategorii, to: odsetek firm korzystających z kredytów bankowych, czy odsetek małych firm korzystających z kredytów bankowych. Nie są to wielkości doskonałe, każda z nich ma pewne ograniczenia. Przykładowo, skupiają się tylko na analizie sektora bankowego, pomijając inne instytucje rynku finansowego, które w badanych krajach mogą odgrywać bardzo istotną rolę. Niemniej jednak wnoszą pewne istotne informacje niezbędne do prawidłowej oceny działania systemu finansowego w analizowanych krajach.

Innymi wskaźnikami, które mogą być wykorzystane do oceny dostępności rynku finansowego dla jego uczestników, są wskaźniki koncentracji rynku. Należą do nich m.in.: wskaźnik pokazujący relację krajowych dłużnych papierów wartościowych do ogółu dłużnych papierów wartościowych; wskaźnik pokazujący relację prywatnych dłużnych papierów wartościowych do ogółu dłużnych papierów wartościowych, wskaźnik pokazujący nowe emisje obligacji korporacyjnych w stosunku do PKB; wskaźnik pokazujący kapitalizację rynku

bez 10 największych firm w stosunku do pełnej kapitalizacji, wskaźnik pokazujący rentowność obligacji rządowych (3-miesięcznych i 10-letnich).

Ponadto, Bank Światowy zaproponował korzystanie z indeksu – Global Financial Inclusion Indicators Database (Global Findex). Jest to pierwszy indeks, który mierzy wykorzystanie produktów finansowych przez osoby indywidualne w różnych krajach na przestrzeni lat. Wskaźnik ten może być wykorzystany przy analizie pokazującej, w jaki sposób ludzie w różnych krajach oszczędzają, pożyczają czy dokonują płatności. Dane do konstrukcji wskaźnika pochodzą z ankiet kierowanych do minimum 1000 osób w każdym ze 150 analizowanych przez Bank Światowy krajów (pierwszą ankietę przeprowadzono w styczniu 2011 roku. Badanie będzie powtarzane co 3 lata)¹⁸.

Badanie **efektywności działania instytucji finansowych i rynków finansowych** to trzeci element niezbędny do prawidłowej oceny działania systemu finansowego w danym kraju. Efektywność to rezultat podjętych działań, opisany relacją uzyskanych efektów do poniesionych nakładów.

Efektywność działania instytucji finansowych można określać za pomocą: kosztów *per capita* do łącznych aktywów, marży odsetkowej netto, spreadów między kredytami i depozytami, dochodów pozaodsetkowych do łącznych dochodów, wskaźnika kosztów do dochodów. Wykorzystuje się także wskaźnik ROE (*return on equity*) oraz wskaźnik ROA (*return on assets*). Zazwyczaj efektywniej działające instytucje finansowe są także bardziej zyskowe, chociaż związek między efektywnością a zyskowością nie jest oczywisty. Na przykład nieefektywny system finansowy może generować stosunkowo wysoką zyskowość w okresie ożywienia gospodarczego, podczas gdy efektywnie działający system finansowy może generować straty w warunkach „niekorzystnych szoków” na rynku finansowym.

Efektywność działania rynku akcji mierzy się zazwyczaj wskaźnikiem pokazującym wielkość obrotów na rynku akcji do kapitalizacji tego rynku (wskaźnik obrotów). Zwiększenie tego wskaźnika oznacza zwiększenie wolumenu handlu na rynku i większą płynność.

Efektywność działania rynku obligacji mierzy się najczęściej wskaźnikiem pokazującym spread cenowy (*the bid-ask spread*) lub wskaźnikiem obrotów (choć w drugim przypadku często trafia się na brak kompletnych danych).

Innym wskaźnikiem wykorzystywanym do określania efektywności działania rynków finansowych jest wskaźnik synchronizacji ceny (*price synchronicity*). Opiera się on na danych pokazujących codzienne zmiany cen akcji. Badacze wykorzystujący ten wskaźnik do oceny efektywności działania ryn-

¹⁸ Ibidem, s. 27.

ków finansowych wychodzą z założenia, że rynek działa efektywnie jeżeli ceny akcji odzwierciedlają sytuację ekonomiczną spółek akcyjnych (osiągane przez nie wyniki).

Efektywność rynków finansowych może być mierzona również poprzez koszty transakcyjne. Bazuje się wówczas na dziennych danych o notowanych akcjach. Próbuje się oszacować koszty związane z handlem poszczególnymi papierami wartościowymi.

Analiza porównawcza systemów finansowych powinna być dopełniona **analizą stabilności finansowej instytucji finansowych i rynków finansowych (stability)**. Miarą stabilności finansowej jest m.in. z-score, definiowany jako suma kapitału do aktywów i zwrotu na aktywach dzielona przez odchylenie standardowe zwrotu na aktywach. Wskaźnik ten porównuje kapitalizację i zwroty z potencjalnym ryzykiem (zmienność zwrotów). Jest on bardzo często wykorzystywany przez badaczy do oceny stabilności finansowej.

Kolejnymi miarami stabilności są: wskaźnik pokazujący relację kapitału regulacyjnego do aktywów ważonych ryzykiem, wskaźnik odnoszący złe kredyty do kredytów ogółem, wskaźnik zmienności rynku (*market volatility*), który opiera się na rozkładzie zwrotów z akcji, czy wskaźnik ceny do zysku (P/R ratio).

Dodatkowym wskaźnikiem stabilności finansowej jest wskaźnik pokazujący wzrost akcji kredytowej w danym kraju. Analiza tego wskaźnika ma dać odpowiedź na pytanie, czy akcja kredytowa w danym kraju nie jest nadmierna. Wzrost akcji kredytowej sam w sobie nie jest czynnikiem złym, wręcz przeciwnie, jest czynnikiem pożądanym, gdyż przyspiesza rozwój gospodarczy danego kraju. Niemniej jednak należy obserwować, czy nie jest on zbyt gwałtowny i zbyt nadmierny. Taka sytuacja jest bowiem często zapowiedzią kryzysu (z danych Międzynarodowego Funduszu Walutowego wynika, że około 75% boomów kredytowych zakończyło się kryzysem bankowym¹⁹). Wskaźnik wzrostu akcji kredytowej ma wiele zalet. Jest łatwy do obserwacji, co więcej pozwala na przewidywanie przyszłości na podstawie aktualnych danych (a nie danych historycznych, jak w przypadku innych wskaźników). Wadą tego wskaźnika jest jednak to, że nie ma jednoznacznych wytycznych mówiących, co należy uznać na wzrost gwałtowny, czy też, jaka wielkość akcji kredytowej zapowiada kryzys.

Analiza stabilności rynków finansowych jest często dopełniania poprzez analizę ryzyka systemowego w danym kraju. Ryzyko systemowe oznacza ryzyko załamania się systemu finansowego kraju (lub grupy krajów) wskutek jakiegoś wstrząsu zewnętrznego.

¹⁹ IMF (International Monetary Fund), *Are Credit Booms in Emerging Markets a Concern?*, World Economic Outlook, Washington 2004, www.imf.org [dostęp 20.06.2013].

W 2012 roku Bank Światowy dokonał porównania systemów finansowych różnych krajów świata²⁰. Analizowane były cztery cechy systemów finansowych i instytucji finansowych, tj.:

- wielkość instytucji finansowych i rynków finansowych (tzw. głębokość – *financial depth*),
- stopień dostępności instytucji finansowych i rynków finansowych dla każdego uczestnika rynku finansowego (tzw. dostęp – *access*),
- efektywność działania instytucji finansowych i rynków finansowych (tzw. wydajność – *efficiency*),
- stabilność działania instytucji finansowych i rynków finansowych (tzw. stabilność – *stability*).

W odniesieniu do instytucji finansowych Bank Światowy opierał się na następujących wskaźnikach²¹:

- wielkość instytucji finansowych określał za pomocą wskaźnika „kredyty dla podmiotów prywatnych do PKB” (wyrażone w %),
- dostępność instytucji finansowych określał za pomocą wskaźnika pokazującego liczbę rachunków bankowych przypadających na 1000 pełnoletnich mieszkańców,
- efektywność działania instytucji finansowych określał na podstawie marży odsetkowej netto (*net interest margin*),
- stabilność działania instytucji finansowych określał na podstawie wskaźnika z-score (definiowanego jako iloraz dwóch wielkości, tj. sumy kapitału do aktywów i zwrotu na aktywach oraz odchylenia standardowego zwrotu na aktywach).

W odniesieniu do rynków finansowych Bank Światowy opierał się na następujących wskaźnikach²²:

- wielkość rynków finansowych porównywał według kapitalizacji rynku papierów wartościowych oraz krajowego prywatnego zadłużenia w papierach wartościowych (*outstanding domestic private debt securities*) do PKB,
- dostępność rynków finansowych analizował porównując wielkość kapitalizacji rynku bez 10 największych firm do kapitalizacji ogółem,
- efektywność porównywał opierając się na wskaźniku wielkości obrotów na rynku papierów wartościowych,
- stabilność rynków finansowych porównywał według wskaźnika zmienności cen aktywów (*Asset Price Volatility*).

²⁰ *Rethinking the Role of the State in Finance...*, op. cit., s. 34.

²¹ *Ibidem*, s. 34.

²² *Ibidem*, s. 34.

Z analizy przeprowadzonej przez Bank Światowy wynika, że najłabsze wyniki w zakresie analizowanych zmiennych (zarówno w odniesieniu do instytucji finansowych, jak też rynków finansowych) występowały w krajach Afryki Subsaharyjskiej, natomiast najlepsze w krajach wysoko rozwiniętych, co wyraźnie odzwierciedla poziom rozwoju systemów finansowych w tych krajach (por. tabele 1 i 2).

Tabela 1

**Ocena porównawcza instytucji finansowych działających
w różnych regionach świata**

Instytucje finansowe	Kraje wysoko rozwinięte	Kraje Azji Wschodniej i Pacyfiku	Kraje Europy i Azji Środkowej	Kraje Ameryki Łacińskiej i Karaibów	Kraje Bliskiego Wschodu i Afryki Północnej	Kraje Azji Południowej	Kraje Afryki Subsaharyjskiej
Wielkość	69	43	37	37	33	32	17
Dostępność	43	23	35	30	14	16	10
Efektywność	80	70	65	62	83	81	51
Stabilność	42	52	20	35	57	38	32

Uwaga: Wszystkie analizowane zmienne zostały przeskalowane do zakresu 0–100. Wyższa wartość świadczy o lepszym rozwoju rynku w zakresie analizowanej wielkości.

Źródło: *Rethinking the Role of the State in Finance...*, op. cit., s. 33.

Tabela 2

Ocena porównawcza rynków finansowych działających w różnych regionach świata

Rynki finansowe	Kraje wysoko rozwinięte	Kraje Azji Wschodniej i Pacyfiku	Kraje Europy i Azji Środkowej	Kraje Ameryki Łacińskiej i Karaibów	Kraje Bliskiego Wschodu i Afryki Północnej	Kraje Azji Południowej	Kraje Afryki Subsaharyjskiej
Wielkość	43	38	12	21	24	17	20
Dostępność	46	80	56	40	50	85	77
Efektywność	29	40	17	8	24	49	7
Stabilność	66	60	43	64	81	56	54

Uwaga: jak w tabeli 1.

Źródło: *Rethinking the Role of the State in Finance...*, op. cit., s. 33.

Analiza danych porównawczych opisujących poziom rozwoju systemów finansowych pozwala zaobserwować wyraźny związek trzech z analizowanych charakterystyk (wielkości, dostępności i efektywności) z wielkością dochodu narodowego – im kraj bardziej zamożny tym charakterystyki te osiągają wyższe (czyli bardziej pożądane) wielkości (widać to wyraźnie przy analizie danych odnoszących się do instytucji finansowych). Jedyną charakterystyką, która nie wykazuje jednoznacznego związku jest stabilność systemu finansowego. Dotyczy to zarówno stabilności instytucji finansowych, jak też rynków finansowych – tabele 3 i 4.

Tabela 3

Ocena porównawcza systemów finansowych różnych regionów świata
o różnej zamożności

Instytucje finansowe	Kraje wysoko rozwinięte	Kraje o statusie <i>middle income</i>	Kraje o statusie <i>lower middle income</i>	Kraje o statusie <i>low income</i>
Wielkość	84	44	28	13
Dostępność	55	32	19	5
Efektywność	86	75	61	42
Stabilność	35	38	40	35

Uwaga: jak w tabeli 1.

Źródło: *Rethinking the Role of the State in Finance...*, op. cit., s. 34.

Tabela 4

Ocena porównawcza systemów finansowych różnych regionów świata
o różnej zamożności

Rynki finansowe	Kraje wysoko rozwinięte	Kraje o statusie <i>middle income</i>	Kraje o statusie <i>lower middle income</i>	Kraje o statusie <i>low income</i>
Wielkość	51	27	16	10
Dostępność	53	58	69	29
Efektywność	45	19	20	21
Stabilność	53	60	53	44

Uwaga: jak w tabeli 1.

Źródło: *Rethinking the Role of the State in Finance...*, op. cit., s. 34.

Porównywanie systemów finansowych w różnych krajach przez wiele lat było utrudnione z uwagi na małą ilość wiarygodnych danych porównawczych.

Obecnie sytuacja ta uległa znacznej poprawie. Szczególnie pomocna w tym względzie jest nowa baza danych stworzona przez Bank Światowy – The Global Financial Development Database²³. Baza ta zawiera dane obejmujące 250 państw świata. Wiele danych sięga aż 1960 roku²⁴. Przykładami innych baz danych, które są pomocne przy analizie porównawczej systemów finansowych różnych krajów, są:

- World Bank's Bank Regulation and Supervision Survey – <http://econ.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/EXTRESEARCH/0,,contentMDK:20345037~pagePK:64214825~piPK:64214943~theSitePK:469382,00.html>²⁵
- Financial Soundness Indicators database – <http://fsi.imf.org/>
- IMF's Access to Finance database – Financial Access Survey – <http://fas.imf.org/>
- Bankscope – <http://www.bvdinfo.com/Products/Company-formation/International/BANKSCOPE.aspx>
- Bloomberg – <http://www.bloomberg.com/>
- Dealogic – <http://www.dealogic.com/>
- Thomson Reuters Datastream – http://thomsonreuters.com/products_services/financial/financial_products/a-z/datastream/
- Doing Business database – <http://www.doingbusiness.org/data>
- World Development Indicators – <http://data.worldbank.org/data-catalog/worlddevelopment-indicators>
- International Financial Statistics – <http://elibrary-data.imf.org/FindDataReports.aspx?d=33061&e=169393>
- Bank for International Settlements (BIS) – <http://www.bis.org/>

Możliwość analizowania stopnia rozwoju systemów finansowych w poszczególnych krajach stwarza szansę na prowadzenie wielu badań pokazujących zależność między stopniem rozwoju tego systemu a innymi wielkościami opisującymi gospodarkę danego kraju (m.in. wielkością PKB, efektywnością działań państwa na tym rynku, dostępnością przedsiębiorstw do kapitału itp.).

²³ www.worldbank.org [dostęp 20.06.2013].

²⁴ Jest to najnowsza i najlepsza baza danych porównawczych (użytkownik może je dowolnie obrabiać, tworząc własne tabele czy wykresy).

²⁵ Baza ta zawiera dane porównawcze systemów bankowych 143 krajów. Dane pogrupowano w następujące kategorie: dostęp do systemu bankowego (*entry into banking*), własność, kapitał, aktywność, wymagania w zakresie audytu zewnętrznego, ochrona depozytów, klasyfikacja aktywów, rachunkowość, dyscyplina, nadzór, charakterystyka systemu bankowego, ochrona konsumentów.

4. PODSUMOWANIE

Wielu badaczy porównujących rozwój systemów finansowych w różnych krajach świata opiera się jedynie na porównaniu wielkości systemów bankowych w tych krajach. Należy jednak zauważyć, że sektor bankowy nie może być utożsamiany z całym systemem finansowym, stanowi bowiem jedynie jego część. Co więcej, wielkość sektora bankowego w danym kraju nie mówi nic o jakości, efektywności czy stabilności systemu finansowego w tym kraju. Pełna analiza porównawcza systemów finansowych powinna obejmować jednocześnie wszystkie segmenty tego rynku. Istotne jest porównanie wielkości i stopnia dostępności instytucji finansowych i rynków finansowych w analizowanych krajach oraz efektywności i stabilności ich działania. Z uwagi na brak wskaźników, które jednoznacznie definiowałyby powyższe charakterystyki, badacze wykorzystują różne wskaźniki. Należy podkreślić, że podejście takie, chociaż niedoskonałe, pozwala w sposób możliwie pełny spojrzeć na systemy finansowe różnych krajów, a następnie dokonać oceny stopnia ich rozwoju i przeprowadzić analizę porównawczą. Niewątpliwie jednak istotne jest dalsze poszukiwanie jak najlepszych miar stopnia rozwoju systemu finansowego.

BIBLIOGRAFIA

- Cihák M., Demirgüç-Kunt A., Feyen E., Levine R., *Benchmarking Financial Systems around the World*, Policy Research Working Paper, The World Bank, August 2012.
- Demirgüç-Kunt A., Klapper L., *Measuring Financial Inclusion. The Global Findex Database*, Policy Research Working Paper, The World Bank, April 2012.
- European Commission. *Regulating financial services for sustainable growth*, Brussels 2010.
- Gosse J., Plihon D., *Challenges for Europe in the World in 2030*, AUGUR, 2012.
- IMF (International Monetary Fund), *Are Credit Booms in Emerging Markets a Concern?*, World Economic Outlook, Washington 2004.
- McMillan M.S., Rodrik D., *Globalization, Structural Changes and Productivity Growth*, NBER Working Paper Series, National Bureau of Economic Research, Cambridge 2011.
- Mishkin F.S., Eakins S.G., *Financial Markets and Institutions*, Pearson. Prentice Hall, New York and Toronto 2009.

- Olegario R., *Credit Reporting Agencies: A Historical Perspective*, [w:] *Credit Reporting and the International Economy*, M.J. Miller (ed.), MIT Press, Cambridge 2003.
- Rethinking the Role of the State in Finance, Global Financial Development Report 2013*, The World Bank, Washington 2013.
- Shadow Banking: a Forward-looking Framework for Effective Policy*, Institute of International Finance, June 2012.
- Smaga P., *Wpływ Europejskiej Rady Ryzyka Systemowego na stabilność finansową w UE*, „Gospodarka Narodowa”, 2013, Nr 33.
- Solarz J.K., *Dojrzałe i wschodzące gospodarki rynkowe. Próba porównania*, „Zarządzanie Ryzykiem”, 2011, nr 37.
- Song F., Thakor A., *Notes on Financial System Development and Political Intervention*, Policy Research Working Paper, The World Bank, January 2013.

STRESZCZENIE

Celem artykułu jest przedstawienie wytycznych w zakresie prowadzenia analizy porównawczej systemów finansowych. Autorka skupia się na wytycznych obejmujących porównanie wielkości instytucji finansowych i rynków finansowych w analizowanych krajach, stopnia dostępności instytucji finansowych i rynków finansowych dla uczestnika rynku finansowego oraz efektywności i stabilności działania instytucji finansowych i rynków finansowych. W artykule przedstawiono wiele wskaźników pomocnych przy dokonywaniu analizy porównawczej systemów finansowych działających w różnych krajach.

SUMMARY

The article aims to present guidelines on financial systems' comparative analysis. The author focuses on the guidelines on the comparison of the size of financial institutions and financial markets in the analyzed countries, the level of accessibility of financial institutions and financial markets to a financial market member and the efficiency and stability of financial institutions and financial markets. The article presents a series of indicators useful in the conduction of a comparative analysis of the financial systems in different countries.

РЕЗЮМЕ

Целью статьи является представление указаний в области проведения сравнительного анализа финансовых систем. Автор уделяет пристальное внимание указаниям, касающимся сравнения размеров финансовых учреждений и финансовых рынков в анализируемых государствах, степени доступности финансовых учреждений и финансовых рынков для участников финансового рынка, а также эффективности и стабильности деятельности финансовых учреждений и финансовых рынков. В статье представлен ряд указаний, необходимых для проведения сравнительного анализа финансовых систем, действующих в различных государствах.