

Danuta Dziawgo

Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu

EWOLUCJA MIĘDZYNARODOWEGO RYNKU FINANSOWEGO A ZARZĄDZANIE FINANSAMI FIRM – PRZYSZYŁOŚĆ DO DYSKUSJI

1. Wstęp

W niniejszym opracowaniu zwrócono uwagę na zmiany dokonujące się w zasobach i strukturze aktywów finansowych na międzynarodowym rynku finansowym, który można już określać mianem rynku globalnego. Zmiany te, jak się wydaje, są już na tyle istotne i na tyle wyraźne, że powinny skłaniać do refleksji nad konsekwencjami, które spowoduje zmiana w sposobie finansowania podmiotów gospodarczych – z modelu zorientowanego na banki w kierunku modelu zorientowanego na rynek papierów wartościowych (potocznie określanego jako model amerykański). Wydaje się, że zmiany te dotyczyć będą nie tylko Europy, ale także rynku azjatyckiego, a dotychczasowy model amerykański stanie się modelem globalnym.

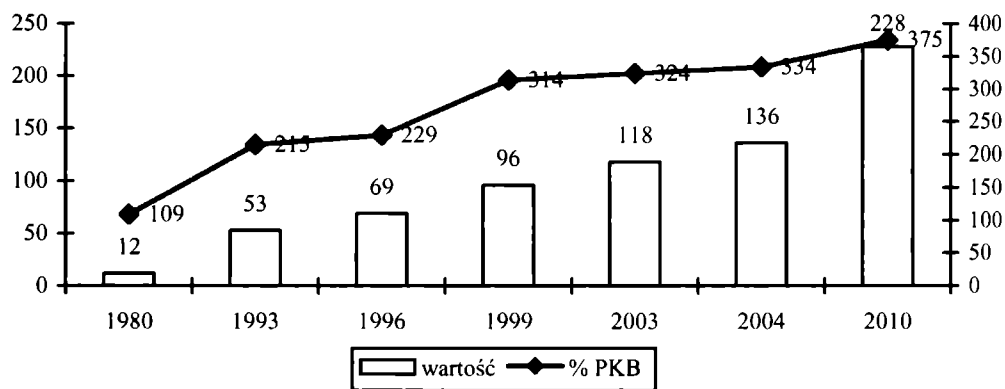
2. Wartość i struktura aktywów finansowych w ujęciu globalnym

Wartość aktywów finansowych na koniec 2004 r. firma McKinsey oszacowała na poziomie 136 bln USD. Jeżeli zestawimy tę liczbę z 12 bln USD na koniec 1980 r., to rozwój rynku aktywów finansowych będzie widać bardzo wyraźnie: w ciągu blisko 25 lat wartość tego rynku wrosła ponad 11 razy (rys. 1).

Jednocześnie szacunki dotyczące 2005 r. wskazują, że rynek aktywów finansowych osiągnął już wartość 157 bln USD, z czego około 100 bln USD przypada na papiery wartościowe w formie akcji i obligacji [Salter 2006].

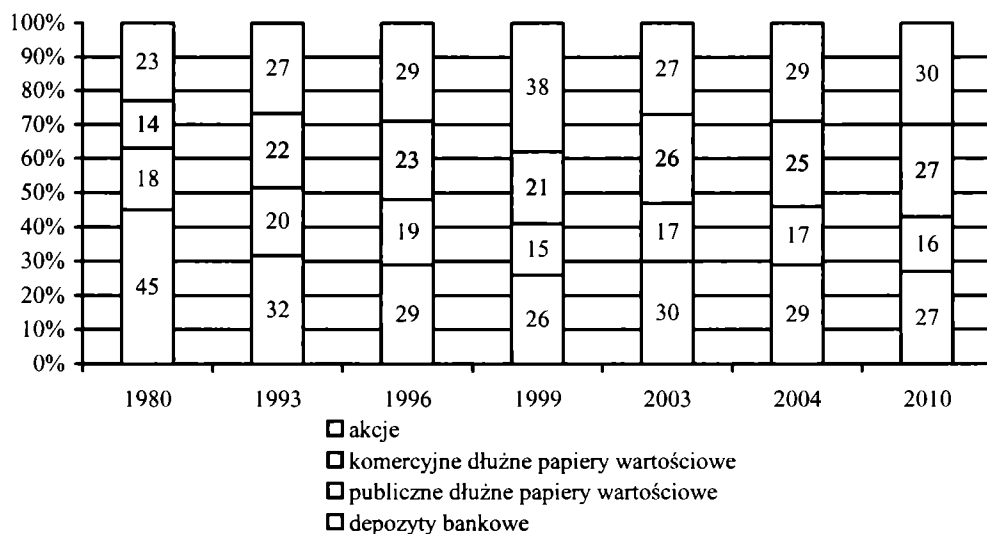
Uwagę zwraca przy tym wyraźna zmiana struktury aktywów finansowych (rys. 2). Wyraźnie uległ zmniejszeniu udział depozytów bankowych: z 45% w roku 1980 do 29% w roku 2004, chociaż jednocześnie można stwierdzić, że od 1993 r. poziom ten ustabilizował się i oscyluje w granicach 26-32%. Zatem depozyty bankowe ciągle pozostają istotne w strukturze aktywów finansowych, nie są jednak już dominujące.

Równocześnie występuje wzrost znaczenia papierów wartościowych w całości rynku: zarówno dłużnych papierów wartościowych, jak i akcji.



Rys. 1. Wartość aktywów finansowych w ujęciu globalnym w wybranych latach (w bln USD) wraz z prognozą dla roku 2010 na tle poziomu PKB

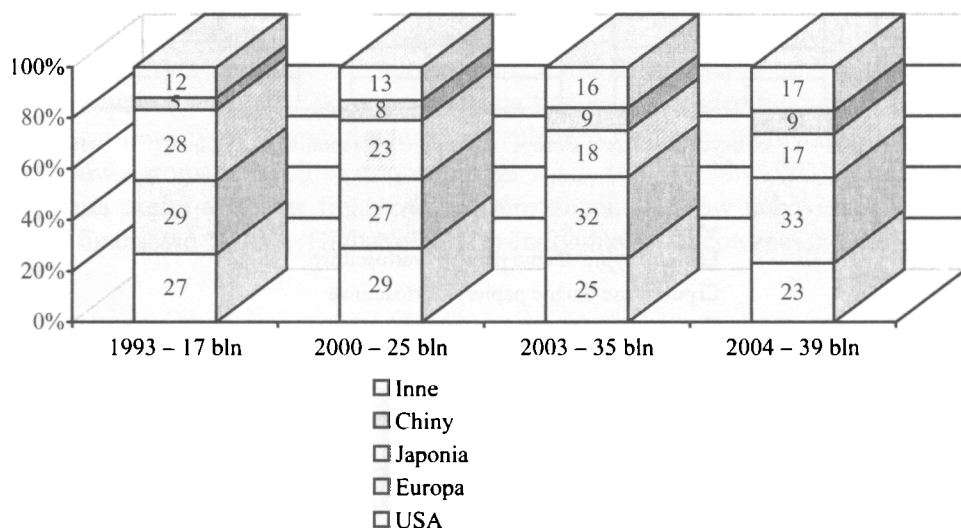
Źródło: [Mapping the Global Capital... 2006, s. 4].



Rys. 2. Struktura globalnych aktywów finansowych w wybranych latach (w %) wraz z prognozą dla roku 2010

Źródło: [Mapping the Global Capital... 2006, s. 4].

Niewątpliwie interesująca jest także analiza zmiany poziomu i struktury geograficznej depozytów ulokowanych w bankach. Zaprezentowano ją na rys. 3. Pod względem wartości depozytów ulokowanych w bankach wyraźnie dominuje Europa. Natomiast udział Japonii oraz Stanów Zjednoczonych w globalnej wartości depozytów bankowych ulega ciągłemu obniżaniu, odpowiednio z 28 do 17% oraz z 27 do 23%.

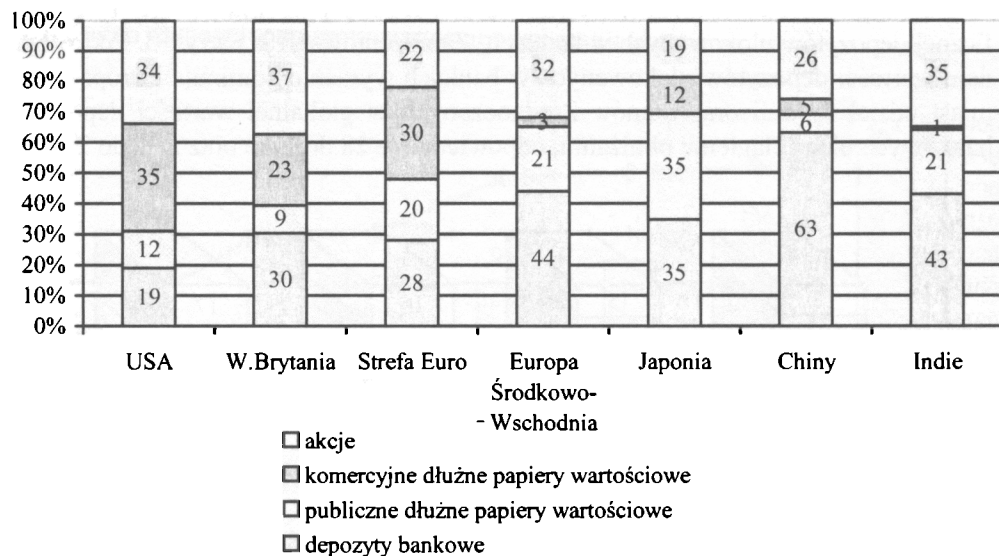


Rys. 3. Struktura depozytów bankowych w ujęciu geograficznym w wybranych latach (w %; bln USD)

Źródło: [Mapping the Global Capital... 2006, s. 7].

Równocześnie w ujęciu geograficznym zaobserwować można różnice w strukturze aktywów finansowych. Graficznie zaprezentowano to na rys. 4. Szczególnie zwraca uwagę relatywnie duży udział depozytów bankowych w Chinach, w państwach Europy Środkowo-Wschodniej oraz Indiach – odpowiednio 63, 44 oraz 43%.

Nie można w tym miejscu pominąć zagadnienia akumulacji kapitału finansowego przez gospodarstwa domowe. Finansowe oszczędności netto gospodarstw domowych w 2000 r. oszacowano na 85 bln USD. Niepokoić jednakże może, że zobowiązania gospodarstw domowych rosną szybciej niż aktywa finansowe (depozyty, papiery wartościowe, ubezpieczenie na życie, fundusze emerytalne): przyrost zobowiązań średniorocznie w latach 1982-2003 wyniósł 5,5%, przyrost aktywów finansowych zaś 4,5% [Coming Demographic Deficit... 2004]. Szczególnie niepokojące jest to ze względu na postępujący proces starzenia się społeczeństw w gospodarkach rozwiniętych.



Wartość rynku (bln USD)	48	8	32	1	20	6	1
% PKB	409	354	346	105	420	311	175

Rys. 4. Struktura aktywów finansowych w wybranych państwach w roku 2004 (jako % aktywów finansowych danego państwa) wraz z danymi dotyczącymi wartości aktywów finansowych na danym rynku oraz ich udziału w PKB danego państwa

Źródło: [Mapping the Global Capital... 2006, s. 5].

3. Segment *asset management*

Spółki-emitenci papierów wartościowych muszą także uwzględnić ewolucję dokonującą się w branży *asset management*. Podmioty zarządzające aktywami na zlecenie ewoluują z pasywnych inwestorów w kierunku inwestorów aktywnych, wymagających od przedsiębiorstw – jako przedmiotów swoich inwestycji – osiągania coraz wyższej efektywności oraz uwzględniania realizacji ich zadań. Presja wywierana przez inwestorów finansowych jest coraz silniej odczuwana przez emitentów papierów wartościowych.

Wzrost znaczenia instytucji finansowych wynika m.in. ze wzrostu wartości zarządzanych przez nie kapitałów. Podmioty te zarządzają bilionami dolarów, inwestując je na całym świecie. W efekcie charakter tych przepływów, ich szybkość i częstotliwość spowodowały wytworzenie globalnego rynku finansowego, a szczególnie globalnego rynku papierów wartościowych. Wyraźny wzrost znaczenia branży *asset*

management potwierdzają dane statystyczne: wartość zarządzanych kapitałów wzrosła z 33 bln USD w roku 1998 do 55 bln USD w roku 2005, a więc o blisko 70% w okresie krótszym niż dekada.

Jeżeli analizie podda się trzy główne obszary rynku zarządzania aktywami finansowymi w ramach *asset management*, to można stwierdzić, że ich udział w rynku – mierzony wartością aktywów – jest zbliżony. Jednak przy analizie geograficznej uwidoczniają się już istotne różnice: zdecydowanie najwięcej środków zgromadzonych jest na jednym rynku – rynku amerykańskim. Zaprezentowano to w tab. 1. Należy przy tym zauważyć, że prezentowane w tab. 1 wartości są zaniżone i uwzględniają jedynie trzech największych graczy na tym rynku, a więc fundusze emerytalne, fundusze inwestycyjne oraz fundusze ubezpieczeń na życie; nie uwzględniają m.in. aktywów zgromadzonych w ramach *hedge funds* (ok. 1,5 bln USD), a także przynajmniej części aktywów finansowych zamożnych klientów indywidualnych – aktywa finansowe HNWI (High-Net-Worth-Individuals) szacowane są na ok. 33 bln USD.

Tabela 1. *Asset management* w ujęciu globalnym (na koniec 2005 r.; bln USD)

Państwo	Fundusze emerytalne	Ubezpieczenie na życie	Fundusze inwestycyjne	Ogółem	Udział
Stany Zjednoczone	12.119	5.465	8.905	26.489	48%
Japonia	3.419	2.264	470	6.153	11%
Wielka Brytania	1.607	1.907	547	4.061	7%
Francja	165	1.527	1.363	3.055	6%
Niemcy	114	1.370	297	1.781	3%
Holandia	693	385	94	1.172	2%
Szwajcaria	469	337	117	923	2%
Pozostałe	1.967	3.371	5.978	11.316	21%
Ogółem	20.553	16.626	17.771	54.950	100%
	37%	30%	32%	100%	

Źródło: [Salter 2006].

Z punktu widzenia spółek-emitentów ważny jest aspekt konkurencyjności, rywalizacji pomiędzy tymi podmiotami na globalnym rynku finansowym. Stwierdzić jednak należy, że w branży *asset management* występuje pewna koncentracja: 20 instytucji zarządza aż 37% aktywów zgromadzonych w tej branży (ponad 20 bln USD). Jako przykład można tu przytoczyć największe trzy: UBS AG ze Szwajcarii (2 bln USD), Barclays Global Investors z Wielkiej Brytanii (1,5 bln USD), Allianz Group z Niemiec (1,5 bln USD). Koncentracja na tym segmencie rynku finansowego jest więc wyraźna.

4. Kierunki inwestycji kapitału

Analiza danych IMF na koniec 2005 r. pozwala stwierdzić, że do państw będących eksporterem kapitału netto należy zaliczyć przede wszystkim: Japonię i Chiny (z 14-procentowym udziałem w łącznej wartości eksportowanego kapitału netto), a następnie Niemcy (10%), Arabię Saudyjską (8%) i Rosję (7%).

Z kolei do importerów kapitału netto przede wszystkim należą Stany Zjednoczone (65-procentowy udział w łącznej wartości importowanego kapitału netto), a następnie Hiszpania (7%) oraz Wielka Brytania i Australia (4%).

Dla ułatwienia analizy międzynarodowych przepływów dokonywanych na rynku papierów wartościowych bank inwestycyjny Morgan Stanley opracował specjalny indeks. Z pewnością zasługuje on na omówienie w niniejszym opracowaniu. Obejmuje on ponad 11,5 tys. papierów wartościowych, o kapitalizacji blisko 50 bln USD. Szczegółowa analiza Morgan Stanley Capital International (MSCI) Global Capital Markets Index (na 31.03.2006) umożliwia stwierdzenie, że obecnie środki finansowe inwestowane są przede wszystkim w akcje: 57,5%, w instrumenty dłużne zaś jedynie 42,5%. Na rynku instrumentów dłużnych dominują emisje podmiotów publicznych (52%), a dalsze miejsce zajmują papiery wartościowe posiadające ocenę credit-ratingu na poziomie inwestycyjnym (44%). Jedynie 4% środków zainwestowano w spekulacyjne papiery wartościowe.

Środki w akcje przede wszystkim inwestowane były w państwach Ameryki Północnej (blisko 50%) oraz w Europie (29%). W państwach Azji i Pacyfiku ulokowano jedynie 14%, natomiast na rynkach rozwijających się zaledwie 7%. Wydaje się jednak, iż obecnie można oczekiwać większego zaangażowania inwestycji portfelowych na rynkach *emerging markets*, co może mieć także konsekwencje na polskim rynku finansowym.

Warto dodać, iż w kontekście zaprezentowanych zmian oraz przyszłych możliwości ich skutków bardzo dużego znaczenia nabierają regulacje prawne, szczególnie w zakresie:

- możliwości inwestycyjnych funduszy emerytalnych,
- szacowania ryzyka kredytowego banków w ramach Bazylei II,
- szacowania ryzyka instytucji ubezpieczeniowych w ramach tzw. Solvency II.

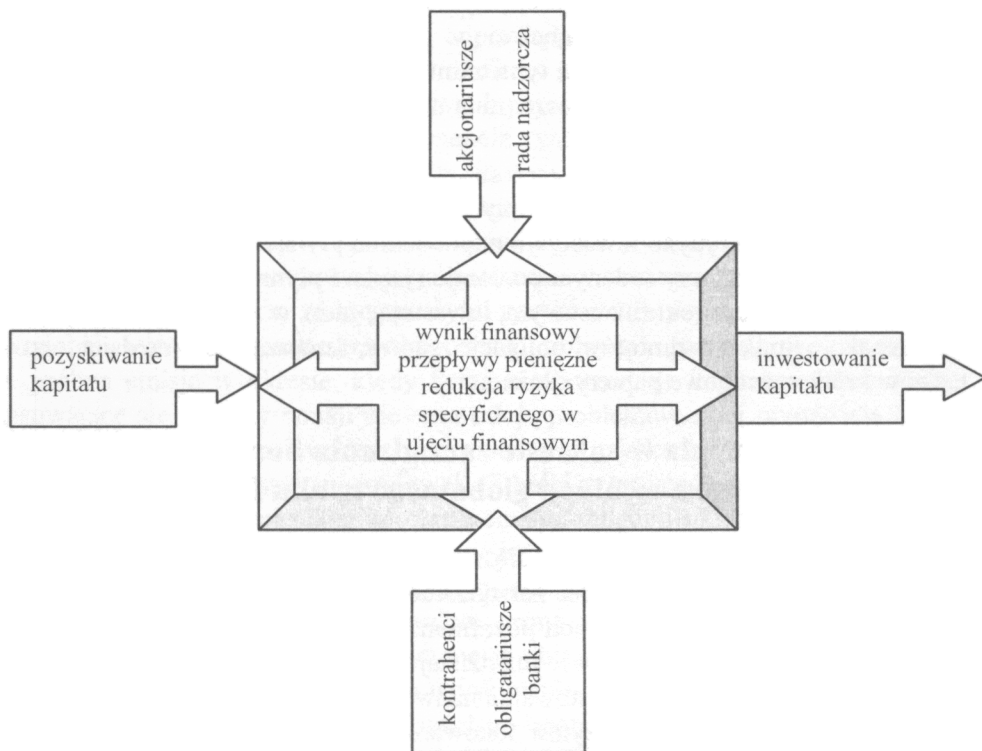
To właśnie te regulacje prawne najsilniej wpłyną na kierunki ewolucji globalnego rynku finansowego, oddziałując na kierunek podaży, co wymusi odpowiednie zachowania ze strony podmiotów zgłaszających popyt na kapitał finansowy.

Przedstawione powyżej zmiany zachodzące w strukturze międzynarodowego rynku finansowego niewątpliwie będą musiały uwzględnić firmy pozafinansowe w ramach prowadzonego aktywnego, nowoczesnego zarządzania finansami.

5. Nowoczesne zarządzanie finansami w firmach

W procesie rozwoju działalności podmiotów gospodarczych bardzo ważnym zagadnieniem jest zarządzanie strumieniami przepływów finansowych dla zapewnienia płynności finansowej. Nowoczesne zarządzanie finansami w przedsiębiorstwie polega na sterowaniu i monitorowaniu trzema obszarami, które związane są z (rys. 5):

- 1) efektywnym pozyskiwaniem środków z rynku,
- 2) weryfikacją jakości funkcjonowania podmiotu w ujęciu wypracowanego wyniku finansowego, przepływów finansowych oraz redukcji ryzyka – przede wszystkim ryzyka specyficznego,
- 3) efektywnym inwestowaniem nadwyżek finansowych.



Rys. 5. Zakresy nowoczesnego zarządzania finansami w funkcjonowaniu podmiotu gospodarczego

Źródło: opracowanie własne.

W pierwszym obszarze przedsiębiorstwo zwraca szczególną uwagę m.in. na koszt pozyskania kapitału obcego poprzez kredyty i emisje dłużnych papierów wartościowych. Efektywne pozyskiwanie środków z rynku oznacza, że podmiot stara

się pozyskać środki jak najtaniej, w jak najkrótszym czasie, w odpowiedniej wysokości, na preferowany termin, w określonej walucie. Rozważa przy tym alternatywne możliwości pozyskania kapitału z rynku poprzez np. emisję akcji, emisję obligacji, emisję krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych, jak również restrukturyzację posiadanych aktywów poprzez np. faktoring należności czy sekurytyzację.

W drugim obszarze firma wykorzystuje będące do jej dyspozycji zasoby finansowe do wypracowania zysku netto oraz utrzymania płynności finansowej. Dodatkowo istotne jest tu także uwzględnienie redukcji ryzyka specyficznego, związanego z funkcjonowaniem podmiotu. Przede wszystkim konieczne jest w tym wypadku ubezpieczenie aktywów trwałych oraz zabezpieczenie opłacalności długoterminowych kontraktów handlowych oraz cen dostaw surowców, np. poprzez instrumenty pochodne. Następuje więc tu pewna weryfikacja jakości zarządzania zarówno całą firmą, jak i jej finansami, wyrażająca się w generowanym poziomie wyniku finansowego oraz gotówki. Elementami tymi zainteresowani są wszyscy interesariusze, a szczególnie oczywiście akcjonariusze, rada nadzorcza oraz kontrahenci z bankami i obligatariuszami.

W trzecim obszarze podmiot stara się efektywnie inwestować nadwyżki finansowe, aby maksymalizować generowany zysk z posiadanych zasobów. Odbyna się to poprzez kontrolę ryzyka inwestycji, odpowiednią płynność inwestycji oraz odpowiednią rentowność (przy zadanym poziomie ryzyka i płynności). W tym przypadku firma staje się inwestorem finansowym, inwestując m.in. w lokaty bankowe, waluty, towary, akcje innych podmiotów, obligacje rządów, samorządów, przedsiębiorstw, a także w krótkoterminowe papiery dłużne.

6. Wyzwania w zakresie zarządzania finansami firm wynikające z ewolucji globalnego rynku finansowego

W efekcie zmian dokonujących się na międzynarodowym rynku finansowym modyfikacji powinno ulegać także zarządzanie finansami w podmiotach gospodarczych, a szczególnie w podmiotach pozafinansowych. Poniżej wymieniono jedynie kilka elementów, które podmioty te już dzisiaj muszą uwzględniać w ramach strategii pozyskiwania kapitału i inwestowania nadwyżek finansowych.

Zmniejszenie wartości depozytów lokowanych w bankach skutkować może kolejnym efektem wypychania firm z rynku kredytowego. Dotychczas zjawisko to związane było przede wszystkim ze zwiększaniem wartości długu publicznego. Teraz jednak nakłada się na nie dodatkowe ograniczenie w postaci zmniejszenia udziału lokat bankowych w strukturze aktywów finansowych netto. Nie jest jeszcze wyraźnie odczuwane ze względu na wzrost depozytów w ujęciu wartościowym, ale dynamika tego przyrostu jest już jednak niższa niż dynamika przyrostu całego rynku aktywów finansowych: w latach 1993-2004 odpowiednio 129 i 157%, a w latach

2003-2004 odpowiednio 11 i 13%. W rezultacie podmioty zmuszone będą w coraz większym stopniu pozyskiwać kapitały z rynku finansowego nie poprzez kredyty, ale poprzez emisje papierów wartościowych bądź bezpośrednie pożyczki pomiędzy instytucjami pozafinansowymi.

Fundusze emerytalne umacniają swoją pozycję na rynku *asset management*. Firmy muszą więc uwzględnić standardy rynku, a w tym obostrzenia regulacyjne w zakresie inwestowania, ograniczające te podmioty. Skutkować to będzie m.in. koniecznością uzyskania oceny credit-ratingu na poziomie inwestycyjnym, aby fundusze emerytalne mogły część posiadanych aktywów zainwestować właśnie w rozwój danego podmiotu gospodarczego.

Wydaje się, że przeorientowanie podmiotów na rynek papierów wartościowych jest nieuchronne. Dlatego też powinny one przygotować się na nowe wyzwania. Przede wszystkim powinny zapoznać się w praktyce ze specyfiką funkcjonowania rynku papierów wartościowych, aby w odpowiednim momencie efektywnie wykorzystać nabyte doświadczenie. Dlatego też firmy muszą podjąć próbę emisji – relatywnie niedużej – KPD (krótkoterminowych papierów dłużnych), ponieważ wymagania stawiane emitentom w tym segmencie rynku są stosunkowo niskie. Dzięki temu jednak dany podmiot zostanie dostrzeżony na rynku, nawiąże kontakty z bankiem – organizatorem emisji, pozna procedury, zapozna się z niuansami prawnymi występującymi przy emisji KPD. Terminowa spłata wyemitowanych walorów w przyszłości może natomiast zostać zdyskontowana w postaci szybkiej ścieżki dostępu do kapitału obcego, przy niskiej marży za ryzyko inwestycyjne.

Podobnie jest w przypadku krajowego rynku obligacji – początkowo ma miejsce tzw. próbna emisja w okresie, kiedy firma nie potrzebuje kapitału, a ewentualne przesuwające się terminy emisji nie spowodują problemów z jej płynnością finansową. Warte jest także rozważenie przez podmiot uzyskania oceny credit-ratingu (dla rynku krajowego w walucie krajowej). Z kolei w przypadku próby skorzystania z międzynarodowego rynku kapitałowego emisję obligacji należy poprzedzić uzyskaniem oceny credit-ratingu (dla rynku międzynarodowego w walucie międzynarodowej). Ocena na poziomie inwestycyjnym skutkować będzie obniżeniem kosztu pozyskanego kapitału oraz rozszerzeniem grona potencjalnych inwestorów o te podmioty, które mogą inwestować jedynie w obligacje o niskim poziomie ryzyka. Należy przy tym pamiętać, że proces uzyskiwania takiej oceny trwa ok. miesiąca. Powinno to zostać uwzględnione w planach związanych z emisją danych obligacji.

Wzrost znaczenia rynku papierów wartościowych jako źródła pozyskiwania kapitału dla firm jest ponadto widoczny w działaniach giełd papierów wartościowych, które uruchamiają specjalne segmenty przeznaczone dla mniejszych spółek. Jako przykład można tu wskazać giełdę londyńską oraz działania podjęte przez giełdę warszawską. Działania te mają na celu udrożnienie giełdy jako kanału bezpośredniego dostępu do rynku kapitałowego dla mniejszych spółek, co ma istotne znacze-

nie ze względu na ekspansję podejmowaną przez London Stock Exchange na rynki nowych państw członkowskich Unii Europejskiej.

Wydaje się, że można prognozować marginalizację znaczenia banków w gospodarce w klasycznym rozumieniu – jako podmiotów udzielających kredytów i pożyczek firmom. W obliczu ograniczania kapitału pozyskanego w formie depozytów banki mogą się skoncentrować na udzielaniu kredytów gospodarstwom domowym, postrzeganym przez tzw. wymogi kapitałowe Bazylei II jako kredytobiorcy mniej ryzykowni niż przedsiębiorstwa. Można prognozować, że banki z kredytodawcy dla firm przekształcą się bardziej w organizatora i doradcę emisji papierów wartościowych przedsiębiorstw, a także – po części – w nabywcę tych walorów. Kredyty zaś będą raczej traktowane jako alternatywne linie dostępu do kapitału. Uruchamiane będą one przy niepełnym powodzeniu emisji danych papierów wartościowych.

Jednocześnie wydaje się, że dzięki płynności dłużnych papierów wartościowych portfel inwestycji banków ulegnie większemu zdynamizowaniu dzięki zmianie dotychczasowej struktury aktywów. Będzie to wymagało od banków bardziej dynamicznego zarządzania portfelem i zabezpieczania jego wartości.

Nie można ponadto nie dostrzegać niebezpieczeństwa wynikającego z silniejszego powiązania i uzależnienia wyników finansowych banków oraz ich płynności od kondycji rynku papierów wartościowych – co będzie szczególnie widoczne i dotkliwe dla wszystkich podmiotów (także banków) w okresie recesji.

7. Podsumowanie

Podsumowując, można stwierdzić, że wyraźnie widoczne są zmiany dokonujące się na globalnym rynku finansowym. Im szybciej zostaną one dostrzeżone przez podmioty gospodarcze, tym efektywniej korzystać będą one z zasobów finansowych dostępnych na tym rynku. Rynek papierów wartościowych powinien być traktowany przez przedsiębiorstwa docelowo jako podstawowy rynek dostępu do kapitału. Dotyczy to nie tylko podmiotów z Polski.

Literatura

- Coming Demographic Deficit: How Aging Populations Will Reduce Global Savings*, McKinsey&Company, December 2004, www.mckinsey.com.
- Mapping the Global Capital Market. Second Annual Report*, McKinsey&Company, January 2006, www.mckinsey.com.
- Salter D., *Where Does the Money Come From... and Who Manages It?*, ING Group, referat prezentowany na międzynarodowej konferencji zorganizowanej przez International Investor Relations Federation, September 2006.
- www.msclub.com/products/.

INTERNATIONAL FINANCIAL MARKETS EVOLUTION AND FINANCIAL MANAGEMENT (IN OUTLINE)

Summary

Changes in the resources and structure of financial assets on the international financial markets are already so essential that in consequence they will change the style of financing economic subjects. The model will shift from dominating by banking sector to dominating by securities market (so-called American model). It seems that these changes will influence not only the European but also the Asian market. In effect, the so-called American model will change into a global model.

As a consequence the above mentioned process of evolution, subjects should modify their financial management. Especially non-financial companies whose demand for financial capital should consider that evolution. They should treat capital market as a more and more important source of capital.