

ATRAKCYJNOŚĆ SEKTORA KOMUNALNEGO DLA SEKTORA FINANSOWEGO

***Wstęp. Potrzeby usług finansowych. Zakres badań. Oczekiwane wyniki. Rezultaty. Wnioski.
Podsumowanie.***

1. Wstęp

Ocena atrakcyjności obsługi finansowej sektora komunalnego bywa częstym tematem rozmów. Są to zarówno rozmowy między klientami instytucji finansowych, jak i wymiana poglądów między osobami pracującymi w instytucji finansowej a przedstawicielami sektora komunalnego. Zwłaszcza w tym drugim przypadku należy zachować ostrożność w bezkrytycznym przyjmowaniu treści wypowiedzianych opinii. Ostatecznym celem rozmów między klientem i pracownikiem instytucji finansowej jest sprzedaż produktu finansowego. Przygniatająca większość instytucji finansowych wymienia sektor komunalny jako pożądaną grupę klientów. Jednak w praktyce zarówno korzyści uzyskiwane przez komunalnego klienta, jak dostępność pożądaných usług może być daleka od doskonałości. Zatem oficjalne deklaracje nie są skutecznym sposobem oceny atrakcyjności sektora komunalnego. Rzetelna analiza wymaga innej metody badania.

Atrakcyjność, z punktu widzenia instytucji finansowej lub instytucji kupującej usługi finansowe, jest konsekwencją potrzeb i oczekiwań klienta. To właśnie potrzeby wpływają na kształt rynku. Stanowią źródło działalności prowadzonej przez instytucje finansowe. Przynajmniej teoretycznie potrzeby powinny być odzwierciedlone w oferowanych produktach. Natomiast niedostosowanie do potrzeb powoduje niezadowolenie klientów i niską ocenę jakości oferowanych usług. Dlatego też uzasadnione wydawało się zebranie danych na temat potrzeb podmiotów prawnych. Na tym tle możliwa będzie ocena, w jakim stopniu konkretna jednostka samorządowa może wykorzystać atuty wynikające z jej atrakcyjności.

Badanie miało charakter empiryczny. Uzyskane dane powinny umożliwić sformułowanie wniosków na temat sytuacji sektora komunalnego. Celem badań² było uzyskanie oceny przyszłych potrzeb finansowych podmiotów korzystających z obsługi instytucji finansowych. Osobami oceniającymi byli członkowie najwyższej kadry kierowniczej. Dyrektorzy i kierownicy finansowi zostali uznani za osoby kompetentne w ocenie aktualnego i w przewidywaniu przyszłego zapotrzebowania na usługi finansowe.

Pytania ankietowe dotyczyły:

- przewidywanego wzrostu zapotrzebowania na usługi finansowe;
- preferowanego sposobu finansowania działalności przedsiębiorstw;
- czynników wpływających na ocenę jakości usług finansowych;

¹ Prezes Zarządu portalu ubezpieczeniowego www.ebroker.pl. Był Wiceprezesem Zarządu Banku Komunalnego w Gdyni. Pełnił także funkcje Dyrektora Departamentu w Banku Przemysłowo-Handlowym i Banku Gdańskim. Autor badań i analiz dotyczących popytu polskich przedsiębiorstw na usługi bankowe. Uczestniczył w zespole przygotowującym porównanie i ocenę funkcjonowania programów powszechnej prywatyzacji w europejskich krajach przechodzących transformację systemu gospodarczego. Wykładowca zajmujący się problematyką funkcjonowania współczesnego rynku kapitałowego.

² Roman Szyszko, *Uwarunkowania popytu przedsiębiorstw na usługi finansowe*; Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową
Roman Szyszko, *Strukturalna prognoza przyszłości polskiego rynku finansowego*; Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową

- preferowanego przez klientów sposobu finansowania;
- stopnia lojalności klientów wobec obsługujących ich instytucji finansowych;
- poziomu zadowolenia klienta z obsługi finansowej;
- czynników wpływających na wybór instytucji finansowej.

2. Potrzeby usług finansowych

Ocenie kadry kierowniczej podlegała spodziewana przyszła skala wzrost popytu na usługi finansowe. Struktura otrzymywanych ocen wynikała z przyjętego podziału produktów finansowych. Kryterium przyjętego podziału były rodzaje potrzeb finansowych. Usługi finansowe zostały zatem podzielone na cztery grupy:

- obsługa transakcji finansowych³ - obejmująca usługi związane z dokonywaniem transakcji finansowych, związana z ofertą między innymi takich produktów jak: przelewy bankowe, zarządzanie i ochrona gotówki, akredytywy, bezpośrednie debetowanie, obsługa obrotu czekowego itd.; instytucja finansowa pełni rolę agenta transferu środków finansowych;
- zarządzanie ryzykiem finansowym⁴ - obejmujące usługi związane z zarządzaniem płynnością finansową klienta, związane z ofertą między innymi takich produktów jak: gwarancje, poręczenia kredytowe, kontrakty walutowe, opcje finansowe oraz inne transakcje zarządzania ryzykiem walutowym i ryzykiem stopy procentowej; instytucja finansowa dokonuje zmiany profilu ryzyka klienta, przy stosunkowo niewielkiej zmianie zaangażowania środków, zarządzanie ryzykiem finansowym nie wiąże się z istotną zmianą bilansowych zobowiązań i roszczeń klienta wobec instytucji finansowej;
- finansowanie działalności⁵ - obejmujące usługi związane z pozyskiwaniem środków finansowych przez klienta, związane z ofertą między innymi takich produktów jak: kredyty i pożyczki, krótkoterminowe papiery dłużne, emisje obligacji i nowych akcji; instytucja finansowa pełni rolę podmiotu finansującego działalność klienta, finansowanie działalności wiąże się ze wzrostem wartości roszczeń instytucji finansowej wobec klienta;
- zarządzanie środkami finansowymi⁶ - obejmujące usługi związane z inwestowaniem przez instytucję finansową pozostawionych w jej dyspozycji środków klienta, związane z ofertą między innymi takich produktów jak: przyjmowanie depozytów, przeprowadzanie fuzji i przejęć, zarządzanie funduszem inwestycyjnym; zarządzanie środkami finansowymi wiąże się ze wzrostem wartości roszczeń klienta wobec instytucji finansowej.

Metoda klasyfikacji potrzeb i produktów finansowych zaczerpnięta została z analizy perspektyw rozwoju instytucji finansowych⁷. W dalszej części tekstu pojęcia „potrzeba finansowa” i „produkty finansowe” są używane zamiennie. Jest oczywiste, że w niektórych przypadkach konkretne potrzeby finansowe nie są zaspokojone. Jednak tutaj mamy do czynienia z oceną potrzeb klientów. Zatem niski poziom zaspokojenia potrzeb może być silnym argumentem potwierdzającym niską jakość oferowanych produktów. Zastosowanie powyższego podziału potrzeb (produktów) finansowych wynika z dwóch przesłanek:

- formalna - zaproponowana klasyfikacja potrzeb jest rozłączna⁸ i zupełna⁹; zapewnienie wymienionych właściwości ma istotne, pozytywne znaczenie w badaniu elastycznej i podatnej na innowacje dziedziny finansów;
- praktyczna - przedmiotem badań są potrzeby, (a nie konkretne produkty, które mają zaspokajać potrzeby); takie sformułowanie problemu wynika z przekonania, że z punktu widzenia klienta istotna jest użyteczność produktu finansowego, a nie nazwy konkretnych produktów finansowych;

W konsekwencji przyjętego podziału badanie ma charakter analizy przyszłej struktury instytucjonalnej z punktu widzenia czynników tę strukturę kształtujących. Zamierzony efekt osiągnięty

³ Grupa usług finansowych określana w skrócie jako „transfer”

⁴ Grupa usług finansowych określana w skrócie jako „ryzyko”

⁵ Grupa usług finansowych określana w skrócie jako „zasilanie”

⁶ Grupa usług finansowych określana w skrócie jako „inwestycje”

⁷ *The Tradability of Banking Services - Impact and Implications, United Nations Conference on Trade and Development Program on Transnational Corporations; United Nations Geneva*

⁸ Każda potrzeba finansowa należy do nie więcej niż jednej grupy

⁹ Każda potrzeba finansowa może być zakwalifikowana do jednej z grup

jest poprzez unikanie formy badania satysfakcji konsumentkiej z jednej strony oraz studium marketingowego z drugiej.

Przesłanką uwzględnienia w badaniu czynników decyzyjnych w wyborze instytucji finansowej było rozstrzygnięcie, jakie są generalne zasady rządzące wyborem klienta na rynku finansowym. Istotną wydaje się kwestia, w jakim stopniu wybór instytucji finansowej wynika z długofalowych, nie dających się sprowadzić do prostego rachunku kosztów, planów największych przedsiębiorstw. Respondenci byli proszeni o określenie jakie czynniki decydują o wyborze instytucji finansowej świadczącej usługi w poszczególnych grupach potrzeb.

Zaletą podziału produktów finansowych wedle rodzaju zaspokajanych przez nie potrzeb jest prostota i przejrzystość. Wprawdzie można bez wątplenia stwierdzić, że konkretny produkt finansowy spełnia często potrzeby z więcej niż jednej grupy. Jednak konkretny produkt ma swoją wiodącą, najważniejszą funkcję. Kredyt bankowy jest elementem zarządzania ryzykiem¹⁰. Jednak jego podstawową funkcją jest uzyskanie zasilania finansowego. Kupno opcji finansowej może być, i często jest, elementem strategii inwestycyjnej kupującego. Jednak podstawowa rola opcji finansowej wynika z możliwości zarządzania ryzykiem.

3. Zakres badań

Badanie wykonano poprzez uzyskanie ankietowej opinii kadry kierowniczej przedsiębiorstw na temat przyszłych potrzeb finansowych. Ankieta na temat oczekiwań wobec banków skierowana została do produkcyjnych i usługowych przedsiębiorstw.

Pytania ankietowe miały charakter jakościowy. Respondenci udzielali odpowiedzi dotyczących:

- przewidywanego tempa wzrostu skali potrzeb finansowych;
- stopnia satysfakcji z obsługi oferowanej przez instytucje finansowe;
- czynników decyzyjnych istotnych przy wyborze instytucji finansowej;
- skłonności do zmiany obsługujących instytucji finansowych;
- preferowanej struktury finansowania działalności przedsiębiorstw.

3.1. Wzrost potrzeb finansowych i satysfakcja z obsługi

Oczekiwania wzrostu potrzeb i satysfakcji z obsługi finansowej badane były za pomocą kwestionariusza jakościowego. Badani określali skalę przewidywanego wzrostu lub spadku popytu na usługi finansowe. Równocześnie określany był poziom zadowolenia z usług instytucji finansowej.

3.2. Czynniki wpływające na decyzje finansowe

Trudno zaprzeczyć, że proces podejmowania decyzji finansowych jest skomplikowany. Liczba zaangażowanych osób jest duża. Niezależnie od hierarchii decyzyjnej i struktury organizacyjnej przedsiębiorstwa, w proces podejmowania decyzji zaangażowanych jest wiele podmiotów. Często istotny wpływ na decyzje finansowe mają podmioty, które z formalnego punktu widzenia nie zajmują się problematyką funkcjonowania służb finansowych firmy. Oczywiście odpowiedzialność za podjęte, zwłaszcza przynoszące negatywne skutki, decyzje jest najczęściej sprecyzowana. Jednak zidentyfikowanie osób które faktycznie wpłynęły na kształt podjętej decyzji finansowej jest najczęściej bardzo trudna. Czasami jest nawet niemożliwa. Sytuacja taka nie ułatwia analizy podejmowania decyzji finansowych.

Zastosowano próbę analizy z punktu widzenia kryteriów podejmowania decyzji. Wyróżniono rodzaje decyzji finansowych pod względem czasu wpływu efektów danej decyzji oraz zastosowanych przesłanek. Prostą metodą uwzględnienia czasu jest rozróżnianie długofalowych i operacyjnych potrzeby przedsiębiorstw.

Koszty i zyski długofalowe są definiowane i obliczane w perspektywie wieloletniej. Czasami jest to nawet okres kilkunasto lub kilkudziesięcioletni. Bardzo często wobec decyzji strategicznych trudno jest zastosować prosty rachunek zysków i strat. Koszty strategiczne wpływają na całość

¹⁰ Między innymi poprzez konstrukcję sposobu naliczania wysokości opłat procentowych

funkcjonowania przedsiębiorstwa. Uzyskane, w wyniku poniesionych kosztów strategicznych, zyski także z trudem dają się przypisać wyodrębnionej części działalności przedsiębiorstwa.

Natomiast koszty i zyski operacyjne obliczane są w perspektywie kilkuletniej. Nie daje się ich zakwalifikować jako bieżące zarządzania finansowe. Jednak operacyjny horyzont czasu nie jest tak odległy jak w przypadku decyzji strategicznych. Kalkulacyjny rachunek podejmowania decyzji jest w tym przypadku możliwy. Ograniczenia nie są tak poważne jak w przypadku decyzji strategicznych. Jednak trudno sprowadzić kryteria podejmowanych decyzji operacyjnych jedynie do podstawowego, prostego rachunku ekonomicznego. Decyzje operacyjne zajmują zatem pozycję pośrednią pomiędzy decyzjami strategicznymi a podejmowanymi na podstawie prostego rachunku kosztów.

Kolejnym czynnikiem wpływającym na decyzje finansowe jest bezpośredni rachunek kosztów. Wychodząc z założenia że rynek finansowy jest w dużym stopniu efektywny, wystarczającą przesłanką podejmowania bieżących decyzji finansowych jest, znany z akademickich podręczników, rachunek kosztów. Założenie o bieżących kosztowych przesłankach podejmowania decyzji jest bardzo często trafnym opisem sposobu podejmowania decyzji finansowych w przedsiębiorstwie.

Zatem dla uzyskania efektu przejrzystości wyników, czynniki decyzyjne podzielono na trzy grupy:

- strategiczne - zgodność z potrzebami wynikającymi z długofalowych, strategicznych planów rozwoju przedsiębiorstwa;
- operacyjne - zgodność z bieżącymi potrzebami operacyjnej działalności przedsiębiorstwa;
- bieżące - kosztowe - bezpośredni rachunek kosztów związanych z zakupem usługi.

3.3. Skłonność do zmiany finansowego usługodawcy

Obsługa finansowa jest powszechnie postrzegana jako dziedzina rządzona przez konserwatywne zachowania klientów. Niechętnie zmieniają oni bank, który obsługuje ich finansowo. Tylko bardzo radykalne i negatywne wydarzenie prowokuje zmianę towarzystwa ubezpieczeniowego. Decyzja powierzenia środków finansowych funduszowi inwestycyjnemu jest także niechętnie zmieniana. Ewentualna decyzja o zmianie instytucji finansowej powinna się wiązać z bardzo dobitnie odczuwanymi przesłankami. Stąd interesujące wydawało się zbadanie stopnia lojalności wobec instytucji finansowych deklarowanego przez przedsiębiorstwa.

Pierwszą badaną kwestią było uzyskanie oceny obsługi finansowej świadczonej przez jedną instytucję finansową¹¹. W opozycji do skoncentrowanej obsługi finansowej znajduje się powierzenie zaspokajania potrzeb instytucjom należącym do różnych, z własnościowego punktu widzenia, grup.

Poziom zainteresowania skoncentrowaną kapitałowo obsługą finansową został określony na podstawie odpowiedzi na pytanie, czy optymalna z punktu widzenia przedsiębiorstwa jest: jedna instytucja oferująca wszechstronną obsługę, czy też kilka instytucji oferujących specjalistyczne usługi

Dodatkowo interesujące wydaje się stwierdzenie stopnia zadowolenia i potencjalnego zainteresowania zmianą obsługi finansowej. Zadano zatem pytanie, czy najkorzystniejsza byłaby dla przedsiębiorstwa współpraca z następującymi rodzajami instytucji finansowych:

- instytucja lub instytucje aktualnie nie obsługujące firmy, lecz funkcjonujące na polskim rynku¹²,
- optymalna z punktu widzenia firmy jest instytucja (lub instytucje finansowe) nie funkcjonująca jeszcze na polskim rynku¹³.

3.4. Struktura finansowania

¹¹ Przez jedną instytucję finansową należy rozumieć także grupę powiązanych ze sobą kapitałowo podmiotów świadczących obsługę finansową, na przykład bank, towarzystwo ubezpieczeniowe, fundusz inwestycyjny, fundusz emerytalny, firma faktoringowa, firma leasingowa, biuro maklerskie, itd.

¹² Instytucja finansowa określana w skrócie jako - „konkurencyjna”

¹³ Instytucja finansowa określana w skrócie jako - „potencjalna”

Badanie struktury przeprowadzone zostało w odniesieniu do klasycznych badań na temat wpływu relacji między kapitałem własnym i długiem przedsiębiorstwa. Najbardziej znanym wyrazem badań nad strukturą kapitału firmy są twierdzenia sformułowane przez Franco Modiglianiego i Merton Millera. Pokazali oni między innymi, że dwie identyczne firmy¹⁴ powinny mieć identyczną strukturę kapitałową. Oznacza to, że wartość firmy powinna być taka sama, bez względu na to, jaka jest relacja wartości zadłużenia do wartości kapitałów własnych przedsiębiorstwa. Zatem należy oczekiwać, że jest obojętne, czy wartość długu wynosi 0 proc, czy też dług stanowi 99,99 proc. wartości pasywów firmy. W obu przypadkach Miller i Modigliani formułują oczekiwanie, że wartość przedsiębiorstwa¹⁵ jest taka sama.

Badania nad oczekiwaniami polskich przedsiębiorców skoncentrowane były na odpowiedzi na praktyczne pytania:

- Czy korzystniejsze jest finansowanie długiem zaciągającym na okres dłuższy, czy krótszy?
- Czy lepiej jest być zadłużonym u niewielkiej liczby wierzycieli, czy korzystniejsza jest rozproszona forma długu u dużej liczby wierzycieli?
- Czy aktualni właściciele przedsiębiorstwa wolą dopuścić do własności przedsiębiorstwa kapitał zagraniczny, czy kapitał krajowy?
- Czy przewidywana rola właścicieli pozyskanego kapitału jest pasywna, ograniczająca się do nadzoru, czy też preferowane jest aktywne uczestnictwo nowych współwłaścicieli w zarządzaniu przedsiębiorstwem

4. Oczekiwane wyniki

Oczekiwania dotyczące wyników badania przedstawione zostały w formie hipotez, które poddawane były empirycznej weryfikacji. W każdym zakresie tematycznym badań sformułowana została hipoteza początkowa. Stanowią one wyjściowe oczekiwanie wyników badań empirycznych. Na podstawie uzyskanych wyników następowała weryfikacja i ewentualne korekty hipotez początkowych.

4.1. Przewidywane tempo wzrostu potrzeb finansowych

Wyjściowym oczekiwaniem dotyczącym przyszłego tempa wzrostu potrzeb finansowych jest struktura właściwa gospodarkom krajów rozwijających się.

Zatem hipotezą wyjściową jest istnienie dwóch zbiorów potrzeb finansowych ze względu na przewidywane tempo wzrostu:

- zbiór wysokiego tempa przyszłego wzrostu - potrzeby transferu i zasilania;
- zbiór niskiego tempa przyszłego wzrostu - potrzeby zarządzania ryzykiem i inwestycji.

4.2. Relacja między wzrostem zapotrzebowania na usługi i oceną klientów

Można oczekiwać, że wzrost zapotrzebowania na usługi finansowe jest efektem oceny klientów dotyczącej danej grupy usług. Najprostsza byłaby sytuacja, w której przyszłemu wysokiemu wzrostowi zapotrzebowania na dany rodzaj usług finansowych towarzyszy relatywnie wysoka ocena dotycząca aktualnej jakości danego rodzaju usług. Zatem hipoteza wyjściowa jest pochodną hipotezy dotyczącej przewidywanego tempa wzrostu potrzeb finansowych. Można oczekiwać, że:

- relatywnie wysoka będzie ocena produktów finansowych zaspokajających potrzeby transferu i zasilania finansowego, gdyż zgodnie z hipotezą wyjściową w 4.1. potrzeby te będą w przyszłości rosły w relatywnie wyższym tempie;
- niższa będzie ocena satysfakcji z produktów zaspokajających potrzeby zarządzania ryzykiem finansowym i potrzeby inwestycji finansowych, analogicznie jest to pochodną przewidywaną dotyczących tempa wzrostu potrzeb finansowych.

¹⁴ Franco Modigliani, Merton Howard Miller, *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*; *American Economic Review*

¹⁵ Wartość przedsiębiorstwa definiowana jako różnica między wartością aktywów i wartością zobowiązań przedsiębiorstwa

Treść powyższych przewidywań jest oczywiście uwarunkowana trafnością przedstawionych w 4.1. hipotez na temat przyszłego tempa wzrostu poszczególnych grup potrzeb finansowych. W przypadku, gdyby przyszłe tempo wzrostu potrzeb finansowych przedsiębiorstw było inne niż przewidywane w 4.1., można się spodziewać odpowiedniej zmiany aktualnej oceny. Dlatego gdyby na przykład tempo wzrostu zapotrzebowania na usługi związane głównie z zarządzaniem ryzykiem finansowym było wysokie, to wyjściowym oczekiwaniem jest także relatywnie wysoki poziom oceny produktów zaspokajających głównie potrzeby zarządzania ryzykiem finansowym.

4. 3. Rodzaje czynników istotnych przy wyborze instytucji finansowej

Przyjmując opisany w 3.2. podział czynników wpływających na decyzje finansowe przedsiębiorstw, wyjściowym oczekiwaniem jest preferowanie znaczenia czynników kosztowych w procesie wyboru instytucji finansowej. Formułując oczekiwanie ważności pozostałych dwóch czynników, przyjęto, że ich znaczenie nie będzie się znacząco różniło w całej grupie polskich przedsiębiorstw. Zatem oczekiwany wynik był odzwierciedleniem preferencji oszczędności kosztów nad przesłankami operacyjnymi strategicznymi.

4. 4. Poziom lojalności wobec instytucji finansowych

W uproszczonym modelu dydaktycznym finansów rozróżnia się dwa modele obsługi finansowej. „Model amerykański” opiera się na dużej ilości konkurujących ze sobą instytucji finansowych. „Kontynentalny¹⁶ model europejski” zdominowany jest przez zintegrowaną obsługę oferowaną przez duże instytucje finansowe. Wyjściowym oczekiwaniem jest skłonność polskich przedsiębiorstw do powierzania obsługi finansowej wyspecjalizowanym instytucjom finansowym.

Dodatkowym badanym elementem jest zbadanie preferencji w zakresie opisanych w 3.3. instytucji. Głównym pytaniem jest: czy aktualnie obsługująca instytucja finansowa ma przewagę nad konkurencyjnymi i potencjalnym instytucjami finansowymi.

W związku z powszechnie przyjmowanym założeniem konserwatyizmu oczekiwań klientów na rynku finansowym, oczekiwaniem wyjściowym jest dominowanie pozytywnej oceny instytucji aktualnie obsługującej przedsiębiorstwo.

4. 5. Preferowana struktura finansowania działalności przedsiębiorstw

Metody uzyskiwania finansowania działalności przedsiębiorstw mają istotny wpływ na działalność przedsiębiorstwa. Sposób uzyskania kapitału najczęściej wpływa w decydujący sposób na kontrole nad osobami tworzącymi kadry zarządzającą przedsiębiorstwa. Dlatego ważne wydaje się uzyskanie informacji na temat tego, jaki rodzaj kapitału jest zdaniem kadry zarządzającej najkorzystniejszy dla rozwoju przedsiębiorstwa i zaspokojenia oczekiwań zatrudnionych osób. Najbardziej prawdopodobnym wynikiem wydaje się najwyższa ocena:

- krajowych źródeł kapitału własnego;
- uczestnictwa aktywnych inwestorów w kapitale własnym;
- rozproszonych źródeł kapitału pożyczkowego.

Uzyskanie takich rezultatów byłoby potwierdzeniem preferencji do poszukiwania krajowych źródeł kontroli właścicielskiej, oczekiwania wsparcia właścicieli w działalności operacyjnej firmy oraz unikania uzależnienia od jednej kredytującej instytucji finansowej.

5. Rezultaty

5.1. Potrzeby finansowe

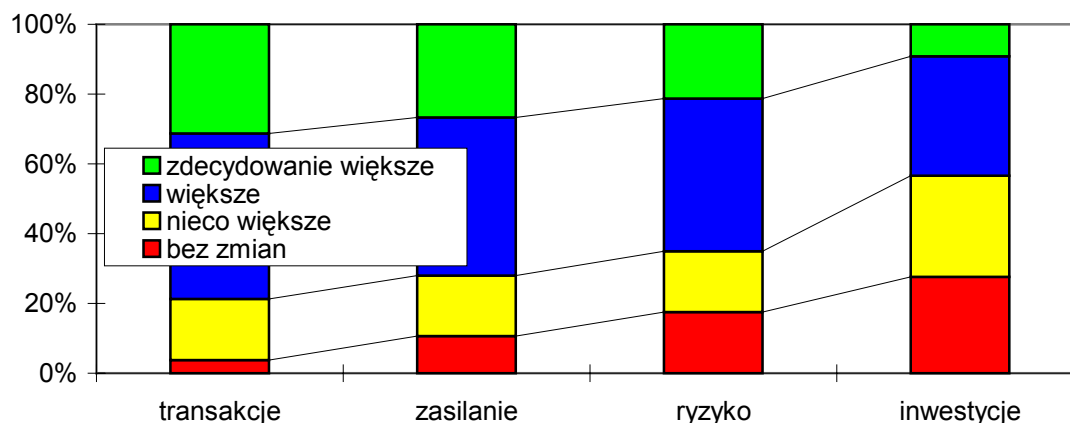
Opinie kadry zarządzającej polskimi przedsiębiorstwami, wskazują na istnienie trzech, istotnie od różniących się od siebie pod względem przewidywanego tempa wzrostu, grup potrzeb finansowych. W oparciu o uzyskane dane empiryczne trzeba odrzucić hipotezę wyjściową dotyczącą przewidywanego tempa wzrostu potrzeb finansowych przedsiębiorstw. Można

¹⁶ słowo kontynentalny wskazuje na popularność tego systemu na terenie Europy, jednak poza Wielką Brytanią, gdzie popularniejszy jest „model amerykański”.

sformułować alternatywny podział produktów finansowych ze względu na skalę przyszłego wzrostu:

- zbiór dynamicznego wzrostu - potrzeby transferu;
- zbiór umiarkowanego wzrostu - potrzeby zasilania i zarządzania ryzykiem;
- zbiór niskiego wzrostu - potrzeby inwestycji.

Wykres 1.
Przewidywane tempo wzrostu potrzeb finansowych¹⁷.



Potrzeby finansowe przedsiębiorstw w krajach o wysokim poziomie rozwoju gospodarczego są inne niż w krajach rozwijających się. Na rynkach finansowych tych drugich podmioty gospodarcze oczekują od rynku finansowego przede wszystkim obsługi transakcji i zasilania kapitałowego. Polityka inwestycyjna i zarządzanie ryzykiem finansowym odbywa się bez pośrednictwa rynku finansowego. Zasilanie finansowe wykorzystywane jest do tworzenia aktywów wewnątrz przedsiębiorstw. Ryzyko finansowe minimalizowane jest na poziomie operacyjnym. W konsekwencji, na rynku finansowym kraju rozwijającego się nie można się spodziewać dużego zapotrzebowania w zakresie zarządzania inwestycjami finansowymi.

Warto jednak pamiętać, iż wyniki badań wskazują na specyficzną drogę rozwoju rynków finansowych w krajach rozwijających się. Na podstawie danych zebranych przez Międzynarodową Korporację Finansową stwierdzono, że, w przeciwieństwie do krajów rozwiniętych, tworzenie się rynków finansowych nie jest procesem spontanicznym. W rozwoju rynków finansowych krajów rozwijających się dużą rolę odgrywa aparat państwa. Mechanizmy władzy politycznej wspierają w sposób pośredni i bezpośredni tworzenie się infrastruktury finansowej. Bardzo często podstawowe znaczenie dla rozwoju rynku finansowego ma konieczność finansowania deficytu budżetu państwa oraz wpływ prywatyzacji państwowych przedsiębiorstw. Trudno podważyć ocenę, że oba wymienione czynniki miały decydujący wpływ na funkcjonowanie polskiego rynku finansowego w ostatnim dziesięcioleciu.

Oceny kadry zarządzającej polskich przedsiębiorstw wskazują na najwyższe oczekiwania wzrostu zapotrzebowania na usługi w zakresie obsługi transakcji finansowych. Udział przewidywań wzrostu potrzeb transakcyjnych jest statystycznie istotnie wyższy od wszystkich pozostałych grup potrzeb. Taki wynik sugeruje dominujące znaczenie podstawowego zakresu usług na polskim rynku. Klienci spodziewają się przede wszystkim wzrastającej skali spełniania przez sektor finansowy usług nie wymagających zaangażowania kapitałowego. Zatem wbrew obiegowym opiniom siła i atrakcyjność przyszłej obsługi finansowej nie musi być wcale bezpośrednio uwarunkowana siłą kapitałową instytucji finansowych. Raczej zdolność do oszczędnego, z punktu widzenia kosztów, obsługi finansowego będzie kluczem do efektywnej obsługi finansowej w przyszłości. Oczywiście, siła kapitałowa instytucji finansowej może mieć istotne pozytywne

¹⁷ Roman Szyszko, *Uwarunkowania popytu przedsiębiorstw na usługi finansowe*, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową

znaczenie dla zaspokojenia potrzeb. Nie jest to jednak warunek wystarczający. Z punktu widzenia komunalnych podmiotów gospodarczych uzasadnione wydaje się poszukiwanie atrakcyjnej obsługi wśród silnych kapitałowo, ale jednocześnie sprawnych operacyjnie instytucji finansowych. W związku z tym, że siła kapitałowa nie zapewnia operacyjnej sprawności, nie musi być ona najważniejszym warunkiem efektywnej obsługi finansowej. Tworzy to, na rynku finansów komunalnych, dogodne warunki dla sprawnych, ale niekoniecznie najsilniejszych kapitałowo instytucji finansowych.

Potrzeby zasilania i ryzyka są niższe od potrzeb transakcyjnych i nie różnią się od siebie istotnie. Relatywnie wysokie potrzeby zasilania finansowego są naturalnym i przewidywalnym zjawiskiem w gospodarce nastawionej na nadrabianie deficytu w wysokości poziomu rozwoju gospodarczego. Konieczność uzyskania finansowania rozwoju przedsiębiorstw przyczynia się do wysokiej pozycji produktów finansowych zapewniających środki finansowe. Za pewne zaskoczenie można uznać wysoki poziom uzyskany przez produkty skierowane na zarządzanie ryzykiem finansowym. Uzasadnienia można szukać we wzrastającej świadomości ryzyka finansowego związanego z procesami integracji Polski z Unią Europejską. Mimo przybliżania się terminu integracji Polski z walutową sferą euro ryzyko nie maleje. W przypadku innych państw silne zmiany kursów walutowych następowały właśnie w okresie poprzedzającym integrację walutową. Podobnie rzecz się ma z ryzykiem zmiany stóp procentowych. Po okresie obniżenia stóp procentowych spowodowanego spadkiem inflacji, zbliża się czas, w którym równie prawdopodobny będzie zarówno ruch stóp procentowych w górę, jak i w dół. Niezależnie od przyczyn zapotrzebowanie na produkty służące zarządzaniu ryzykiem finansowym można uznać za objaw dojrzewania polskiego rynku finansowego.

Potrzeby zasilania i ryzyka oraz, tym bardziej, potrzeby transakcyjne są wyraźnie wyższe od potrzeb inwestycji. Drugorzędny charakter zapotrzebowania na usługi zarządzania inwestycjami na rynku finansowym nie dziwi. Jedynie w przypadku największych korporacji ponadnarodowych zdarzały się lata, w których dochody z inwestycji na rynku finansowym były zdecydowanie wyższe od „podstawowej”, nie związanej z finansami działalności. W polskich warunkach wciąż przeważa tradycyjny model funkcjonowania, w którym inwestycje finansowe mają charakter wtórny, w porównaniu z podstawą działalnością operacyjną.

5. 2. Różnice między wzrostem potrzeb finansowych i zadowoleniem z obsługi finansowej

W odniesieniu do produktów zaspokajających potrzeby zasilania finansowego skala przewidywanego tempa wzrostu popytu i stopień zadowolenia z aktualnej obsługi są do siebie zbliżone. Ujmując problem językiem statystyki: nie ma istotnej różnicy między przewidywaniem przyszłego wzrostu potrzeb i bieżącą akceptacją jakości. Tego typu zgodność może być efektem różnych zjawisk. Wydaje się, że niebagatelną rolę odgrywa tradycyjnie istotna rola produktów zasilania finansowego w ofercie instytucji finansowych. O ile w przypadku innych grup produktów istnieją metody zaspokajania potrzeb finansowych bez zwracania się o pośrednictwo instytucji finansowej, to w przypadku zasilania finansowego rynek instytucji finansowych jest nadal podstawowym źródłem poszukiwanych produktów.

Równocześnie warto pamiętać, że zasilanie finansowe rządzone jest szczególną relacją między usługodawcą (instytucją finansową) i usługobiorcą (przedsiębiorstwem komunalnym). Wyjątkowy charakter relacji wynika ze stopnia ryzyka na jaką narażone są zasilające finansowo swoich klientów instytucje finansowe. Strata kredytu oznacza wysoki uszczerbek finansowy banku. Zatem w przypadku kredytu nie znajdują zastosowania typowe mechanizmy równoważenia się popytu i podaży. Z punktu widzenia instytucji finansowej uzasadnione jest powstrzymanie się od udzielania kredytu przedsiębiorstwu, w którego przypadku wydaje się zachodzić wysokie ryzyko niespłacenia kredytu. W takim przypadku cena kredytu (czyli wysokość oprocentowania i innych opłat kredytowych) nie jest w stanie zrównoważyć ryzyka braku spłaty. Często stosowanym rozwiązaniem jest racjonowanie (ograniczanie dostępu) do kredytu przez banki¹⁸. Jest to zjawisko odbiegające od powszechnego na innych rynkach mechanizmu równoważenia się popytu i podaży.

¹⁸ Joseph Stiglitz, Andrew Weiss, *Credit Rationing in Markets with Imperfect Information*, *The American Economic Review*

Transakcje finansowe mogą być obsługiwane przy niewielkim lub nawet bez pośrednictwa instytucji finansowej. Dlatego też zaskakuje wynik badań wskazujący na wyższe tempo przyszłego wzrostu popytu na obsługę transakcji od poziomu satysfakcji z aktualnej obsługi. Okazuje się, że pozornie proste czynności związane z przepływem środków finansowych nadal wzbudzają liczne objawy niezadowolenia przedsiębiorstw. Przyczyną takiego stanu rzeczy może być fakt, że usługi transakcyjne, chociaż proste z punktu widzenia klienta, wymagają sprawnie funkcjonującego i efektywnego systemu informatycznego i technologicznego. Działające w Polsce banki zainwestowały pokaźne kwoty we wprowadzenie systemów informatycznych umożliwiających scentralizowaną obsługę sieci oddziałów. Jednak, jak pokazują wyniki badań, efekt poniesionych wydatków jest ciągle daleki od doskonałości. Co pewien czas można przeczytać o czasowym zawieszeniu funkcji banku ze względu na zawieszenie systemu informatycznego. Analizując wyniki badań, należy pamiętać, że stopień satysfakcji był porównywany z przewidywanym tempem wzrostu popytu. Zatem źródłem nadwyżki tempa wzrostu nad poziomem satysfakcji może być oprócz niedoskonałości technologicznych przewidywany wysoki poziom przyszłego popytu.

Zaskakująca wydaje się rozbieżność między przewidywanym tempem wzrostu potrzeb związanych z zarządzaniem ryzykiem i zadowoleniem z dostępnych w tej chwili usług. Przewidywane tempo wzrostu tego typu usług jest dużo wyższe od poziomu zadowolenia klientów. Prawdopodobnie istotnym uzasadnieniem takiej sytuacji jest oczekiwanie wzrostu zmienności stóp procentowych i ceny złotego wyrażonej w innych walutach. Oczekiwanie takie wydaje się uzasadnione. Korzystny proces obniżki inflacji wydaje się dobiegać końca. W związku z tym wzrasta ryzyko konieczności ponoszenia wyższych kosztów odsetek od kredytów. Postępuje proces integracji Polski z europejską unią Gospodarczą i Walutową. Jednak przykłady innych krajów wskazują na to, że ostatnie lata poprzedzające integrację walutową charakteryzują się dużym ryzykiem niekorzystnych zmian kursów walutowych.

Inna jest sytuacja, jeśli chodzi o wyniki badań dotyczących usług związanych z zarządzaniem inwestycjami na rynku finansowym. W tym przypadku poziom satysfakcji jest wyższy od przewidywanego tempa wzrostu. Prawdopodobnie, uzasadnieniem jest zjawisko koncentracji polskich przedsiębiorstw na działalności operacyjnej. Istotne znaczenie wydaje się mieć także fakt, że oferta zarządzania inwestycjami finansowymi jest skierowana do stosunkowo nielicznej grupy przedsiębiorstw. Jednak grupa tych przedsiębiorstw, które kupują tego typu usługi jest z nich zadowolona. Ujmując wyniki badań w prosty slogan: niewiele firm potrzebuje zarządzania inwestycjami, ale te, które korzystają z tego rodzaju usług są zadowolone.

5. 3. Wybór instytucji finansowej

W procesie podejmowania decyzji o zakupie produktów finansowych obowiązuje następująca hierarchia czynników decyzyjnych:

- największe znaczenie - rachunek kosztów związanych z zakupem usługi;
- pośrednie znaczenie - zgodność z bieżącymi potrzebami operacyjnej działalności przedsiębiorstwa;
- najmniejsze znaczenie - zgodność z potrzebami wynikającymi z długofalowych, strategicznych planów rozwoju przedsiębiorstwa.

Wymieniony wyżej porządek ważności obowiązuje również we wszystkich grupach potrzeb finansowych oprócz jednej. Wyjątkiem jest grupa potrzeb związanych z zarządzaniem ryzykiem, w której następuje zmiana kolejności pomiędzy czynnikami kosztowymi i operacyjnymi.

Analiza statystyczna wyników pozwala dokonać podziału na dominujące czynniki decyzyjne i czynniki niskiego znaczenia. Istnieje zróżnicowanie pomiędzy czynnikami decyzyjnymi w różnych grupach produktów finansowych. W produktach zarządzania ryzykiem finansowym, finansowania działalności i zarządzania środkami finansowymi czynniki decyzyjne można podzielić w następujący sposób:

- czynniki dominujące - kosztowe i operacyjne;
- czynniki niskiego znaczenia – strategiczne.

W wypadku grupy produktów zaspokajających potrzeby transakcyjne czynniki decyzyjne dzielą się na:

- czynniki dominujące – kosztowe;
- czynniki niskiego znaczenia - operacyjne i strategiczne.

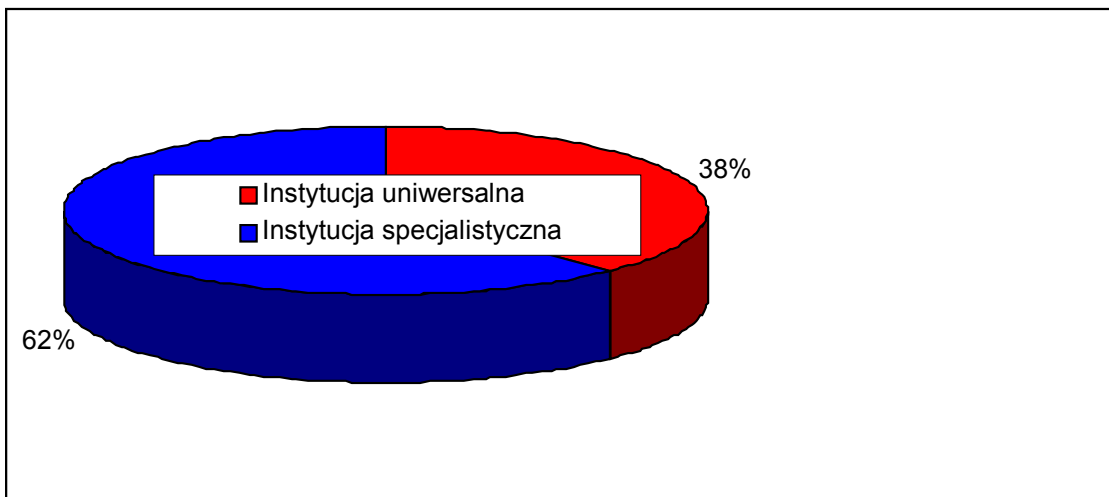
Potwierdza się w tym przypadku wyjątkowy charakter transakcyjnych potrzeb finansowych. Oczekiwanie sprawności działania instytucji finansowej i dominacja czynnika oszczędności kosztów spycha na dalszy plan inne elementy procesu decyzyjnego. W przypadku pozostałych produktów wyraźnie widać, że usługi finansowe wykraczają poza krótkookresowy rachunek kosztów. Preferencja operacyjnych czynników decyzyjnych wskazuje, że kadra zarządzająca przedsiębiorstw nie jest wprawdzie skłonna do postrzegania obsługi finansowej w długookresowej perspektywie strategicznej. Jednak bieżący rachunek kosztów nie jest jedynym i dominującym czynnikiem podejmowania decyzji finansowej.

5. 4. Stopień satysfakcji ze współpracy z instytucjami finansowymi

Zgodnie z wyjściową hipotezą istnieje silna tendencja do poszukiwania specjalistycznych, konkurujących instytucji finansowych. Koncepcja jednej instytucji obsługującej wszystkie potrzeby finansowe przedsiębiorstwa nie znajduje akceptacji u większości szefów polskich firm. Ciekawe i zaskakujące jest to, że skłonność do poszukiwania konkurencji nie ogranicza się do dużych przedsiębiorstw, które mają silną pozycję przetargową wobec instytucji finansowych. Silna wola poszukiwania konkurencyjnych rozwiązań jest również obecna wśród małych i średnich polskich przedsiębiorstw.

Wykres 2.

Wybór między instytucją uniwersalną i instytucjami specjalistycznymi¹⁹.



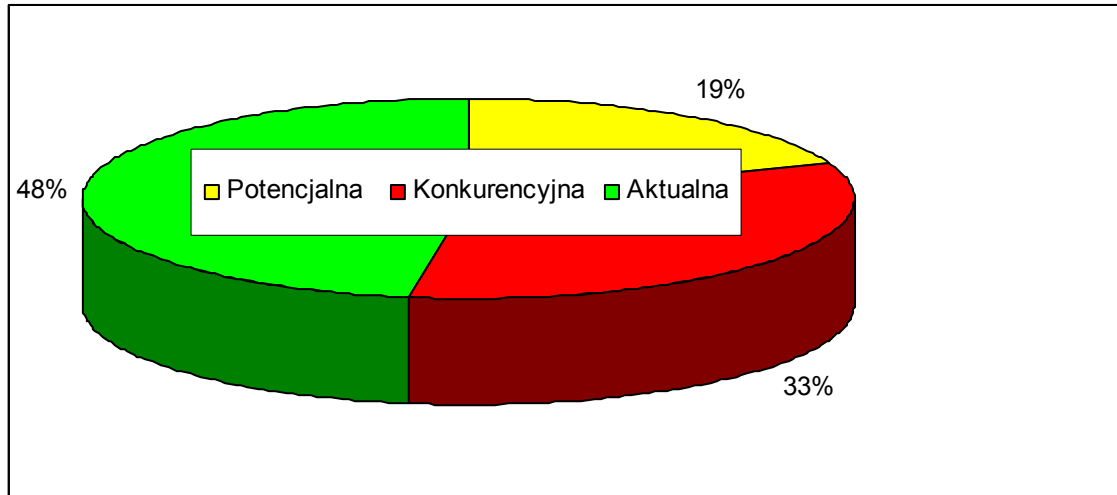
Zgodnie z oczekiwaniami, zadowolenie z aktualnej instytucji finansowej jest wyższe od oceny korzyści nawiązania współpracy z nowymi instytucjami. Przewaga nie jest wysoka, jednak

¹⁹ Roman Szyszko, *Strukturalna prognoza przyszłości polskiego rynku finansowego*, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową

konieczna zachowawczość w podejmowaniu decyzji finansowych jest wyraźnie widoczna w wynikach badań. Warto jednak zwrócić uwagę wzrost²⁰ oceny atrakcyjności instytucji funkcjonujących na krajowym rynku (instytucja konkurencyjna). Może być to zapowiedź narastającej konkurencji na polskim rynku finansowym.

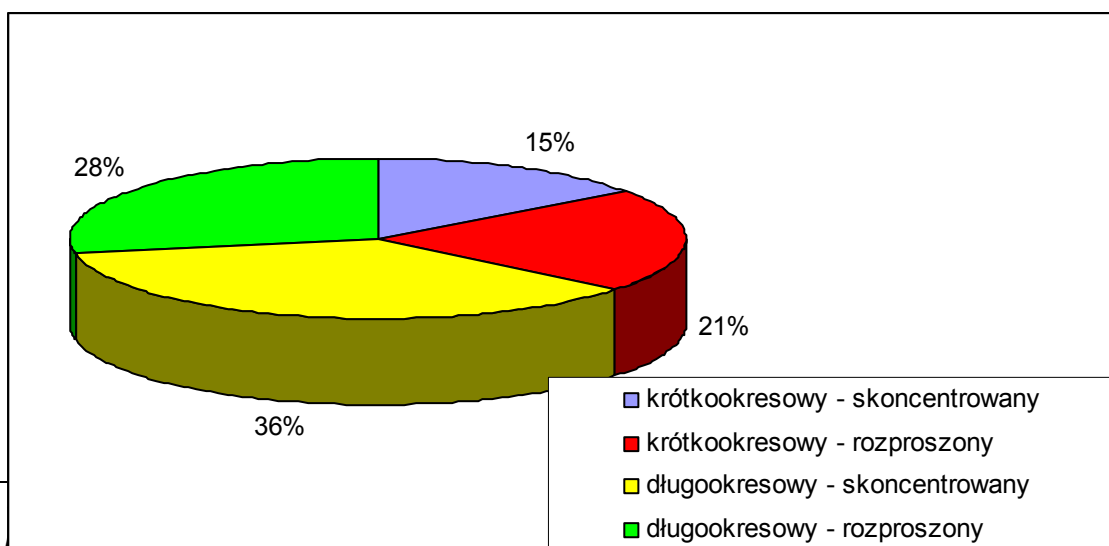
Wykres 3.

Ocena korzyści ze współpracy z instytucjami finansowymi²¹



Wykres 4.

Struktura preferencji rodzajów kapitału dłużnego²²



²⁰

²¹

nad Gospodarką Rynkową

²² Roman Szyszko, *Strukturalna prognoza przyszłości polskiego rynku finansowego*, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową

5.5. Preferencje źródeł finansowania

Analiza ocen dotyczących kapitału pożyczkowego wskazuje, że nie ma istotnych różnic między preferencjami rozproszonych i skoncentrowanych źródeł kapitału. Wśród polskich przedsiębiorstw istnieje zatem równowaga między poszukiwaniem obsługi kredytowej świadczonej przez jedną silną instytucję i strategią opartą na wykorzystaniu płynnego rynku handlu instrumentami zasilania długiem. Najwyraźniej konkretne wybory wynikają ze specyfiki danego przedsiębiorstwa i nie dają się uogólnić na sytuację całego rynku przedsiębiorstw.

Porównując prezentowane wyniki z danymi z lat poprzednich, wyraźna staje się preferencja długookresowych form finansowania kapitału pożyczkowego. Jest to zapewne w dużej części efekt obniżającego się poziomu inflacji. Widoczne staje się także obniżenie, w porównaniu do poprzednich lat zainteresowania przedsiębiorstw krótkoterminowymi i rozproszonymi źródłami finansowania. Polskie firmy są zatem gotowe pogodzić się z uzależnieniem od jednego silnego podmiotu, który kredytuje ich działalność. Warunkiem jest jednak przekonanie, że charakter powiązania z instytucją finansującą nie jest krótkotrwały. Trudno nie zauważyć krytycznych opinii na temat niektórych zachowań instytucji finansowych. Jednak w wielu przypadkach kadra zarządzająca przedsiębiorstwem jest skłonna tolerować drobne niedogodności, pod warunkiem, że istnieją perspektywy długofalowej współpracy i doradztwa ze strony instytucji finansowej. Jest to zatem sytuacja stawiająca w uprzywilejowanej pozycji instytucje finansowe posiadające długoletnią historię współpracy z obsługiwanymi przedsiębiorstwami.

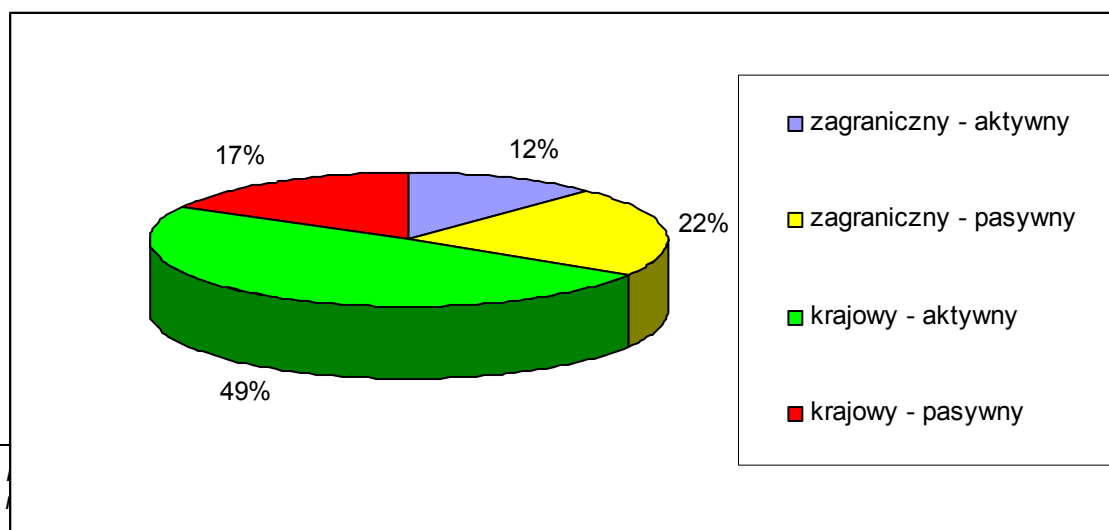
W odniesieniu do źródeł kapitałów własnych; utrzymała się preferencja:

- krajowych źródeł kapitału własnego;
- uczestnictwa aktywnych inwestorów w kapitale własnym.

Symptomatyczny jest natomiast wzrost oceny atrakcyjności zagranicznego kapitału pasywnego kosztem aktywnych inwestorów zagranicznych. Można zatem stwierdzić, że kadra kierownicza wykazuje tendencję do preferowania zagranicznych źródeł kapitału w sytuacji, gdy nie pociąga to za sobą kontroli właścicielskiej. W porównaniu z właścicielskim nadzorem zagranicy, atrakcyjny wydaje się szefom działających w Polsce firm kapitał krajowy. Skłonność do faworyzowania polskich źródeł kapitału i kontroli właścicielskiej nie zmienia się w czasie i wygląda na stały element percepcji ładu korporacyjnego na polskim rynku przedsiębiorstw.

Wykres 5.

Struktura preferencji źródeł kapitałów własnych²³



6. Wnioski

Jeśli oczekiwania działających w Polsce przedsiębiorstw będą w skuteczny sposób kształtować polski rynek finansowy, to w perspektywie najbliższych lat można się spodziewać:

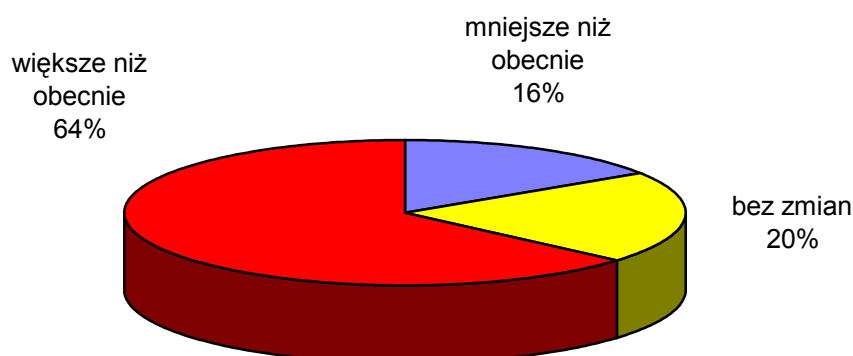
- dynamicznego wzrostu produktów związanych z zaspokajaniem potrzeb transakcyjnych; podstawowym czynnikiem konkurencyjnym będzie atrakcyjność cenowa;
- znacznego wzrostu zainteresowania produktami związanymi z zarządzaniem ryzykiem; ekspansja na tym rynku będzie uzależniona, poza czynnikami kosztowymi, od zrozumienia konkretnych potrzeb operacyjnych przedsiębiorstwa;
- obniżenia się relatywnego znaczenia czynnika „głodu kapitału” w postaci spadku tempa wzrostu produktów związanych z zasilaniem finansowym przedsiębiorstw;
- relatywnego braku zainteresowania ze strony przedsiębiorstw powierzaniem swoich funduszy sektorowi finansowemu.

6.1. Oczekiwania dotyczące udziału i źródeł finansowania zewnętrznego

Większość przedsiębiorstw przewiduje, że zadłużenie zewnętrzne będzie odgrywać w ciągu najbliższych lat większą rolę w finansowaniu działalności (Wykres 6.). Jedynie niewielki odsetek respondentów planuje obniżenie stopnia wykorzystania zadłużenia. Gotowość do większego wykorzystania dźwigni finansowej wskazuje na optymistyczne oczekiwania sektora przedsiębiorstw dotyczące koniunktury gospodarczej w najbliższym czasie.

Wykres 6.

Przewidywany, przyszły udział zadłużenia zewnętrznego w finansowaniu działalności²⁴



Zdecydowanej skłonności do wykorzystania zadłużenia towarzyszy brak jednoznacznej preferencji w zakresie terminów wymagalności oraz stopnia koncentracji zobowiązań. Różnorodność oczekiwań wskazuje na zbliżone możliwości rozwoju instrumentów dłużnych opartych na relacji kredytobiorca - bank finansujący (skoncentrowana forma finansowania),

²⁴ Roman Szyszko, *Uwarunkowania popytu przedsiębiorstw na usługi finansowe*, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową

jak i produktów opartych o rozproszony, płynny rynek kapitałowy (na przykład finansowanie poprzez emisję papierów dłużnych). Zaobserwować można preferencję instrumentów długoterminowych. Skłonność do wykorzystania takich źródeł kapitału dłużnego może być korzystnym czynnikiem wpływającym na rozwój rynku bonów pieniężnych i obligacji.

6.2. Preferencje dotyczące instytucji finansowych i czynniki oceny jakości obsługi finansowej

Przedsiębiorstwa wykazują brak entuzjazmu wobec wizji uniwersalnej obsługi przez jedną instytucję finansową. Ponad 60 proc. firm woli korzystać z usług kilku instytucji oferujących specjalistyczne usługi. Równocześnie ponad 50 proc. stwierdziło, iż z punktu widzenia ich potrzeb finansowych korzystna byłaby zmiana instytucji aktualnie współpracującej z przedsiębiorstwem. Wyniki badań ankietowych sugerują, iż najbliższe lata będą okresem zaostrej walki konkurencyjnej o podmioty gospodarcze. Instytucje finansowe w coraz mniejszym stopniu będą mogły wykorzystać efekt lojalności klienta opartej na długoletniej tradycji współpracy.

Analiza częstości wskazań czynników wpływających na wysoką jakość obsługi finansowej pozwala na stwierdzenie źródeł jakości w obsłudze finansowej. Najwyższą ocenę w oczach klientów uzyskuje „elastyczność reagowania na potrzeby klienta”. Niewiele niższa jest ocena znaczenia „szybkości obsługi” i „niskich kosztów”. Analiza najistotniejszych czynników wpływających na wysoką jakość obsługi finansowej wskazuje na wagę przywiązywaną przez przedsiębiorstwa do spełnienia potrzeb wynikających ze specyfiki firmy. Niskie koszty obsługi, jakkolwiek ważne, ustępują miejsca w hierarchii wartości szybkości i elastyczności obsługi. Stosunkowo niewielkie znaczenie dla większych klientów komercyjnych ma lokalizacja, rozwój sieci i wizerunek banku. Czynniki lokalizacji odgrywa pewną rolę w ocenach mniejszych przedsiębiorstw. Jednak rozpowszechnianie się elektronicznych form kontaktu z instytucją finansową sprawia, że w przyszłości należy się spodziewać spadku znaczenia lokalizacji instytucji finansowej. W kontekście silnego zaangażowania zagranicznych instytucji finansowych na polskim rynku finansowym znaczący jest brak, zainteresowania ze strony przedsiębiorstw, strukturą własności usługodawcy. Większości przedsiębiorstw jest obojętne, kto jest właścicielem banku. Ważne jest to, aby obsługa spełniała oczekiwania.

7. Podsumowanie

Z opinii kadry menedżerskiej polskich przedsiębiorstw wyłania się obraz instytucji finansowej świadczącej usługi na wysokim poziomie. Jest ona wyposażona w nowoczesną infrastrukturę techniczną umożliwiającą efektywne pełnienie funkcji agenta transferu środków finansowych. Wystarczająca siła kapitałowa takiej instytucji pozwala na sprawne zasilanie finansowe zarówno dużych, jak i mniejszych podmiotów gospodarczych. Elastyczność obsługi oferowanej przez wysokiej jakości instytucję powinna pozwalać na dostosowanie terminów wymagalności oraz stopnia koncentracji zobowiązań do specyficznych wymagań klienta. Walory oferowanych produktów finansowych powinny dawać możliwość skutecznej konkurencji na rynku charakteryzującym się malejącym znaczeniem lojalności klienta wobec usługodawcy.

Świadomy własnej atrakcyjności podmiot komunalny może wykorzystać swe atuty w negocjacjach z instytucją finansową. Wysoki poziom jakości nie musi wcale być uwarunkowany wielkością instytucji finansowej. Obserwowana w ostatnich latach dynamiczna ekspansja najlepszych banków spółdzielczych pokazuje, że można być dobrze ocenianym bez nadzwyczajnie silnej pozycji kapitałowej. Jednocześnie współpraca z lokalnymi instytucjami stwarza większe szanse dostosowania usług do potrzeb konkretnego klienta. W wielu przypadkach decyzje wpływające na obsługę komunalnego podmiotu zapadają daleko. Trudno w takiej sytuacji oczekiwać idealnego dostosowania do potrzeb klienta.

Można sformułować prognozę przekształcania się rynku finansowego w kierunku form bardziej transakcyjnych. Wraz ze wzrostem konkurencji znaczenie wieloletnich powiązań może stawać się coraz mniej znaczące. Być może relacje z instytucją finansową będą nabierały raczej formy skoncentrowanej na zawieraniu transakcji²⁵, niż wieloletnim budowaniu zaufania. Trzeba jednak przyznać, że jest to prognoza o charakterze intuicyjnym. Trudno jeszcze znaleźć poparcie

²⁵ Mark Rubinstein, *Great Moments in Financial Economics, Modigliani – Miller Theorem; Journal of Investment Management*

takiej prognozy w ocenach formułowanych przez kadre kierowniczą polskich klientów polskich instytucji finansowych.