

Z E S Z Y T Y F O R

**FOR**  
FORUM OBYWATELSKIEGO ROZWOJU

# Rozwój finansowy a rola państwa

Piotr Ciżkowicz

Zeszyt 3



Fundacja  
FUNDUSZ WSPÓŁPRACY

eea  
grants  
iceland liechtenstein norway

Warszawa, 2008

FUNDUSZ  
DLA ORGANIZACJI  
POZARZĄDOWYCH  
DEMOKRACJA I SPOŁECZEŃSTWO OBYWATELSKIE

norway  
grants

Projekt został zrealizowany przy wsparciu udzielonym przez Islandię, Liechtenstein i Norwegię ze środków Mechanizmu Finansowego Europejskiego Obszaru Gospodarczego oraz Norweskiego Mechanizmu Finansowego oraz budżetu Rzeczypospolitej Polskiej w ramach Funduszu dla Organizacji Pozarządowych.

**Spis treści**

	Strona
Synteza.....	4
Wprowadzenie.....	5
1. Dlaczego banki pomagają finansować inwestycje?.....	7
2. Jaka jest rola państwa w redukcji ograniczeń w dostępie do kredytu?.....	9
2.1. Podejście pierwsze: laissez-faire.....	9
2.2. Wspieranie rynku.....	10
2.3. Trzecie podejście: zastępowanie rynku.....	21
Bibliografia.....	24

Opracowanie powstało na podstawie: Ciżkowicz P., Rybiński K., „The Role of Banking and Financial Policies in Promoting Micro, Small and Medium Enterprises”, artykuł przygotowany na konferencję „Macroeconomic Stability: Towards High Growth and Unemployment”, Bank Indonezji, Bali, 5-7 listopada 2007

## Synteza

- Dobrze funkcjonujący i rozwinięty sektor finansowy wspiera długofalowy wzrost gospodarczy. Odgrywa też istotną rolę w redukcji ubóstwa, gdyż jego pozytywne oddziaływanie koncentruje się w dużej mierze na poprawie warunków życia biedniejszej części społeczeństwa.
- W wielu krajach poziom rozwoju finansowego jest jednak bardzo niski ze względu na negatywne konsekwencje asymetrii informacji między kredytobiorcą i kredytodawcą. To natomiast ogranicza zasób kapitału dostępnego dla przedsiębiorstw i w efekcie redukuje poziom inwestycji.
- Pojawia się więc pytanie, czy a jeśli tak, to w jaki sposób rząd może eliminować te bariery dla wzrostu. Badania empiryczne wskazują, że ważnym zadaniem, jakie powinno realizować państwo w zakresie wspierania rozwoju sektora finansowego i eliminowania barier w dostępie do kapitału jest zapewnienie stabilności makroekonomicznej (szczególnie: niskiej i stabilnej inflacji) oraz zagwarantowanie odpowiednich ram instytucjonalnych funkcjonowania tego sektora. Takie działania przyczyniają się w największym stopniu do zniesienia ograniczeń rozwoju napotykanym przez małe i średnie przedsiębiorstwa.
- Negatywne skutki mogą mieć natomiast działania interwencjonistyczne, takie jak subydiowanie kredytów i udzielanie rządowych gwarancji kredytowych dla wybranych sektorów gospodarki, regulacje dotyczące warunków udzielania kredytów przez banki, a w szczególności utrzymywanie własności państwowej w instytucjach finansowych.

*„Istnieje niezwykła i błędna idea, której zwolennikami są wszyscy dziwacy ulegający iluzji pieniądza, że kredyt to coś, co bankier daje człowiekowi. Przeciwnie – kredyt to coś, co człowiek już ma. Ma go na przykład ze względu na to, że posiada aktywa o większej rynkowej wartości pieniężnej niż pożyczka, o którą zabiega. Albo ma go dzięki swojemu charakterowi i wynikom, które dotychczas osiągnął. Przynosi je ze sobą do banku”*

*Hazlitt (1946)*

## Wprowadzenie

W roku 2006 Norweski Komitet Noblowski uhonorował Pokojową Nagrodą Nobla Muhammada Yunusa i Grameen Bank „za ich wysiłki w oddolnym tworzeniu podstaw rozwoju ekonomicznego i społecznego” (Nobel Foundation, 2007). Jakie działania zdobyły uznanie Komitetu?

W latach 1975-1989 Yunus zarządzał programem badawczym, którego celem było przyspieszenie rozwoju ubogich wiejskich obszarów Bangladeszu. W tych latach stworzył on system świadczący usługi finansowe dopasowane do potrzeb najbiedniejszych mieszkańców tych regionów. Główną ideą było udzielanie małych pożyczek (tzw. mikrokredytów) dla najbiedniejszych. System ten bazował na założeniu, że osoby ubogie posiadają umiejętności, których nie mogą właściwie wykorzystać ze względu na brak dostępu do kapitału. Mikrokredyty umożliwiały takim osobom zakup drobnego sprzętu lub urządzeń, pozwalając na ominięcie bariery dostępu do kapitału. Pomysł okazał się pełnym sukcesem: w ciągu 7 lat system mikrokredytów rozszerzył się na cały kraj. Nieoczekiwany sukces programu stał się podstawą do założenia instytucji nazwanej Grameen Bank. Obecnie Grameen Bank posiada 2462 oddziały i 7,2 mln pożyczkobiorców. Instytucja pożyczka ponad 800 mln dolarów rocznie, finansując pożyczki o średniej wartości niewiele ponad 100 dolarów. Ponad 98 proc. tych pożyczek jest regularnie spłacane. Wszystkie pożyczki są finansowane z własnych depozytów banku, przy czym 58 proc. tych depozytów pochodzi od byłych lub aktualnych pożyczkobiorców banku. Według najnowszych danych blisko dwie trzecie rodzin pożyczkobiorców wydoszło się z ubóstwa (Grameen Bank 2007).

Koncepcja rozwinięta przez Yunusa i doceniona przez Komitet Noblowski polegała zatem na umożliwieniu najbiedniejszym obywatelom korzystania z pośrednictwa finansowego (czyli usług świadczonych przez banki, giełdę papierów wartościowych itp.), co pozwoliło zredukować bariery napotymane przez nich w dostępie do kapitału i w efekcie umożliwiło im ucieczkę z ubóstwa. Rzeczywiście, rozwinięty i dobrze funkcjonujący sektor finansowy jest ważnym czynnikiem wpływającym na tempo wzrostu gospodarczego i redukcję ubóstwa (por. np. Levine, Loayza, Beck, 2000; Beck, Levine and Loayza, 2000, Levine and Zervos, 1998; King and Levine 1993a, 1993b)<sup>1</sup>. Zdolność instytucji finansowych do poszerzania dostępu do zewnętrznego finansowania jest kluczowym czynnikiem rozwoju, szczególnie w przypadku małych i średnich przedsiębiorstw, które napotykają najpoważniejsze bariery w dostępie do kapitału (Beck, Demirguc-Kunt, Laeven and Levine, 2004; Beck, Demirguc-Kunt and Maksimovic, 2005). Rozwinięty sektor finansowy ma ponadto silny pozytywny wpływ na sytuację finansową biedniejszej części społeczeństwa, poprzez redukcję ubóstwa i nierówności dochodowych (Beck, Demirguc-Kunt, Levine, 2004; Honohan, 2004).

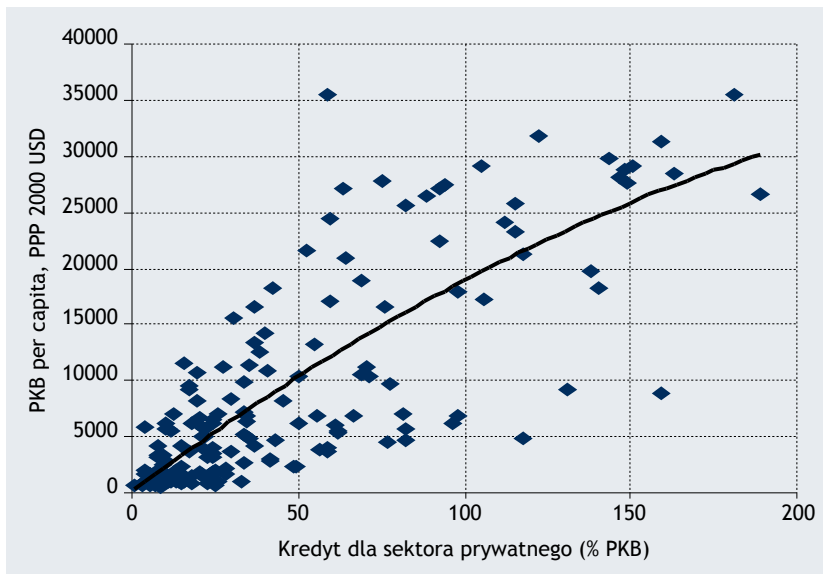
Poziom rozwoju finansowego jest jednak bardzo zróżnicowany między poszczególnymi krajami: jak wynika z Wyk. 1. wielkość kredytów udzielonych sektorowi prywatnemu w relacji do PKB (jest to najczęściej stosowana miara stopnia rozwoju sektora finansowego) waha się od 5 proc. w ubogich krajach afrykańskich do prawie 200 proc. w krajach wysokorozwiniętych, takich jak Stany Zjednoczone, Japonia, Kanada czy Holandia (Bank Światowy, 2007b). Nawet wśród krajów rozwijających się różnice (szczególnie co do roli sektora finansowego w finansowaniu przedsiębiorstw) są bardzo duże: udział pośredników finansowych w finansowaniu inwestycji przedsiębiorstw kształtuje się na poziomie 5 proc. w Azerbejdżanie, Uzbekistanie i Gwinei w porównaniu z blisko 80 proc. w Tajlandii i Chinach (Bank Światowy, 2007b).

*Rozwój finansowy  
wspiera wzrost  
gospodarczy  
i redukuje ubóstwo...*

*...jednak poziom  
rozwoju finansowego  
jest mocno  
zróżnicowany między  
krajami.*

<sup>1</sup> Ciekawy i wyczerpujący przegląd literatury poświęconej analizie wpływu rozwoju sektora finansowego na tempo wzrostu gospodarczego można znaleźć w pracy Levine (2005).

Wykres 1. Kredyt dla sektora prywatnego w proc. PKB a poziom PKB per capita (średnia dla lat 2000-2005)



Źródło: Bank Światowy 2007b, obliczenia własne

Jeśli uzna się, że rozwój finansowy wywiera istotny wpływ na tempo wzrostu gospodarczego, to powstaje ważne pytanie: skąd wynikają tak duże różnice w poziomie rozwoju finansowego między poszczególnymi krajami i co należy robić, aby wspierać rozwój finansowy? Niniejsze opracowanie jest próbą odpowiedzi na to pytanie. Punktem wyjścia będzie wyjaśnienie czym jest asymetria informacji i jaką rolę pełni ona w rozwoju sektora bankowego<sup>2</sup>. Zidentyfikujemy najważniejsze bariery dla rozwoju sektora bankowego i zastanowimy się, jakie są zadania państwa w przezwyciężaniu tych barier. Na podstawie porównań międzynarodowych i analiz wybranych przypadków postaramy się ocenić skuteczność różnych rodzajów polityki rządu we wspieraniu rozwoju finansowego.

<sup>2</sup> W niniejszym opracowaniu skupimy się na roli banków. Podobne mechanizmy funkcjonują jednak również w przypadku innych instytucji finansowych takich jak np. giełda papierów wartościowych.

## 1. Dlaczego banki pomagają finansować inwestycje?

Zidentyfikowanie czynników różnicujących poziom rozwoju sektora bankowego między krajami wymaga zrozumienia przyczyn, dla których pośrednictwo finansowe jest w ogóle potrzebne w gospodarce. Głównym powodem istnienia rynków finansowych jest brak tzw. doskonałej informacji. Doskonała informacja w przypadku inwestycji finansowanej kredytem ma miejsce wtedy, gdy zarówno kredytobiorca (przedsiębiorstwo), jak i potencjalny kredytodawca (gospodarstwo domowe) wie dokładnie tyle samo o projekcie inwestycyjnym, a ponadto zebranie tej informacji nie wiąże się z żadnym dodatkowym kosztem. W takiej sytuacji środki własne przedsiębiorstwa i fundusze zewnętrzne (np. zaciągnięty kredyt) są w pełni substytucyjne, gdyż ich koszt jest identyczny ze względu na darmowy dostęp wszystkich uczestników rynku do pełnej tego samego zbioru informacji o projektach inwestycyjnych. Oznacza to, że jeśli przedsiębiorstwo nie posiada wystarczających środków własnych na sfinansowanie inwestycji, może je pożyczyć bez żadnych przeszkód od indywidualnych inwestorów (gospodarstw domowych) po tej samej cenie. Z drugiej strony, inwestorzy pożyczają pieniądze tylko tym firmom, które gwarantują, że wykorzystają uzyskane w ten sposób środki w najbardziej efektywny sposób tzn. realizując projekty inwestycyjne o największej oczekiwanej stopie zwrotu. W efekcie popyt i podaż środków finansowych równoważą się, a kapitał lokowany jest w najbardziej zyskowych przedsięwzięciach.

*W doskonałej gospodarce banki nie byłyby potrzebne...*

Jeśli rynek kredytu funkcjonowałby w ten sposób, miałyby to dwie poważne konsekwencje. Po pierwsze, istnienie pośredników finansowych na takim rynku nie miałyby ekonomicznego uzasadnienia, gdyż ani firmy, ani gospodarstwa domowe nie czerpałyby żadnych korzyści z ich usług<sup>3,4</sup>. Po drugie, firmy nie napotykałyby żadnych barier w dostępie do finansowania, jeśli tylko podejmowane przez nie projekty byłyby odpowiednio zyskowe. Oznaczałoby to, że taką samą szansę na sfinansowanie inwestycji miałyby duże przedsiębiorstwo z wieloletnią historią i dysponujące odpowiednim zabezpieczeniem, jak i nowopowstająca mała firma bez dóbr mogących stanowić zabezpieczenie kredytu. Ponadto fakt nieposiadania środków własnych na pokrycie części inwestycji nie obniżałby szans firmy na uzyskanie reszty finansowania.

W rzeczywistości jednak informacja dostępna dla uczestników rynku finansowego nie jest doskonała, lecz asymetryczna. Asymetria informacji oznacza sytuację, w której jeden podmiot gospodarczy posiada lepszą (tzn. pełniejszą i dokładniejszą) informację na temat danego dobra niż inny podmiot. W przypadku rynku finansowego asymetria może dotyczyć informacji na temat danego projektu inwestycyjnego (np. związanych z nim ryzyk), w tym charakterystyki podejmującego go przedsiębiorstwa (np. historii finansowej lub historii spłat wcześniej zaciągniętych zobowiązań).

*...jednak w rzeczywistości odgrywają istotną rolę, gdyż redukują negatywne skutki asymetrii informacji...*

Asymetria informacji ma szereg konsekwencji, które zaburzają poprawne funkcjonowanie rynku finansowego, utrudniając pośrednikom finansowym identyfikowanie projektów o największym prawdopodobieństwie sukcesu i najwyższej stopie zwrotu. Poniżej omówiono każdą z nich.

- Negatywna selekcja (ang. adverse selection) jest skutkiem asymetrii informacji pojawiającym się przed udzieleniem finansowania. W przypadku rynku kredytowego negatywna selekcja odnosi się do sytuacji, w której podniesienie stopy procentowej przez banki prowadzi do pogorszenia się przeciętnej jakości projektów inwestycyjnych, o których finansowanie starają się firmy. Dzieje się tak, ponieważ przedsiębiorstwa realizujące projekty o wysokim

<sup>3</sup> Przyczyną istnienia pośredników finansowych jest również ich zdolność do redukcji kosztów transakcyjnych i redukcji ryzyka związanego z inwestycjami. Jednakże Freixas i Rochem (1999) pokazują, że te funkcje tracą na znaczeniu w przypadku istnienia doskonałej informacji.

<sup>4</sup> Por. np. model zaproponowany przez Fama (1980), z którego wynika, że jeśli gospodarstwa domowe i firmy mają nieograniczony dostęp do doskonałego rynku finansowego, to w stanie równowagi banki nie generują zysku, co oznacza, że ich istnienie nie jest ekonomicznie uzasadnione.

ryzyku (tzn. wysokim prawdopodobieństwem niepowodzenia) i wysokiej oczekiwanej stopie zwrotu są w stanie zaakceptować wyższy koszt kredytu: jeśli inwestycja się powiedzie, wysoka stopa zwrotu pozwoli na pokrycie wyższego kosztu, w przeciwnym przypadku firma ogłosi niewypłacalność i nie zwróci pożyczonego kapitału. Firmy poszukujące finansowania dla projektów o wysokim prawdopodobieństwie sukcesu i niższej stopie zwrotu mogą natomiast nie zdecydować się na podjęcie inwestycji przy wyższym koszcie kredytu, gdyż może się ona stać nieopłacalna. W rezultacie wzrost stopy procentowej prowadzi do autoselekcji kredytobiorców, w tym przypadku oznaczającej samoistną eliminację „dobrych” projektów z grupy potencjalnych kredytobiorców. To natomiast obniża oczekiwaną stopę zwrotu z portfela udzielonych kredytów.

- **Pokusa nadużycia** (ang. moral hazard) jest kolejnym następstwem asymetrii informacji<sup>5</sup>. Pojęcie to odnosi się do sytuacji, w której dwa podmioty gospodarcze uzgadniają warunki umowy, jednak w trakcie jej trwania jeden z podmiotów posiadających przewagę informacyjną podejmuje działania sprzeczne z tą umową. Celem tych działań jest zwiększenie korzyści osiągniętych z umowy przez jeden podmiot kosztem strat ponoszonych przez drugi podmiot. Na rynku kredytowym problem pokusy nadużycia odnosi się najczęściej do dwóch kwestii. Pierwsza to wykorzystanie przez kredytobiorcę środków z kredytu na sfinansowanie projektów o wyższym ryzyku i niższej oczekiwanej stopie zwrotu, niż przewidziane w umowie zawartej z kredytodawcą. Jeśli kredytobiorca ma możliwość podejmowania projektów o różnym ryzyku, to, podobnie jak w przypadku problemu negatywnej selekcji, zmiana warunków kredytowania wpływa na zachowanie kredytobiorcy. Podniesienie stopy procentowej od pożyczonych środków zwiększa, z punktu widzenia kredytobiorcy, relatywną atrakcyjność bardziej ryzykownych projektów: w przypadku powodzenia gwarantują one większe dochody, co pozwala na pokrycie wyższego kosztu kredytu. Projekty te charakteryzują się jednak niższą oczekiwaną stopą zwrotu, gdyż wiążą się z większym ryzykiem niepowodzenia, stąd ich finansowanie jest mniej korzystne z punktu widzenia kredytodawcy. Drugi powód występowania pokusy nadużycia wiąże się z sytuacją, w której kredytobiorca dokonuje wyboru między spłatą kredytu lub ogłoszeniem niewypłacalności, przy czym drugie działanie jest związane z poniesieniem pewnego kosztu (np. braku możliwości uzyskania kredytu w przyszłości). Kredytobiorca decyduje się na ogłoszenie niewypłacalności w dwóch przypadkach:
  - jeśli dochody z inwestycji nie wystarczają na pokrycie spłaty kredytu lub
  - jeśli dochody z inwestycji wystarczają na pokrycie spłaty kredytu, lecz koszt spłaty jest wyższy od kosztu ogłoszenia niewypłacalności.

W drugim przypadku wzrost stopy procentowej od kredytu, podbijając wysokość spłaty, zwiększy liczbę kredytobiorców, którzy ogłoszą niewypłacalność, mimo że dochód uzyskany z inwestycji pozwala im na spłatę kredytu. To natomiast obniża stopę zwrotu uzyskiwaną przez bank z udzielonych kredytów.

- Trzecia konsekwencja asymetrii informacji wiąże się z **kosztowną weryfikacją stanu** (ang. costly state verification)<sup>6</sup>. Odnosi się ona do sytuacji, w której asymetria informacji dotyczy faktycznego zwrotu z finansowanej inwestycji: kredytobiorca posiada tę informację, zaś dla kredytodawcy jej uzyskanie wiąże się z przeprowadzeniem kontroli i poniesieniem pewnego kosztu. Jeśli wysokość spłaty jest uzależniona od zwrotu z inwestycji, kredytobiorca będzie starał się zaniżyć raportowane wielkości w stosunku do stanu faktycznego, o ile umożliwi to uniknięcie spłaty. Kredytodawca zdecyduje się natomiast na kontrolę jedynie wtedy, gdy kredytobiorca będzie raportował niskie wyniki i nie będzie spłacał kredytu. W niektórych przypadkach kontrola zweryfikuje raportowane wyniki i pozwoli odzyskać pożyczone środki, w innych zaś potwierdzi je i dodatkowo zmniejszy zwrot z pożyczonych środków. W tej sytuacji podniesienie przez bank stopy

<sup>5</sup> Szczegółową analizę tego zagadnienia można znaleźć np. w Jaffee i Russell (1978).

<sup>6</sup> Szczegółową analizę tego zagadnienia można znaleźć np. w Townsend (1979) oraz Gale i Hellwig (1985).



procentowej prowadzi do zwiększenia liczby kredytobiorców, którzy nie są w stanie spłacać kredytu, a więc wzrostu „utopionych” kosztów związanych z przeprowadzaniem kontroli. Oznacza to, że jeśli niepowodzenie projektu finansowanego przez kredytodawcę powoduje powstanie pewnego kosztu, podniesienie stopy procentowej może oznaczać niższy zwrot, gdyż zwiększa szansę porażki tej inwestycji.

Każdy z opisanych powyżej problemów może prowadzić do tzw. **racjonowania kredytu** (credit rationing)<sup>7</sup>, czyli sytuacji, w której banki ograniczają wielkość finansowania oferowanego przedsiębiorstwu bez względu na poziom stopy procentowej, który jest ona w stanie zapłacić. Skala racjonowania jest tym większa, im większy jest zakres asymetrii informacji. W efekcie funkcjonowanie rynku finansowego charakteryzuje pewien paradoks: z jednej strony asymetria informacji jest warunkiem koniecznym istnienia banków i sensowności ekonomicznej świadczonych przez nie usług; z drugiej strony im mniejsza skala asymetrii informacji i im mniej dotkliwe jej konsekwencje, tym szerszy jest zakres pośrednictwa finansowego i tym łatwiej alokować kapitał w najbardziej rentowne projekty.

*...które tworzą bariery w dostępie do kredytu i utrudniają rozwój rynku finansowego...*

## 2. Jaka jest rola państwa w redukcji ograniczeń w dostępie do kredytu?

Skoro asymetria informacji jest główną przyczyną ograniczeń napotykaną przez przedsiębiorstwa i gospodarstwa domowe w dostępie do kredytu, warto zastanowić się w jaki sposób państwo (rząd) może przyczynić się do ograniczenia dotkliwości tych barier, a w efekcie do bardziej wydajnej alokacji kapitału i przyspieszenia wzrostu gospodarczego. Beck (2006) wskazuje trzy możliwe podejścia do zaangażowania rządu w funkcjonowanie sektora finansowego:

*...Istnieje kilka możliwych podejść do roli państwa w eliminowaniu barier w rozwoju rynku finansowego...*

- laissez-faire,
- wspieranie rynku,
- zastępowanie rynku

W kolejnych sekcjach omówiono główne charakterystyki każdego z podejść oraz na podstawie porównań międzynarodowych i analiz przypadków postarano się ocenić ich skuteczność w ograniczaniu negatywnych skutków asymetrii informacji dla rozwoju rynku finansowego.

### 2.1. Podejście pierwsze: laissez-faire

Pierwsze podejście zakłada, że państwo nie powinno odgrywać żadnej roli w kształtowaniu warunków kooperacji między poszczególnymi stronami rynku kredytowego. Zakłada się przy tym, że warunki te są ustanawiane i egzekwowane w sposób optymalny poprzez czyste mechanizmy rynkowe. Rząd nie powinien występować jako strona transakcji na tym rynku, gdyż banki mają przewagę komparatywną w identyfikowaniu najbardziej wydajnych sektorów i przedsiębiorstw w ekonomii. Nie ma więc wytłumaczenia dla interwencji państwa nakierowanej na przekierowywanie kapitału do innych sektorów lub jednostek, ponieważ alokacja dokonywana przez rynek jest optymalna również z punktu widzenia społecznego dobrobytu.

*...Po pierwsze, państwo może ignorować te problemy...*

Takie podejście kompletnie ignoruje jednak konsekwencje asymetrii informacji, które uniemożliwiają optymalną alokację kapitału. Ponadto nie pozwala na sensowne wyjaśnienie obserwowanego zróżnicowania w poziomie rozwoju sektora finansowego między krajami.

<sup>7</sup> Stiglitz i Weiss (1981) pokazali, że zjawisko to może wystąpić w następstwie negatywnej selekcji lub pokusy nadużycia, Jafee i Ruseell (1976) oraz Bester i Hellwig (1987) wskazują na pokusę nadużycia jako przyczynę racjonowania, zaś Williamson (1986, 1987) oraz Gale i Hellwig (1985) podkreślają rolę kosztownej weryfikacji stanu.

## 2.2. Wspieranie rynku

*...Po drugie, państwo może wspierać rozwój rynku poprzez...*

*...zapewnienie stabilności ekonomicznej, w szczególności niskiej i stabilnej inflacji...*

*...wsparcie procesu gromadzenia i udostępniania informacji kredytowej...*

Zgodnie z drugim podejściem, rolą państwa jest wspieranie rozwoju sektora finansowego poprzez zapewnienie odpowiednich ram prawnych dla jego funkcjonowania oraz zagwarantowanie stabilności makroekonomicznej. Takie podejście definiuje rolę państwa przez pryzmat istniejących niedoskonałości rynku: ponieważ asymetria informacji jest głównym źródłem nieoptymalnego funkcjonowania rynku, państwo powinno dostarczyć narzędzi pozwalających na zredukowanie tej asymetrii. W ramach tak zdefiniowanej roli, dla państwa przewiduje się kilka obszarów działalności:

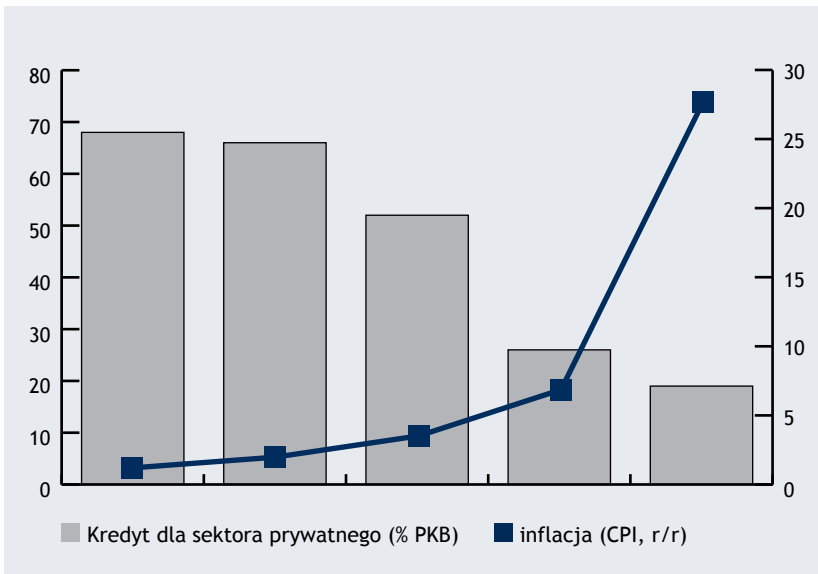
1. Pierwszy obszar to zapewnienie stabilności makroekonomicznej, w szczególności niskiej i stabilnej inflacji. Większość ekonomistów zgadza się co do tego, iż stabilność monetarna jest istotnym warunkiem trwałego rozwoju finansowego. Liczne modele ekonomiczne pokazują, że inflacja – przynajmniej od pewnego poziomu – zwielokrotnia negatywne konsekwencje asymetrii informacji, ograniczając tym samym wielkość kredytu udzielanego przez banki (por. np. Boyd, Choi i Smith, 1996; Azariadis i Smith, 1996; Paal i Smith, 2004), a także obniża skuteczność banków w identyfikowaniu najbardziej wydajnych projektów inwestycyjnych (por. np. Smith i van Egteren, 2003; Bum, Caglayan i Ozkan, 2004). Jeśli jednym z celów polityki pieniężnej jest wspieranie wydajnych inwestycji, powinna ona dążyć do utrzymywania niskiej i stabilnej inflacji. Wnioski z powyższych modeli zostały potwierdzone przez wyniki badań empirycznych. Zgodnie z nimi inflacja powyżej pewnej wartości progowej negatywnie oddziałuje na poziom rozwoju sektora finansowego (Rousseau i Wachtel, 2002; Khan, Senhadji i Smith, 2001; Boyd, Levine i Smith, 2001), a także zwiększa dotkliwość barier w dostępie do kapitału postrzeganą przez przedsiębiorców (Beck, Demierguc-Kunt i Lenin, 2003). Ponadto, im wyższy przeciętny poziom inflacji, tym słabszy pozytywny wpływ wywierany przez rozwój sektora finansowego na wzrost gospodarczy (Rousseau i Wachtel, 2002; Lee i Wong, 2005). Wyk. 2 ilustruje negatywny związek między przeciętną inflacją a poziomem rozwoju sektora finansowego<sup>8</sup>.

Drugi obszar obejmuje rozwiązania prawne i narzędzia wspierające gromadzenie pełnej i wiarygodnej informacji o potencjalnych kredytobiorcach oraz umożliwiające bankom dostęp do tych informacji. Im łatwiejszy dostęp do takich informacji i im lepsza ich jakość i kompletność, tym mniejsza asymetria informacji pomiędzy kredytobiorcą a bankiem. Informacja ta ułatwia bowiem bankom rozróżnienie potencjalnych kredytobiorców charakteryzujących się wysokim i niskim ryzykiem przed udzieleniem im finansowania. W rezultacie kapitał staje się bardziej dostępny dla podmiotów o większym potencjale i większym prawdopodobieństwie sukcesu finansowanej inwestycji. To natomiast prowadzi do bardziej efektywnej alokacji kapitału w gospodarce. Spójna i kompletna informacja kredytowa zebrana w ogólnie dostępnych rejestrach zmniejsza bariery w dostępie do kredytu szczególnie mocno w przypadku małych i średnich przedsiębiorstw. Tego typu firmom jest bowiem trudniej udokumentować zdolność kredytową jedynie na bazie własnych danych, ze względu na mniejszą (w porównaniu do dużych firm) przejrzystość i węższy zakres informacji dokumentujących historię ich działalności.

Badania empiryczne potwierdzają, że istnienie rejestrów gromadzących i udostępniających informacje dotyczące historii kredytowej oraz bieżącego poziomu zadłużenia kredytobiorców może stanowić istotny czynnik zwiększający dostępność kredytu (por. np. Japelli i Pagano, 2000 i 2002; Spaienza, 2002; Djankov, McLiesh i Schleifer, 2005). Informacje zebrane o danym kredytobiorcy w rejestrach mogą zastępować informacje zgromadzone przez bank w ramach długotrwałych relacji z kredytobiorcą. W efekcie przedsiębiorstwo starające się o kredyt w danym banku po raz pierwszy, lecz posiadające nieposzlakowaną historię kredyto-

<sup>8</sup> Należy podkreślić, że tego typu porównania powinny być traktowane jako ilustracje pewnych obserwowanych zależności, a nie jednoznaczne potwierdzenie zależności przyczynowo-skutkowej (głównie ze względu na obciążenie wynikające z pominięcia innych ważnych zmiennych oraz ewentualnej korelacji pozornej; więcej na ten temat można przeczytać np. w książce Haremzy i Deadmana (2000)). To zastrzeżenie dotyczy również innych tego rodzaju zestawień pojawiających się w dalszej części tekstu.

Wykres 2. Inflacja CPI a kredyt dla sektora prywatnego w proc. PKB (średnia dla lat 2000-2005)



Źródło: Bank Światowy 2007b, obliczenia własne

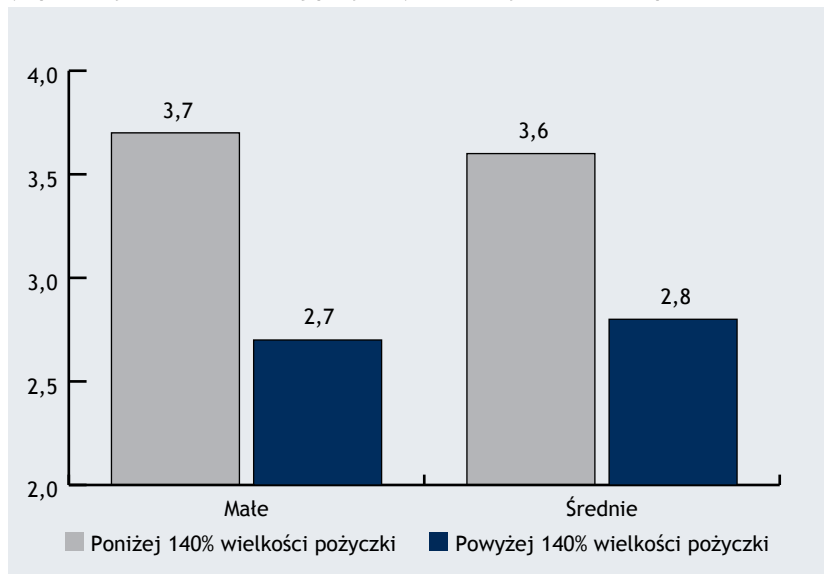
wą zebraną w rejestrze, ma takie same szanse na otrzymanie kredytu, jak wieloletni klient tego banku. Berger i Udell (1995) wskazują, że dostęp do takiej informacji może skłaniać banki do obniżenia oprocentowania kredytu dla małych przedsiębiorstw i rzadszego wymagania od nich zabezpieczenia kredytu. Wyniki badań Banku Światowego (2005, 2006, 2007) prowadzone na dużej próbie krajów rozwijających się i rozwiniętych wskazują, że rejestry informacji kredytowej przyczyniają się w największym stopniu do zwiększenia dostępności kredytu, jeśli zawierają dane (Bank Światowy, 2005, s.51):

- zarówno o pozytywnej, jak i o negatywnej historii kredytowej (tzn. spłacanych terminowo, spłacanych nieterminowo i niespłacanych zobowiązaniach);
- dotyczące zarówno osób prywatnych, jak i przedsiębiorstw;
- pochodzące zarówno od instytucji finansowych, jak i przedsiębiorców udzielających danemu podmiotowi kredytu handlowego, sprzedawców detalicznych itp.;
- obejmujące okres co najmniej 5 lat;
- do których dostęp jest zagwarantowany prawnie zarówno dla kredytodawców, jak i podmiotu, którego te dane dotyczą.

Wyk. 3 pokazuje, że dostępność i kompletność informacji kredytowej może istotnie obniżyć wymagania dotyczące zabezpieczeń kredytu nakładane przez bank, ułatwiając w ten sposób dostęp do kredytu. W tym kontekście historia kredytowa zebrana w ogólnodostępnym rejestrze stanowi „zabezpieczenie reputacyjne” kredytu – jeśli informacje o dotychczasowych zobowiązaniach i ich spłacie potwierdzają wiarygodność danego przedsiębiorstwa, bank może traktować to jako wystarczające zabezpieczenie swoich roszczeń. Możliwość zweryfikowania historii kredytowej przez bank jest szczególnie ważna dla tych przedsiębiorstw, które nie są w stanie dostarczyć innego rodzaju zabezpieczenia np. ziemi, budynków lub maszyn. Wyk. 4. pokazuje natomiast, że wielkość kredytu udzielonego sektorowi prywatnemu jest większa w krajach o szerszym zakresie zebranej i udostępnianej informacji kredytowej.

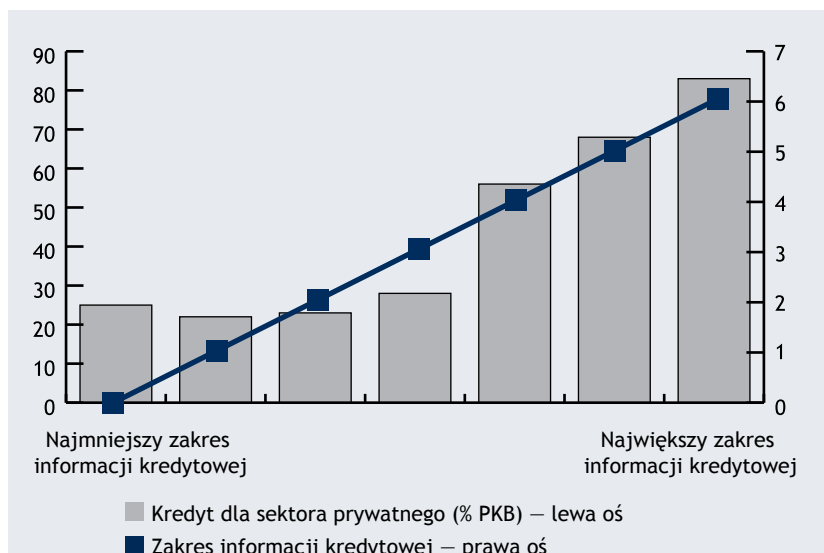
<sup>9</sup> Freixas i Rochet (1999, roz. 4 i 5) przedstawili doskonały przegląd modeli teoretycznych analizujących rolę zabezpieczenia w kształtowaniu warunków umów kredytowych.

Wykres 3. Wskaźnik zakresu informacji kredytowej\* a przeciętna wartość zabezpieczenia pożyczki (w proc. wysokości udzielonej pożyczki)\*\* dla małych i średnich przedsiębiorstw



Źródło: Bank światowy 2007a, Bank Światowy 2007b, obliczenia własne

Wykres 4. Wskaźnik zakresu informacji kredytowej\* a kredyt dla sektora prywatnego w proc. PKB (średnia dla lat 2000-2005)



\* Wskaźnik zakresu informacji kredytowej ocenia wpływ regulacji prawnych na zakres, dostępność, i jakość informacji kredytowej zgromadzonej w rejestrach prywatnych lub publicznych. Wskaźnik przyjmuje wartości od 0 (najgorsza) do 6 (najlepsza).

\*\* Przeciętna wartość zabezpieczenia wyrażona jako proc. pożyczki dla firm, którym w ostatnim czasie udzielono pożyczki wymagającej zabezpieczenia.

Źródło: Bank Światowy 2007b, obliczenia własne

Trzeci obszar możliwych działań państwa obejmuje rozwiązania prawne usprawniające ustanawianie i egzekwowanie zabezpieczeń kredytowych. Bester (1985) pokazał, że wymóg ustanowienia zabezpieczenia powoduje autoselekcję kredytobiorców tzn. zniechęca do ubiegania się o kredyty te firmy, których projekty charakteryzują się wyższym prawdopodobieństwem niepowodzenia<sup>9</sup>. To w efekcie redukuje asymetrię informacji i bariery w dostępie do finansowania dla przedsiębiorstw o najwyższym potencjale, zwiększając tym samym efektywność alokacji kapitału w gospodarce. Skuteczność zabezpieczenia jako narzędzia redukującego dotkliwość asymetrii informacji zależy od kosztu, złożoności oraz liczby procedur wymaganych do jego ustanowienia, a także kosztu, czasochłonności i złożoności jego późniejszej egzekucji.

Regulacje, które:

- ograniczają kredytobiorcy i kredytodawcy swobodę wyboru przedmiotu zabezpieczenia,
- zwiększają koszty ustanawiania lub egzekucji zabezpieczenia oraz,
- osłabiają uprawnienia kredytodawcy w zakresie egzekucji

przyczyniają się istotnie do zmniejszenia wielkości kredytu udzielanego przez sektor finansowy przedsiębiorstwom, szczególnie małym i średnim (por. Galindo i Micho, 2005). Konsekwencje tego typu szkodliwych regulacji ilustruje dobitnie przykład problemów napotkanych przez bank działający w Gruzji:

*„Nasz bank spędził rok starając się uzyskać prawo własności do aktywu, które zaakceptowaliśmy jako zabezpieczenie kredytu. Najpierw ponad miesiąc zabrano uruchomienie procesu sądowego, następnie pozwany nie pojawił się dwa razy, co spowodowało dalsze opóźnienie. Gdy sąd orzekł na rzecz banku, dłużnik wniósł sprawę do sądu wyższej instancji. Ostatecznie sprawa trafiła do Sądu Najwyższego. Przez cały ten czas Bank Narodowy wymagał ... – 30-50% udzielonego kredytu. Mimo, iż w końcu wygraliśmy sprawę, straciliśmy pieniądze, czas i potencjalnych klientów. Nie jest więc zaskakujące, że obecnie jesteśmy wyjątkowo konserwatywni w akceptowaniu zabezpieczeń.” (Bank Światowy 2004, tłumaczenie własne).*

Brak odpowiedniego zabezpieczenia stanowi obecnie najistotniejszą barierę w dostępie do kredytu, szczególnie w krajach o niskim i średnim poziomie dochodu (por. Wyk. 5). Ważne jest jednak przy tym rozróżnienie **braku zabezpieczenia** od **braku odpowiedniego zabezpieczenia**. W krajach słabo- i średniorozwiniętych widoczne jest bowiem niedopasowanie pomiędzy strukturą aktywów firm i strukturą aktywów akceptowanych przez banki jako zabezpieczenie (por. Wyk. 6). Wynika to w dużym stopniu z regulacji, które ograniczają zakres rodzajów dóbr akceptowanych jako zabezpieczenie lub też komplikują albo ograniczają skuteczność egzekucji należności na podstawie zabezpieczenia.

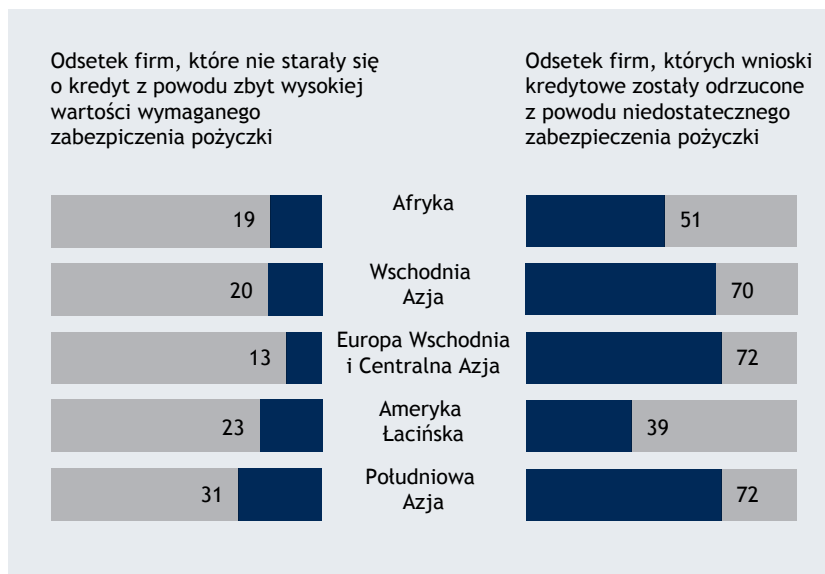
Ten rodzaj niedopasowania określony przez De Soto (2000) „**martwym kapitałem**” stanowi jego zdaniem główny powód utrzymywania się ubóstwa w wielu niskorozwiniętych krajach. De Soto na podstawie dogłębnych analiz przypadków pokazał, że większość mieszkańców ubogich krajów posiada dobra o wartości wystarczającej do założenia przez nich własnej firmy i ucieczki z ubóstwa. W krajach tych brakuje jednak odpowiedniego prawa, które umożliwiłoby im transformację posiadanych dóbr w kapitał. Jeden z przykładów podawanych przez De Soto (2000, s. 14) pokazuje skalę problemów powstających na skutek złego (tzn. zbyt skomplikowanego i nieefektywnego) prawa w tych krajach: legalny zakup działki budowlanej w Egipcie wymaga przejścia przez 77 biurokratycznych procedur, odwiedzenia (czasami kilkakrotnego) 31 urzędów i poświęcenia od 6 do 14 lat! W rezultacie około 5 milionów Egipcjan posiada domy wybudowane nielegalnie, które w związku z tym nie mogą być wykorzystane jako zabezpieczenie przy ubieganiu się o kredyt.

*... oraz dobre prawo w zakresie ustanawiania i egzekwowania zabezpieczeń...*

*...Brak dobrego prawa dotyczącego zabezpieczeń może nasilać bariery w dostępie do kredytu...*

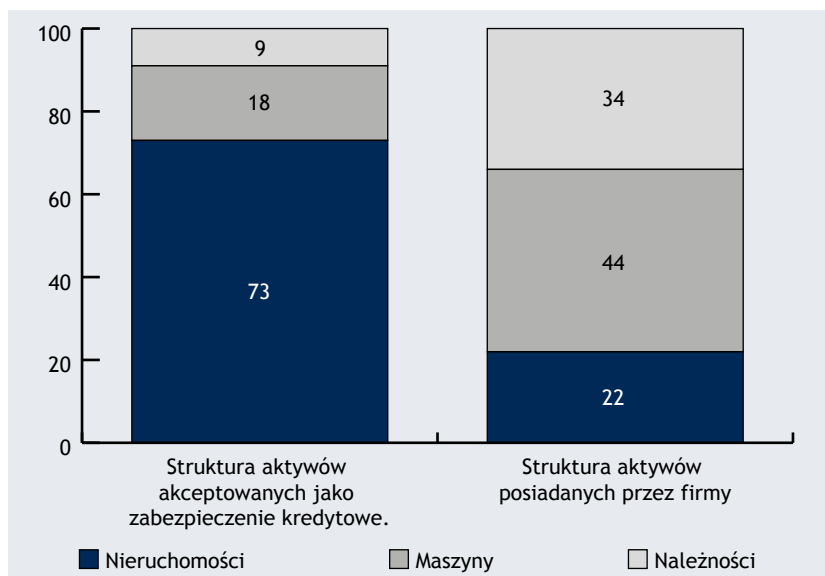
*...i uniemożliwić przekształcenie posiadanych aktywów w kapitał przynoszący zyski...*

Wykres 5. Wiele firm w krajach rozwijających się nie posiada odpowiedniego zabezpieczenia kredytowego.



Źródło: Fleisig, Safavian, de la Peña (2006)

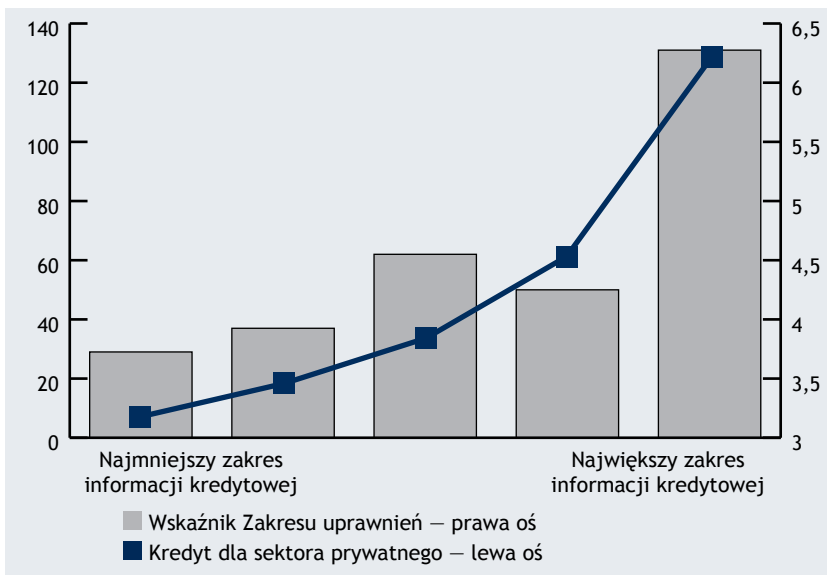
Wykres 6. W krajach rozwijających się struktura aktywów firm różni się od struktury aktywów akceptowanych jako zabezpieczenie kredytowe.



Źródło: Fleisig, Safavian, de la Peña (2006)

Badania empiryczne pokazały, że regulacje prawne ułatwiające ustanawianie i egzekwowanie zabezpieczeń zwiększają dostępność kredytu i obniżają jego koszt (por. np. La Porta et al. 1997; Dijankov, McLiesh i Shleifer, 2005; Levine, Loayza i Beck, 2000b). Oddziaływanie to jest szczególnie silne w przypadku małych i średnich przedsiębiorstw (por. Galindo i Micho, 2005). Wyk. 7 pokazuje, że w przypadku krajów, w których jakość przepisów dotyczących zabezpieczeń jest lepsza, wielkość kredytu udzielonego sektorowi prywatnemu (w relacji do PKB) jest większa. W tych krajach mniejszy odsetek małych i średnich przedsiębiorstw deklaruje, że dostęp do kredytu i koszt finansowania jest główną barierą prowadzenia i rozwoju ich działalności (Wyk. 8). Większy jest też odsetek firm finansujących nowe inwestycje kredytem bankowym (Wyk. 9).

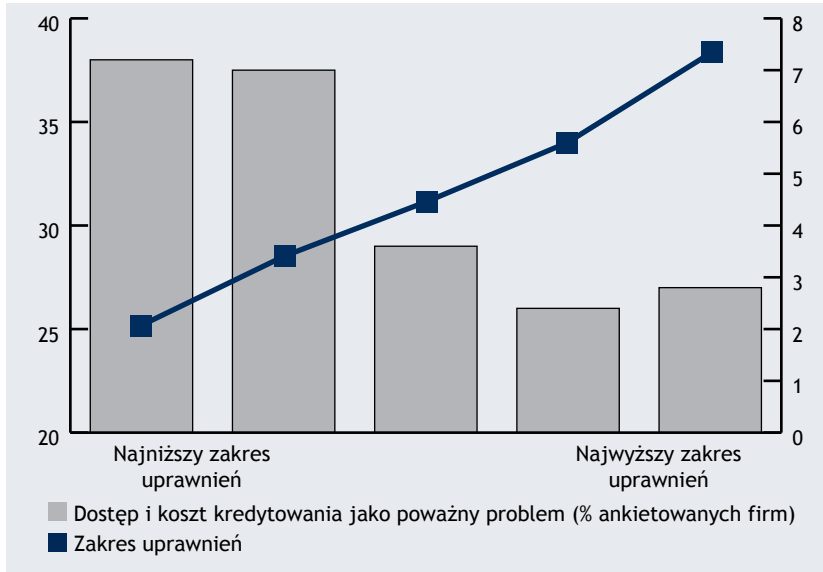
Wykres 7. Wskaźnik poziomu uprawnień\*, a kredyt dla sektora prywatnego w proc. PKB (średnia dla lat 2000-2005)



\* Wskaźnik poziomu uprawnień mierzy, w jakim stopniu przepisy dotyczące zabezpieczeń kredytowych i upadłości chronią prawa kredytodawców i kredytobiorców oraz ułatwiają udzielanie kredytów. Wskaźnik przyjmuje wartości od 0 (najgorsza) do 10 (najlepsza).

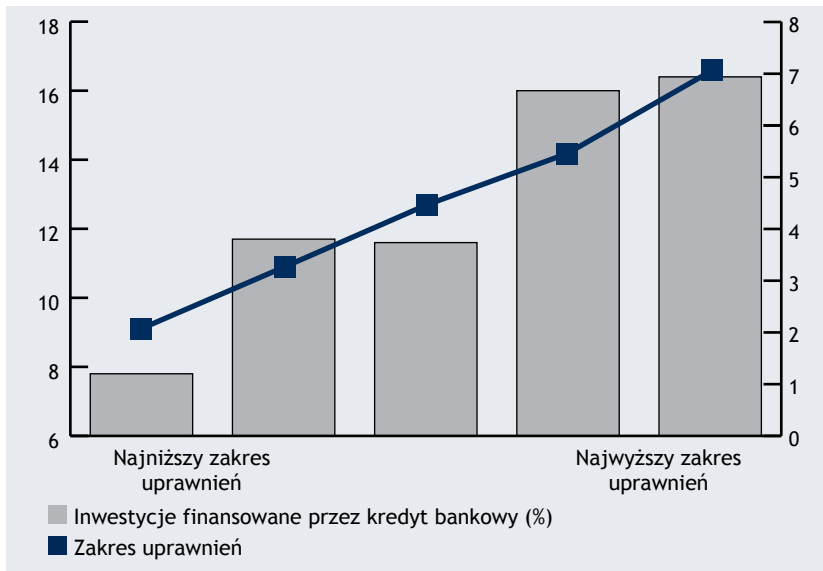
Źródło: Bank Światowy 2007b, obliczenia własne

Wykres 8. Odsetek firm, dla których dostęp do i koszt kredytowania jest poważną przeszkodą w rozwijaniu swojej działalności a wskaźnik poziomu uprawnień\*



Źródło: Bank Światowy 2007b, obliczenia własne

Wykres 9. Odsetek nowych inwestycji finansowanych za pomocą kredytów bankowych a wskaźnik poziomu uprawnień\*



\* Wskaźnik poziomu uprawnień mierzy, w jakim stopniu przepisy dotyczące zabezpieczeń kredytowych i upadłości chronią prawa kredytodawców i kredytobiorców oraz ułatwiają udzielanie kredytów. Wskaźnik przyjmuje wartości od 0 (najgorsza) do 10 (najlepsza).

Źródło: Bank Światowy 2007b, obliczenia własne



\* \* \*

Znaczenie jakości ram prawnych dotyczących zabezpieczenia oraz infrastruktury umożliwiającej gromadzenie i udostępnianie informacji kredytowej można również dostrzec na podstawie analizy doświadczeń krajów, które poprawiły jakość tych instytucji w ciągu ostatnich kilku lat. Poniżej omówiono wybrane przypadki tego typu reform i ich skutki.

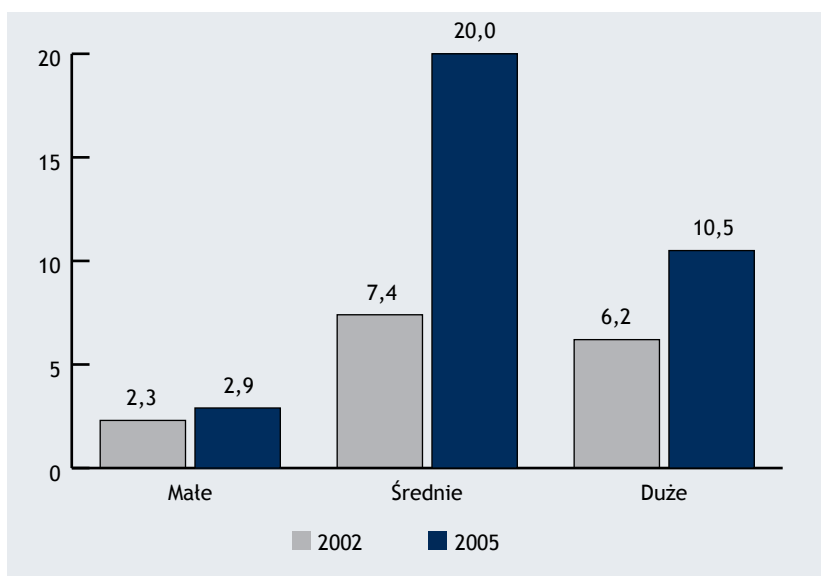
*Skuteczność państwa w eliminowaniu barier w dostępie do kredytu poprzez opisane wyżej kanały ilustrują analizy przypadków reform i ich skutków...*

## Przypadek nr 1: Słowacja 2002

W 2002 roku Słowacja wprowadziła dwa rodzaje reform. Po pierwsze, poszerzono zakres dóbr, które mogą być używane przez kredytobiorców jako zabezpieczenie. Zakres ten powiększono o dobra ruchome, zarówno będące obecnie w posiadaniu przedsiębiorstwa, jak i takie, które firma dopiero nabędzie (np. przyszłe dochody z umów handlowych lub dobra, na które firma posiada kontrakty terminowe). Po drugie, poprawiono proces gromadzenia i udostępniania informacji o potencjalnych kredytobiorcach, tworząc nowe biuro informacji kredytowej.

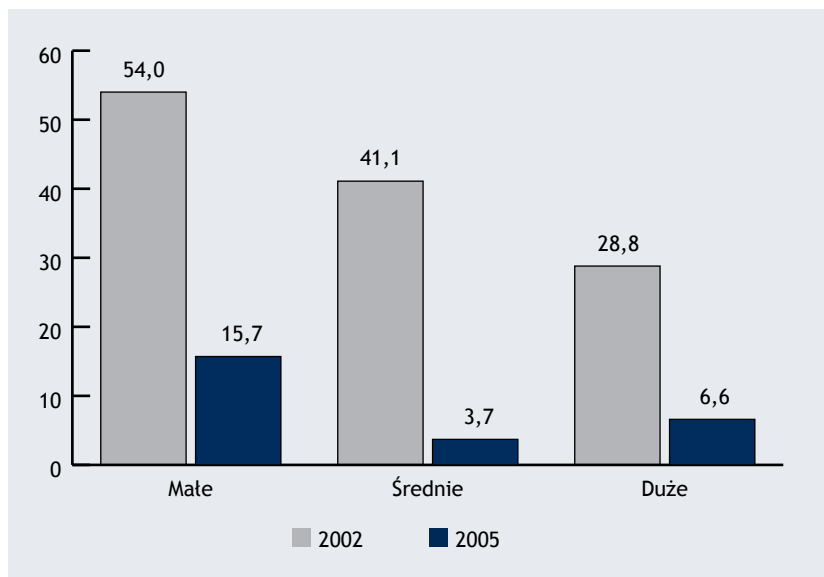
Na skutek reformy, od 2002 roku ponad 70 proc. nowych kredytów dla przedsiębiorstw zostało zabezpieczonych dobrami ruchomymi i przyszłymi dochodami (Bank Światowy, 2006). Ponadto nastąpił istotny wzrost odsetka inwestycji dużych przedsiębiorstw finansowanych kredytem bankowym: z 6.2 proc. w 2002 r. do 10.5 proc. w 2005 r. Wzrost był jeszcze większy w przypadku średnich przedsiębiorstw: z 7.4 proc. w 2002 r. do około 20 proc. w 2005 r. (por. Wyk.11). Reforma poprawiła również dostępność kredytu i obniżyła jego koszt: w 2002 r. ponad połowa małych firm wskazywała dostępność i koszt finansowania jako główną barierę rozwoju ich działalności, podczas gdy w 2005 r. odsetek ten wyniósł niecałe 16 proc. Podobna poprawa nastąpiła w sektorze średnich przedsiębiorstw: odpowiednie odsetki wyniosły 41,1 i 3.7 proc. (por. Wyk. 10).

Wykres 10. Odsetek nowych inwestycji finansowanych za pomocą kredytów bankowych na Słowacji w małych, średnich i dużych przedsiębiorstwach w 2002 i 2005 r.



Źródło: Bank światowy 2007a

Wykres 11. Odsetek firm, dla których dostęp do i koszt kredytowania jest poważną przeszkodą w rozwijaniu swojej działalności na Słowacji w małych, średnich i dużych przedsiębiorstwach w 2002 i 2005 r.



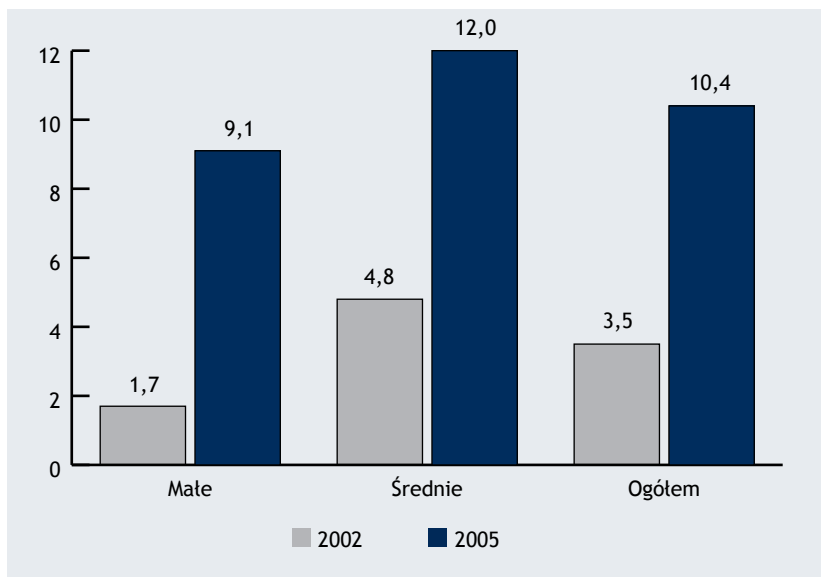
Źródło: Bank światowy 2007a

## Przypadek nr 2: Ukraina 2004

W roku 2004 Ukraina wprowadziła kompleksową reformę prawa kredytowego. Podobnie jak na Słowacji poszerzono zakres dóbr, które mogą być używane jako zabezpieczenie. Reforma dała również kredytodawcom pierwszeństwo w egzekucji należności z zabezpieczenia oraz możliwość natychmiastowego wszczęcia postępowania sądowego w przypadku sprzedaży przedmiotu zabezpieczenia. Dodatkowo umożliwiono kredytodawcom egzekucję zabezpieczenia na drodze prywatnej tzn. bez długotrwałych procedur sądowych koniecznych wcześniej. Poprawiono również infrastrukturę informacji kredytowej tworząc centralny rejestr zabezpieczeń.

W następstwie reformy zwiększył się istotnie udział finansowania bankowego w finansowaniu inwestycji przedsiębiorstw. W 2002 r. udział ten wynosił jedynie 3,5 proc., podczas gdy w 2005 wzrósł do 10,4 proc. Podobne tendencje wystąpiły w przypadku małych i średnich przedsiębiorstw (por. Wyk. 11).

Wykres 12. Odsetek firm, dla których dostęp do i koszt kredytowania jest poważną przeszkodą w rozwijaniu swojej działalności na Słowacji w małych, średnich i dużych przedsiębiorstwach w 2002 i 2005 r.



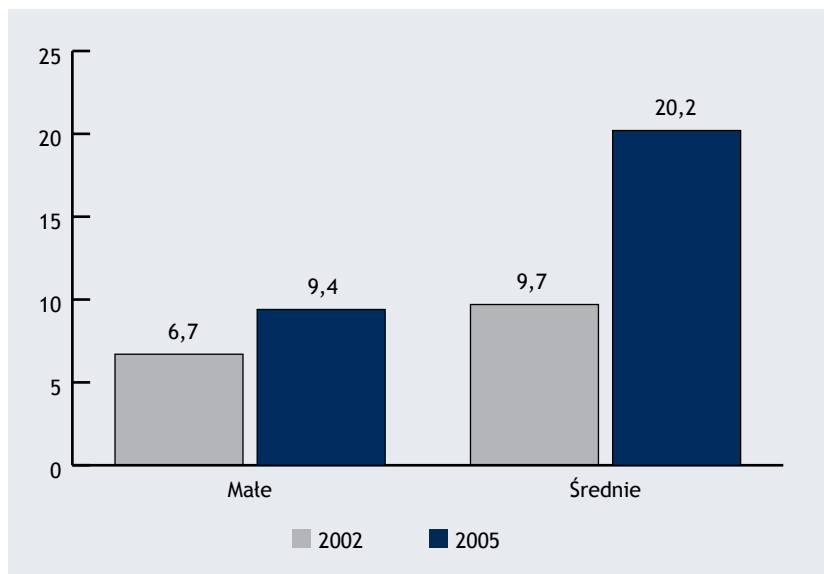
Źródło: Bank światowy 2007a

### Przypadek nr 3: Rumunia 1999

W Rumunii wprowadzono kompleksową reformę regulacji dotyczących rynku kredytowego. Po pierwsze, rozszerzono zakres aktywów, które mogą stanowić zabezpieczenie. Zgodnie z wprowadzonymi regulacjami, każda własność lub transakcja może stanowić przedmiot umowy zabezpieczenia. Po drugie, nadano kredytodawcom pierwszeństwo w egzekucji należności z zabezpieczenia. Po trzecie, uruchomiono nowoczesny internetowy rejestr zabezpieczeń, w którym kredytodawcy na podstawie zawartych umów mogą określać swoje prawa pierwszeństwa do egzekucji z danego zabezpieczenia.

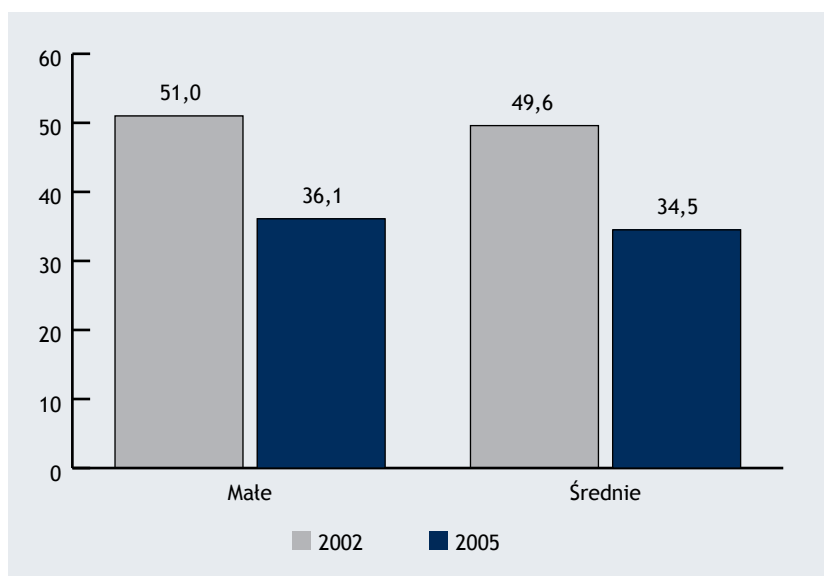
Głównymi beneficjentami reformy okazały się małe i średnie przedsiębiorstwa: w 2002 r. finansowanie kredytem bankowym stanowiło ok. 10 proc. ich łącznego finansowania, zaś w 2005 r. udział ten wyniósł 20 proc. (por. Wyk. 13). W 2002 r. połowa małych i średnich przedsiębiorstw deklarowała, że koszt i dostęp do finansowania stanowią najpoważniejszą przeszkodę w rozwoju ich działalności. W 2005 r. odsetek ten spadł do około jednej trzeciej przedsiębiorstw (por. Wyk. 14). Przeprowadzona reforma była jedną z przyczyn dynamicznego rozwoju sektora bankowego: w latach 2000-2006 udział kredytu udzielonego podmiotom prywatnym w PKB wzrósł z 7 do 26 proc.

Wykres 13. Odsetek nowych inwestycji finansowanych za pomocą kredytów bankowych w Rumunii w małych i średnich przedsiębiorstwach w 2002 i 2005 r.



Źródło: Bank światowy 2007a

Wykres 14. Odsetek firm, dla których dostęp do i koszt kredytowania jest poważną przeszkodą w rozwijaniu swojej działalności w Rumunii w małych i średnich przedsiębiorstwach w 2002 i 2005 r.



Źródło: Bank światowy 2007a

### 2.3. Trzecie podejście: zastępowanie rynku

Trzecie podejście do roli państwa w kształtowaniu rozwoju sektora finansowego zakłada, że obserwowane niedoskonałości rynku kredytowego mogą obniżyć zdolność banków do alokowania kapitału do najbardziej wydajnych projektów, obniżając tym samym dobrobyt społeczny. W celu wyeliminowania tych zaburzeń i ich negatywnego oddziaływania państwo powinno przyjąć podejście interwencyjne, które polega na wykorzystaniu takich rozwiązań jak:

- subsydiowanie pożyczek lub udzielanie rządowych gwarancji kredytowych dla wybranych sektorów gospodarki;
- nakładanie limitów na wielkość udzielanych kredytów lub poziom oprocentowania ustanawianego przez banki;
- utrzymywanie lub ustanawianie własności państwowej w instytucjach finansowych.

Uzasadnieniem takich działań jest dążenie rządu do alokacji kredytu w takich sektorach gospodarki, które najbardziej przyczyniają się do zwiększenia dobrobytu społecznego. Takie sektory mogą często mieć ograniczony dostęp do finansowania, gdyż poziom ryzyka związany z podejmowanymi przez nie projektami może być wyższy niż akceptowany w ramach dość zachowawczych strategii inwestycyjnych banków. Zdaniem zwolenników podejścia interwencyjnego zaangażowanie państwa w takich sytuacjach jest w stanie zagwarantować dostęp do finansowania dla tych sektorów i umożliwić im realizację projektów, które nie zostałyby podjęte bez rządowego wsparcia. Taka argumentacja jest poprawna z teoretycznego punktu widzenia: istnieją modele teoretyczne, które pokazują, że rząd może skutecznie eliminować skutki niedoskonałości rynku kredytowego<sup>10</sup>. Dla uzyskania takiego rezultatu w modelu konieczne są dwa założenia:

- rząd działa w celu maksymalizowania dobrobytu społecznego
- rząd jest w stanie określić potencjał ekonomiczny poszczególnych sektorów gospodarki lepiej niż rynek.

Wyniki badań empirycznych wskazują, że założenia te w rzeczywistości nie są spełnione w większości gospodarek.

Po pierwsze, kontrola nad publicznymi środkami finansowymi w połączeniu z uprawnieniami do podejmowania uznaniowych decyzji dotyczących alokacji tych funduszy tworzy zachętę do zachowań niezwiązanych z optymalizacją dobrobytu społecznego:

- Cole (2005) wskazuje, że banki państwowe w Indiach są bardzo podatne na naciski polityczne. Pokazał on, że banki te udzielają 5-10 proc. więcej kredytów rolnych w latach wyborów niż w kolejnych latach oraz że w latach wyborów więcej kredytów trafia do tych dystryktów, w których partia rządząca jest bardzo bliska osiągnięcia pozycji lidera. Kredyty te są przeciętnie znacznie rzadziej spłacane i nie wpływają na wzrost wartości dodanej produkcji rolnej na tych obszarach.
- Dinc (2005) pokazał na dużej próbie krajów, że w latach wyborów banki państwowe zwiększają swoją akcję kredytową w porównaniu do banków prywatnych. Wzrost ten dla jednego banku państwowego wynosi przeciętnie 0.5 proc. PKB kraju, w którym znajduje się ten bank.
- Claessens, Feijen i Laeven (2006) pokazali, że brazylijskie firmy udzielające wsparcia kandydatom, którzy wygrali wybory, doświadczyły istotnych ułatwień w dostępie do finansowania bankowego w latach powyborczych.

*...Po trzecie, rząd może kształtować relacje na rynku kapitału poprzez bezpośrednie interwencje...*

*...w celu umożliwienia bardziej wydajnej alokacji kapitału i zwiększenia dobrobytu społecznego...*

*...Taka aktywność rządu nie przynosi zazwyczaj oczekiwanych skutków, gdyż urzędnicy nie zawsze działają tylko dla dobra społecznego...*

<sup>10</sup> Na przykład Janda (2005) pokazał, że gwarancje i subsydia rządowe skierowane do kredytobiorców realizujących projekty o wysokim ryzyku zwiększają wydajność gospodarki.

*...a poza tym nie potrafią lepiej niż rynek znajdować najbardziej wydajnych form inwestowania kapitału...*

- Kwahja i Mian (2005) pokazali na podstawie mikro danych kredytowych, że pakistańskie firmy, których dyrektorzy brali udział w wyborach, uzyskiwały kredyty wyłącznie od banków państwowych, pożyczały średnio dwa razy więcej i splotały kredyty o połowę rzadziej niż inne firmy.

Po drugie, nawet jeśli przyjmiemy, że decyzje odnośnie realokacji kapitału do wybranych sektorów gospodarki są podejmowane przez urzędników na podstawie zasady optymalizowania dobrobytu społecznego, a nie prywatnego interesu, nierozwiązany pozostaje problem wyboru odpowiednich sektorów oraz, w ich ramach, odpowiednich przedsiębiorstw, które napotykać ograniczenia w dostępie do kapitału. Ten problem jest szczególnie widoczny w przypadku działań nakierowanych na wspieranie rozwoju sektora małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP). Wiele krajów (zarówno rozwiniętych, jak i rozwijających się) i instytucji międzynarodowych subsydiuje MŚP:

- Bank Światowy przeznaczył przez ostatnie 5 lat ponad 10 mld dolarów na programy wspierające MŚP (Levine, 2005),
- Agencja rządowa wspierająca rozwój MŚP w Stanach Zjednoczonych udzieliła gwarancji na kredyty dla MŚP w wysokości 12,6 mld dolarów w 2003 r., 18 mld dolarów w 2006 i planuje udzielić gwarancji na kwotę 25 mld dolarów w 2008 r. (Craig, Jackson i Thomson, 2007).

Uzasadnienie dla takiej polityki bazuje na dwóch założeniach:

- MŚP w większym stopniu niż duże przedsiębiorstwa przyczyniają się do przyspieszenia wzrostu gospodarczego i redukcji ubóstwa. Są przeciętnie bardziej wydajne i innowacyjne, tworzą więcej miejsc pracy i wspierają rozwój konkurencji i przedsiębiorczości w większym stopniu, niż duże firmy.
- MŚP napotykać większe bariery w dostępie do kapitału niż duże firmy. Instytucje finansowe, w szczególności banki, mogą być mniej skłonne do udzielania im kredytu ze względu na większą niż w przypadku dużych przedsiębiorstw asymetrię informacji. Ograniczenia w dostępie do kapitału mogą uniemożliwiać części z tych firm tworzenie nowych i innowacyjnych produktów, które mogłyby wywrzeć pozytywny wpływ na całą gospodarkę.

Pierwsze założenie, szeroko akceptowane przez polityków i wielu ekonomistów, nie znajduje jednoznacznego poparcia w wynikach badań empirycznych:

- Beck, Demirguc-Kunt i Levine (2005)<sup>11</sup> pokazali na próbie 45 krajów, że wysoki udział sektora MŚP w gospodarce jest jedynie charakterystyką szybko rozwijających się gospodarek, a nie przyczyną ich szybkiego wzrostu. Co więcej, nie udało im się potwierdzić hipotezy, że MŚP redukują ubóstwo i nierówności dochodowe istotnie mocniej, niż duże przedsiębiorstwa.
- Pagano i Schivardi (2001) pokazali, że w krajach europejskich o większym przeciętnym rozmiarze firm, wyższa jest również innowacyjność gospodarki.
- Wyniki badań uzyskane przez Biggsa, Ramachandrana i Sahana (1998) wskazują, że w krajach Afryki Subsaharyjskiej duże, a nie małe firmy były motorem napędzającym tworzenie miejsc pracy w sektorze przetwórstwa przemysłowego.

<sup>11</sup> W pracy tej przedstawiono również doskonały przegląd literatury empirycznej i teoretycznej na ów temat.

Drugie założenie znajduje więcej poparcia w wynikach badań empirycznych (por. np. Beck, Demirguc-Kunt i Maksimovic, 2005; Galindo i Micco, 2005). Jednakże wiele przykładów bazujących na doświadczeniach krajów rozwiniętych i rozwijających się wskazuje, że rządowe gwarancje kredytowe i subsydiowanie kredytów nie są odpowiednim narzędziem usuwania barier w dostępie do finansowania (por. np. ocenę Programu Gwarancji Kredytowych w Meksyku dokonaną przez Benavides i Huidobro (2005), artykuł Zia (2006) dotyczący skuteczności Programu Finansowania Eksportu w Pakistanie oraz pracę Craiga, Jacksona i Thomsona (2007) dotyczącą Programu Gwarancji Kredytowych dla Małych Przedsiębiorstw w Stanach Zjednoczonych).

## Bibliografia

- Azariadis C., Smith B. (1996) „Private Information, Money and Growth: Indeterminacies, Fluctuations, and the Mundell-Tobin Effect”, *Journal of Economic Growth* 1, 309-22.
- Baum C.F., Caglayan M., Ozkan N. (2004) „Nonlinear Effects of Exchange Rate Volatility on the Volume of Bilateral Export”, *Journal of Applied Econometrics*, 19, 648-662.
- Beck T. (2006) „Creating an Efficient Financial System: Challenges in a Global Economy” World Bank Working Paper.
- Beck T., Demirguc-Kunt A., Laeven L., Levine R. (2004) „Finance, Firm Size, and Growth”, World Bank Policy Research Working Paper 3485.
- Beck T., Demirguc-Kunt A., Levine R. (2004) „Finance, Inequality and Poverty: Cross-Country Evidence”, World Bank Policy Research Working Paper 3338.
- Beck T., Demirguc-Kunt A., Levine R. (2005) „SMEs, Growth, And Poverty”, NBER Working Paper 11224.
- Beck T., Demirguc-Kunt A., Maksimovic V. (2005) „Financial and Legal Constraints to Firm Growth: Does Firm Size Matter?”, *Journal of Finance* 60, 137-77.
- Beck T., Levine R., Loaza N. (2000) „Finance and the Source of Growth”, *Journal of Financial Economics* 58, 261-300.
- Benavides G., Huidobro A. (2005) “Are Loan Guarantees Effective? The Case of Mexican Government Banks”, Banco de Mexico, July 2005.
- Berger A., Udell G.F. (2005) “A More Complete Conceptual Framework for Financing of Small and Medium Enterprises”, World Bank Policy Research Working Paper 3795.
- Berger A., Udell G.F. (1995) “Relationship Lending and Lines of Credit in Small-Firm Finance”, *Journal of Business* 68, 351-82.
- Bester H. (1985) „Screening Versus Rationing in Credit Markets with Imperfect Information”, *The American Economic Review*, 75, 850-855.
- Bester H., Hellwig M. (1987) „Moral Hazard and Equilibrium Credit Rationing” In: “Agency theory information and incentives” (ed.), Bamberg G., Spremann K., Heidelberg: Springer Verlag.
- Biggs T., Ramachandran V., Sahan M.K. (1998) „The Determinants of Enterprise Growth in Sub-Saharan Africa: Evidence from Regional Program on Enterprise Development”, World Bank RPED Discussion Paper 103.
- Boyd J.H., Choi S., Smith B.D. (1996) „Inflation, Financial Markets, and Capital Formation”, *Federal Bank of St. Louis Review*, vol 11.
- Boyd J.H., Levine R., Smith B.D. (2001) „The Impact of Inflation on Financial Sector Performance”
- Chaves R., de la Pena N., Fleisig H. (2004) “Secured Transactions Reform: Early Results From Romania”, Center for the Economic Analysis of Law, Washington, 2004.
- Claessens S., Feijen E., Laeven L. (2006) „Political Connections and Preferential Access to Finance: The Role of Campaign Contributions”, World Bank Working Paper.
- Cole S. (2005) „Fixing Market Failures or Fixing Elections? Elections, Banks, and Agricultural Lending in India”, Harvard Business School mimeo.
- Craig B.R., Jackson W.E., Thomson J.B. (2007) “Does Government Intervention in the Small-Firm Credit Market Help Economic Performance?”, Federal Reserve Bank of Cleveland, August 2007.
- De Soto H. (2000) „The Mystery of Capital: Why Capitalism Triumphs in the West and Fails Everywhere Else”.
- Dinc S. (2005) „Politicians and Banks. Political Influences on Government-Owned Banks in Emerging Countries”, *Journal of Financial Economics* 77, 453-79.
- Djankov S., McLiesh C., Shleifer A. (2005) „Private Credit in 129 Countries”, NBER Working Paper 11078.
- Fama E. (1980) „Banking in the theory of finance”, *Journal of Monetary Economics* 6 (1):39-57
- Fleisig, H., Safavian M., de la Peña N. (2006), “Reforming Collateral Law to Expand Access to Finance”, World Bank, 2006.



- Freixas X., Rochet J. Ch. (1999), "Microeconomics of Banking", MIT, Massachusetts.
- Gale D., Hellwig M. (1985), „Incentive Compatible Debt Contracts: the One Period Problem", *Review of Economic Studies*, 52, 647-663.
- Galindo A., Micco A. (2005), "Bank Credit to Small and Medium-Sized Enterprises: The Role of Creditor Protection", *Inter-American Development Bank Working Papers Series*, Working Paper No. 527.
- HYPERLINK „<http://www.grameen-info.org/bank/GBGlance.htm>” Grameen Bank (2007), "Grameen Bank at a Glance", available at <http://www.grameen-info.org/bank/GBGlance.htm>
- Hazlitt H., (1946) "Economics In One Lesson", Harper & Brother Publishers, 1946.
- Honohan, P. (2004) "Financial Development, Growth and Poverty: How Close are the Links." In: Goodhart, C. (ed.), *Financial Development and Economic Growth: Explaining the Links*. London: Palgrave.
- Janda K. (2005) "The Comparison of Credit Subsidies and Guarantees in Transition and Post-Transition Economies" *Journal of Economics*, 4(53), 383-398.
- Jaffe D., Russel T., (1976) „Imperfect Information, Uncertainty, and Credit Rationing", *Quarterly Journal of Economics*, 81, 651-666.
- Japelli T., Pagano M. (2000) „Information Sharing in Credit Markets: the European Experience", Working Paper 35, University of Salerno, Italy.
- Japelli T., Pagano M. (2002) „Information Sharing, Lending, and Defaults: Cross-country Evidence", *Journal of Banking and Finance* 26, 2017-2045.
- Khan M.S., Senhadji A., Smith B.D. (2001) „Inflation and Financial Depth", IMF Working Paper no.44, Washington.
- King R.G., Levine R. (1993a) „Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right" *Quarterly Journal of Economics*, 108: 717-738.
- King R.G., Levine R. (1993b) „Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence", *Journal of Monetary Economics*, 32: 513-542
- Kwahja A.I., Mian A. (2005) „Do Lenders Favor Politically Connected Firms? Rent Provision in an Emerging Financial Market", *Quarterly Journal of Economics* 120, 1371-1411.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. W. (1997), "Legal Determinants of External Finance", *Journal of Finance*, 52, 1131-1150
- Lee, C.C., Wong S.Y. (2005) "Inflationary Threshold Effects in the Relationship Between Financial Development and Economic Growth: Evidence from Taiwan and Japan", *Journal of Economics Development*, 30:1, 49-69.
- Levine R. (2005) „Does Firm Size Matter for Growth and Poverty Alleviation?", *Brooking Blum Roundtable*.
- Levine R., Loayza N., Beck T. (2000) „Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", *Journal of Economic Literature* 35, 688-726.
- Levine R., Zervos S. (1998) „Stock Market, Banks, and Economic Growth", *American Economic Review*, 88; 537-558.
- Levine, R. (2005) "Finance and Growth: Theory and Evidence" In: Aghion, P and Durlauf, S. (eds.), *Handbook of Economic Growth*. Elsevier Science. The Netherlands.
- Levine, R., Loayza N., Beck T. (2000b), "Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes", *Journal of Monetary Economics*, 46: 31-77.
- Lewis F., MacKinnon M. (1987), "Government Loan Guarantees and the Failure of the Canadian Northern Railway", *The Journal of Economic History*, Vol. 47, No. 1, March 1987.
- Paal, B., and B. Smith (2004): "The Sub-Optimality of the Friedman Rule and the Optimum Quantity of Money," Manuscript, Stanford University.
- Pagano P., Schivardi F., (2001) „Firm Size Distribution and Growth", *Banca d'Italia Working Paper* 394.
- Rousseau P.L., Wachtel P. (2002) „Inflation Thresholds and the Finance-growth Nexus", *Journal of International Money and Finance*, Elsevier, vol. 21(6), 777-793.
- Sapienza P. (2002) „The Effects of Banking Mergers on Loan Contracts", *Journal of Finance* 57, 329-368.

- Smith R., van Egteren H. (2003) "Inflation, Investment and Economic Performance: The Role of Internal Financing", *European Economic Review*, 49/5, 1283-1313.
- Stiglitz J.E., Weiss A. (1981) „Credit Rationing in Market with Imperfect Information”, *The American Economic Review*, 71, 393-410.
- The Nobel Foundation (2007), available at: <http://nobelprize.org/nobelprizes/peace/laureates/2006/>
- Townsend R. (1979) „Optimal Contracts and Competitive Markets with Costly State Verification”, *Journal of Economic Theory* 21:265-93.
- Williamson S.D. (1986) „Costly Monitoring, Financial Intermediation and Equilibrium Credit Rationing”, *Journal of Monetary Economics*, 18, 159-179.
- Williamson S.D. (1987) „Costly Monitoring, Loan Contracts and Equilibrium Credit Rationing”, *Quarterly Journal of Economics*, 102, 135-146.
- World Bank (2004) „Business Environment in Georgia, As Seen by Small and Medium Enterprises”, World Bank Report.
- World Bank (2005, 2006, 2007), "Doing Business" World Bank, 2005, 2006, 2007.
- HYPERLINK „<http://www.enterprisesurveys.org/>" World Bank (2007a), Enterprise Surveys, [www.enterprisesurveys.org](http://www.enterprisesurveys.org)
- World Bank (2007b), World Development Indicators Database 2007.
- Zia B.L. (2006) „Export Incentives, Financial Constrains, and the (Mis)Allocation of Credit: Micro-Level Evidence from Subsidized Export Loans”, Working Paper World Bank Finance Research Group.



Fundacja FOR została zarejestrowana w marcu 2007 r. i rozpoczęła swoją działalność we wrześniu 2007 r. Wyłącznym fundatorem FOR jest prof. L. Balcerowicz.

Celem FOR jest zwiększenie obywatelskiego zaangażowania Polaków na rzecz propozycji, które sprzyjają szybkiemu i stabilnemu rozwojowi. Stałym punktem odniesienia dla FOR jest wizja państwa prawa, które tworzy warunki sprzyjające prorozwojowym, produktywnym działaniom ludzi: pracy, przedsiębiorczości i innowacyjności; oszczędzaniu i inwestowaniu oraz zdobywaniu wiedzy. Dostępna wiedza pozwala na określenie generalnych cech ustroju, który w największym stopniu tworzy wymienione warunki. Te cechy to:

- Szeroki zakres indywidualnej wolności w ramach jasnego i dobrze egzekwowanego prawa. **Wolność i praworządność** tworzą podstawy dla sprawnego działania wolnego rynku, rozwoju społeczeństwa obywatelskiego i otwarcia na świat.
- **Niskie podatki** możliwe wyłącznie przy niskich **wydatkach publicznych**. Badania pokazują, że zarówno nadmierne podatki, jak i ich główna przyczyna – rozdęte wydatki budżetu osłabiają bodźce do działań produktywnych, przyczyniając się m.in. do bezrobocia lub bierności zawodowej, a przez to – hamują rozwój i ograniczanie ubóstwa.
- Rozwinięta i odpowiedzialna fiskalnie **samorządność lokalna**. Zmniejsza ona ryzyko błędów związane z centralizacją decyzji w państwie oraz umożliwia porównywanie i rywalizację nie tylko na poziomie przedsiębiorstw, ale i jednostek publicznych.
- **Stabilność makroekonomiczna**, czyli zdrowy pieniądz, stabilny sektor finansowy oraz zrównoważone finanse publiczne. Wymaga ona silnej ochrony niezależności i fachowości takich instytucji jak bank centralny i nadzór finansowy oraz warunków instytucjonalnych zapobiegających zwiększaniu obciążeń fiskalnych i utrzymywaniu się deficytu w finansach publicznych.
- Prężny, innowacyjny **system edukacji i badań**, silnie powiązany ze światową nauką i rynkową gospodarką.

FOR posiada formę prawną fundacji, która nie prowadzi działalności gospodarczej. FOR jest instytucją niezależną i nie uczestniczy w działalności jakiegokolwiek partii politycznej.

#### Fundacja FOR

ul. Stępińska 13  
00-739 Warszawa  
telefon: +48 (22) 558 06 70  
faks: +48 (22) 558 06 71  
e-mail: [info@for.org.pl](mailto:info@for.org.pl)  
strona internetowa: [www.for.org.pl](http://www.for.org.pl)

**Czy wiesz, że:**

- System mikrokredytów zainicjowany w Bangladeszu przez nagrodzonego nagrodą Nobla Muhammada Yunusa przyczynił się do wydostania się ze sfery ubóstwa aż dwóch trzecich rodzin pożyczkobiorców, ponieważ pozwolił im na rozpoczęcie działalności gospodarczej.
- Wielkość kredytów udzielonych sektorowi prywatnemu w relacji do PKB (najczęściej stosowana miara stopnia rozwoju sektora finansowego) waha się od 5 proc. w ubogich krajach afrykańskich do prawie 200 proc. w krajach wysoko rozwiniętych takich jak Stany Zjednoczone, Japonia, Kanada czy Holandia.
- Głównym powodem istnienia rynków finansowych jest brak doskonałej informacji. Gdyby na rynkach finansowych panowała doskonała informacja, to istnienie pośredników finansowych nie miałoby ekonomicznego uzasadnienia, gdyż ani firmy, ani gospodarstwa domowe nie czerpałyby żadnych korzyści z ich usług.
- Znany ekonomista Hernando de Soto wykazał, że większość mieszkańców ubogich krajów posiada dobra o wartości wystarczającej do założenia przez nich własnej firmy i ucieczki z ubóstwa. W krajach tych jednak albo brakuje odpowiedniego prawa, które umożliwiłoby im transformację posiadanych dóbr w kapitał albo też istniejące przepisy ograniczają skuteczność egzekucji należności.
- W wielu krajach procedury związane z prawną rejestracją nieruchomości, które mogłyby stanowić zabezpieczenie kredytu, a więc służyć rozwojowi przedsiębiorczości liczą nawet kilkadziesiąt kroków administracyjnych i trwają wiele lat (w Egipcie aż 14!), co zmusza miliony ludzi, szczególnie w krajach najbiedniejszych, do działania poza formalną sferą gospodarki.
- Banki państwowe w Indiach są bardzo podatne na naciski polityczne. Udzielają one 5-10 proc. więcej kredytów rolnych w latach wyborów niż w kolejnych latach. W latach wyborów więcej kredytów trafia też do tych dystryktów, w których partia rządząca jest bardzo bliska osiągnięcia pozycji lidera. Kredyty te są przeciętnie znacznie rzadziej spłacane i nie wpływają na wzrost wartości dodanej produkcji rolnej na tych obszarach.
- Badania pokazują, że w krajach europejskich o większym przeciętnym rozmiarze firm, wyższa jest również innowacyjność gospodarki. Wynika z nich ponadto, że np. w krajach Afryki Subsaharyjskiej w sektorze przetwórstwa przemysłowego to duże, a nie małe firmy były motorem napędzającym tworzenie miejsc pracy.

Jaki wpływ ma sektor finansowy na wzrost gospodarczy i zmniejszanie poziomu ubóstwa? Dlaczego w niektórych krajach sektor finansowy jest znacznie mniej rozwinięty niż w innych? Co można zrobić, aby przyspieszyć rozwój sektora finansowego? Na te i inne pytania uzyskasz odpowiedź po lekturze niniejszego „Zeszytu FOR”.