

**STUDIA I PRACE
KOLEGIUM
ZARZĄDZANIA
I FINANSÓW**

ZESZYT NAUKOWY 62



Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

SKŁAD RADY NAUKOWEJ „ZESZYTÓW NAUKOWYCH” KZiF

1. prof. dr hab. Janusz Ostaszewski
– przewodniczący
Dziekan Kolegium Zarządzania i Finansów
Szkoła Główna Handlowa
2. prof. dr hab. Małgorzata Zaleska
– vice przewodniczący
Prodziekan Kolegium Zarządzania i Finansów
Szkoła Główna Handlowa
3. dr Emil Słazak – sekretarz
Katedra Bankowości
Szkoła Główna Handlowa
4. dr hab. Stefan Doroszewicz, prof. SGH
Kierownik Katedry Zarządzania Jakością
Szkoła Główna Handlowa
5. prof. dr hab. Jan Kaja
Kierownik Katedry Polityki Gospodarczej
Szkoła Główna Handlowa
6. dr hab. Tomasz Michalski, prof. SGH
Kierownik Katedry Ubezpieczeń Gospodarczych
Szkoła Główna Handlowa
7. prof. dr hab. Jerzy Nowakowski
Kierownik Katedry Bankowości
Szkoła Główna Handlowa
8. dr hab. Piotr Płoszajski, prof. SGH
Kierownik Katedry Teorii Zarządzania
Szkoła Główna Handlowa
9. prof. dr hab. Maria Romanowska
Kierownik Katedry Zarządzania w Gospodarce
Szkoła Główna Handlowa
10. dr hab. Anna Skowronek-Mielczarek,
prof. SGH
Katedra Zarządzania Przedsiębiorstwem
Szkoła Główna Handlowa
11. prof. dr hab. inż. Jan Adamczyk
Kierownik Katedry Marketingu
Politechnika Rzeszowska im. Ignacego
Łukasiewicza
12. dr hab. Jan Komorowski,
prof. Politechniki Gdańskiej
Kierownik Katedry Finansów
Politechnika Gdańska
13. dr hab. Wojciech Pacho, prof. SGH
Kierownik Katedry Teorii Systemu
Rynkowego SGH
Szkoła Główna Handlowa
14. dr hab. Teresa Słaby, prof. SGH
Kierownik Katedry Poziomu Życia
i Konsumpcji SGH
Szkoła Główna Handlowa
15. prof. dr hab. Zygmund Niewiadomski
Kierownik Katedry
Prawa Gospodarczego SGH
Szkoła Główna Handlowa
16. dr hab. Marian Żukowski, prof. UMCS
Instytut Ekonomii UMCS
Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej

Recenzenci

Barbara Bojewska
Agnieszka Cenquier
Paweł Felis
Jacek Grzywacz
Robert Jagiello
Tomasz Siemiątkowski
Małgorzata Zaleska
Alojzy Zalewski

Redaktor

Ewa Tomkiewicz

© Copyright by Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, 2005

ISSN 1234-8872

Nakład 320 egzemplarzy



Opracowanie komputerowe, druk i oprawa:
Dom Wydawniczy ELIPSA,
ul. Inflancka 15/198, 00-189 Warszawa
tel./fax 635 03 01, 635 17 85, e-mail: elipsa@elipsa.pl, www.elipsa.pl

SPIS TREŚCI

Od Komitetu Redakcyjnego	5
CZĘŚĆ PIERWSZA	
ARTYKUŁY Z ZAKRESU FINANSÓW I BANKOWOŚCI	7
Ocena ryzyka upadłości banków przy wykorzystaniu systemu ratingowego Miroslaw Bajda	9
Bancassurance – sukces czy porażka? Jadwiga Breś-Błażejczyk	31
Skuteczność doboru papierów wartościowych do portfela na podstawie kryterium fundamentalnego Arkadiusz Orzechowski	41
Determinanty procesu inwestowania w przedsiębiorstwie Agnieszka Lodowska	55
Pozytywny wpływ zarządzania ryzykiem walutowym w przedsiębiorstwie zorientowanym na wzrost wartości Paweł Wojtyło	69
Ubezpieczenie kredytu jako forma zabezpieczenia wiarygodności handlowych Urszula Pawłowska-Kłąb	82
CZĘŚĆ DRUGA	
ARTYKUŁY Z ZAKRESU ZARZĄDZANIA I EKONOMII	97
Prawne aspekty <i>corporate governance</i> – cz. I Maria Aluchna	99
Nowy konsument w e-przestrzeni Anna Dąbrowska	115
Znaczenie kultury w organizacji zarządzającej wiedzą Violetta Wróblewska	124
Struktura inwestorska realizowanego w Polsce budownictwa mieszkaniowego Aneta Ewa Rózga	139
Typologia fuzji i przejęć na przykładzie europejskiego sektora telekomunikacyjnego Karolina Zielińska	161
Europejska karta samorządu terytorialnego a problem samorządowego długu publicznego Marek Radzikowski	172

OD KOMITETU REDAKCYJNEGO

Oddajemy do rąk Czytelników kolejny, 62 zeszyt naukowy z serii „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów” Szkoły Głównej Handlowej.

W zeszycie zamieszczono artykuły pracowników Kolegium Zarządzania i Finansów oraz osób współpracujących z Kolegium – głównie doktorantów oraz pracowników innych uczelni. Prezentowane materiały są efektem prac naukowych prowadzonych w ramach badań statutowych, własnych oraz przygotowywanych rozpraw naukowych na stopień doktora i doktora habilitowanego. Wszystkie przedstawione Państwu artykuły uzyskały pozytywne recenzje.

Prezentowane wydawnictwo, podobnie jak poprzednie zeszyty z tej serii, ma zasięg europejski, gdyż wysyłane jest nie tylko do wszystkich bibliotek ekonomicznych w Polsce, ale również do ośrodków naukowych w Europie współpracujących z Kolegium Zarządzania i Finansów Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie.

CZĘŚĆ PIERWSZA

**ARTYKUŁY Z ZAKRESU
FINANSÓW I BANKOWOŚCI**

Ocena ryzyka upadłości banków przy wykorzystaniu systemu ratingowego

1. Wprowadzenie

Rola banków w nowoczesnej gospodarce polega przede wszystkim na pośrednictwie pomiędzy posiadaczami wolnych środków pieniężnych – poszukujących korzystnych, a przy tym bezpiecznych lokat kapitału – a podmiotami zainteresowanymi finansowaniem swoich wydatków przy wykorzystaniu zewnętrznych źródeł kapitału.

W warunkach polskich sektor bankowy nie odgrywa jeszcze tak istotnej roli, jak w krajach o dłuższej historii działania gospodarki wolnorynkowej. Relacja kredytu dla sektora niefinansowego do PKB, mierząca stopień pośrednictwa finansowego w gospodarce, na koniec 2003 roku wyniosła 28,6%. Jest ona w Polsce podobna jak w Czechach i na Węgrzech, jednak znacząco niższa niż w krajach strefy euro (średnio około 90%)¹. Oznacza to, że w najbliższych latach dynamika kredytów (a zatem i ogólny rozwój sektora bankowego) powinna przewyższać tempo wzrostu PKB. Rola sektora bankowego w gospodarce będzie więc systematycznie rosła.

Banki, m.in. ze względu na ogromną liczbę klientów i wielkość powierzonych im środków, powszechnie uważane są z instytucje zaufania publicznego. Zaufanie to czerpie swoje podstawy m.in. z faktu, że ich działalność w dużym stopniu jest regulowana ustawowo przez prawo bankowe, którego egzekwowanie powierzono specjalnej instytucji nadzorującej, posiadającej szerokie uprawnienia.

Ścisła kontrola, jakiej podlegają banki, nie jest jednak w stanie w pełni zapobiec występowaniu kłopotów finansowych wśród tych instytucji. Jakkolwiek ostatnie kilka lat upłynęło w polskim sektorze bankowym pod znakiem niewielkiej liczby lub wręcz braku bankructw banków, to jednak poszczególne z nich (w tym również te z grupy największych na rynku) przeżywały lub nadal przeżywają poważne trudności finansowe.

Wydaje się, że w tym kontekście wybór banku, w którym można bezpiecznie ulokować kapitał, nie powinien bazować tylko na ogólnym zaufaniu do sektora bankowego jako całości, lecz powinien mieć solidne uzasadnienie w postaci

¹ Raport o stabilności systemu finansowego 2003, Narodowy Bank Polski, Warszawa, maj 2004, s. 13.

analizy kondycji finansowej poszczególnych banków. Rolę efektywnej metody przeprowadzania takich analiz może z powodzeniem pełnić system ratingowy.

2. Celowość dokonywania oceny kondycji finansowej banków

Depozyty zgromadzone we wszystkich bankach działających w Polsce od 1995 roku objęte są systemem gwarantowania wypłaty środków pieniężnych, realizowanym przez Bankowy Fundusz Gwarancyjny. Gwarancja obowiązuje jednak tylko do określonej kwoty i nie obejmuje wszystkich podmiotów.

Ochronie podlegają imienne depozyty złotowe i walutowe osób fizycznych, osób prawnych, jednostek organizacyjnych nie mających osobowości prawnej, o ile posiadają zdolność prawną oraz szkolnych kas oszczędności i pracowniczych kas zapomogowo-pożyczkowych. Natomiast depozyty skarbu państwa, instytucji finansowych (takich jak banki, domy maklerskie, fundusze emerytalne, fundusze inwestycyjne, NFI, firmy ubezpieczeniowe), podmiotów, które nie są uprawnione do sporządzania uproszczonego bilansu oraz rachunku zysków i strat, a także kadry zarządzającej bankiem oraz głównych akcjonariuszy (posiadających co najmniej 5% akcji banku) są wyłączone z systemu ochrony².

Widać więc, że kwestią bezpieczeństwa lokat w poszczególnych bankach (a co za tym idzie – kondycją finansową banków) na pewno zainteresowane powinny być wszystkie pozostałe instytucje finansowe, które dokonując (zwykle na dużą skalę³) licznych transakcji z bankami nie są objęte ochroną depozytów i spłata ich wierzytelności w przypadku upadłości banku następuje (zwykle jedynie w niewielkiej części⁴) tylko z jego masy upadłościowej.

Nawet jednak podmioty, których depozyty są objęte gwarancją, narażone są na straty w przypadku bankructwa banku. Jedynie bowiem środki nie przekraczające 1.000 euro są gwarantowane w całości. Wyższe sumy, do równowartości 22.500 euro⁵, gwarantowane są w 90% ich wartości. Oznacza to więc, że

² Ustawa z dnia 14 grudnia 1994 roku o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym ze zm. (tekst ujednolicony: Dz.U. z 2000 r. Nr 9, poz. 131), art. 2.

³ Łączne zobowiązania banków wobec sektora finansowego wynosiły na koniec 2003 roku 72,2 mld zł, co stanowiło 14,8% łącznej sumy bilansowej polskiego sektora bankowego. Zob. szerzej: Sytuacja finansowa banków w 2003 roku. Synteza, Generalny Inspektorat Nadzoru Bankowego, Warszawa, maj 2004, załącznik 14 i 15.

⁴ O niewielkiej skali środków odzyskiwanych w ramach postępowań upadłościowych banków może świadczyć fakt, że w latach 1995–2003 Bankowy Fundusz Gwarancyjny otrzymał z tytułu wierzytelności zgłoszonych do mas upadłości banków równowartość jedynie 9,1% wypłat zrealizowanych na rzecz deponentów w ramach systemu gwarantowania depozytów. Zob. szerzej: Raport Roczny 2003, Bankowy Fundusz Gwarancyjny, Warszawa 2004, s. 12.

⁵ Maksymalna kwota objęta gwarancją zwiększała się systematycznie w ciągu ostatnich lat: z 3.000 euro w 1995 roku do 22.500 euro obecnie.

nawet deponenci lokujący w bankach stosunkowo niewielkie kwoty (poniżej górnej granicy gwarancji) ponoszą co najmniej kilkuprocentową stratę. Dodatkowo narażeni są na przymusowe zamrożenie ulokowanych środków od momentu zawieszenia działalności banku do czasu wypłaty gwarantowanej kwoty. Od dnia ogłoszenia upadłości banku nie są również naliczane odsetki od zdeponowanych środków.

Drobni deponenci, lokujący środki o wartości nie przekraczającej górnej granicy gwarancji, to zwykle osoby fizyczne. Stanowią oni najliczniejszą grupę, zarówno pod względem ilościowym, jak i pod względem wartości zgromadzonych depozytów. Z łącznej kwoty 289 mld zł depozytów sektora niefinansowego, zgromadzonych w polskim sektorze bankowym na koniec 2003 roku, 73,3% stanowiły depozyty osób fizycznych. Pozostała część to głównie depozyty przedsiębiorstw⁶.

Poszczególne przedsiębiorstwa lokują jednak zwykle znacznie większe kwoty niż osoby fizyczne. Dlatego też wysokość gwarancji depozytu często nie ma większego znaczenia przy skali operacji, jakie przedsiębiorstwa przeprowadzają z bankami. Upadłość banku, w którym przedsiębiorstwo ulokowało środki finansowe, przy niskich zwrotach środków gwarantowanych, może ograniczyć rozwój przedsiębiorstwa lub w skrajnych przypadkach doprowadzić do jego bankructwa.

Kolejną grupą podmiotów lokujących środki pieniężne w bankach są nabywcy papierów wartościowych emitowanych przez banki. Na koniec 2003 roku wartość wyemitowanych przez banki papierów dłużnych wyniosła 5,2 mld zł (tj. 1,1% sumy bilansowej sektora bankowego), z czego tylko 15,4% stanowiły stosunkowo bezpieczne listy zastawne⁷. Pozostałą część stanowiły papiery niezabezpieczone (głównie obligacje), których ryzyko kredytowe jest nawet wyższe – ze względu na fakt, że nie obejmuje ich system gwarancji – niż w przypadku depozytów.

Kapitał najbardziej narażony na ryzyko kredytowe banków mają w sposób oczywisty ich akcjonariusze, którzy w przypadku upadłości banku stoją jako ostatni w kolejce po majątek pozostający w masie upadłościowej.

Poza podmiotami zaangażowanymi kapitałowo w działalność banków, istnieje wiele innych osób i instytucji zainteresowanych kondycją finansową banków. Zaliczyć do nich można m.in.: bank centralny, nadzór bankowy, system gwarantowania depozytów, ale również pracowników banków, dla których pewność zatrudnienia zależy m.in. od możliwości kontynuacji działalności przez ich pracodawcę.

Widać więc, że liczba osób i instytucji, które narażone są na straty w przypadku wystąpienia upadłości banku jest bardzo duża. Żeby oszacować swoje ryzyko, powinny one znać kondycję finansową poszczególnych banków. Problema-

⁶ Depozyty sektora niefinansowego stanowiły 59,1% łącznej sumy bilansowej sektora bankowego w 2003 roku. Zob. szerzej: Sytuacja finansowa banków w 2003 roku, *op. cit.*, załącznik 11 i 24.

⁷ *Ibidem*, s. 15.

tyka badania ryzyka kredytowego banków jest jednak bardzo często lekceważona. System gwarantowania depozytów ogranicza wielu podmiotom ryzyko związane z lokatami środków finansowych w bankach i trudno się spodziewać, żeby drobni deponenti ponosili nakłady na zdobycie wiedzy i wypracowywanie metod służących ocenie ryzyka kredytowego tych instytucji.

Jednak nawet podmioty ryzykujące bardzo wysokie kwoty w transakcjach z bankami stosują często podejście, bazujące na dość dużej w ostatnich latach stabilności systemu finansowego w Polsce, polegające na pokładaniu zbyt dużego zaufania w możliwości instytucji nadzorujących i koordynujących działanie sektora bankowego.

Tabela 1. Zestawienie liczby upadłości banków w latach 1995–2003 i wielkości wypłat depozytów gwarantowanych

Rok	Liczba upadłości banków komercyjnych	Liczba upadłości banków spółdzielczych	Wypłaty środków gwarantowanych (mln zł)		Liczba deponentów (tys.)
			ogółem	w tym z FOŚG	
1995	3	57	103,7	85,8	88,7
1996	1	30	50,8	47,3	59,4
1997	0	6	6,4	4,7	10,4
1998	0	4	8,2	4,1	6,8
1999	1	0	4,7	0,0	1,6
2000	1	0	625,1	484,1	147,7
2001	0	1	12,2	0,0	2,5
2002	0	0	0,5	0,0	0,3
2003	0	0	0,1	0,0	0,0

Źródło: Raport roczny Bankowego Funduszu Gwarancyjnego za 2003 rok, opracowanie własne.

Z zestawienia przedstawionego w tabeli 1 wynika co prawda, że od momentu rozpoczęcia działalności Bankowego Funduszu Gwarancyjnego w końcu 1994 roku (oraz powołania w roku 1998 Komisji Nadzoru Bankowego⁸) liczba bankructw banków systematycznie malała (z 60 w 1995 roku do 0 w latach 2002–2003), jednak nie oznacza to, że wszystkie banki znajdują się w dobrej kondycji finansowej oraz że bankructwa nie będą zdarzały się w przyszłości.

Znaczny spadek liczby upadłości banków w ostatnich latach wynikał m.in. ze zmiany roli, jaką w systemie bankowym odgrywa Bankowy Fundusz Gwarancyjny. Na pierwszy plan jego działalności wysunęła się bowiem działalność pomo-

⁸ Komisja Nadzoru Bankowego została powołana i rozpoczęła działalność w styczniu 1998 roku – zgodnie z art. 25 ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim (Dz.U. Nr 140, poz. 938 – ze zm.) oraz art. 131 ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe (Dz.U. z 2002 r. Nr 72, poz. 665 – ze zm.).

cowa nakierowania na likwidowanie przyczyn, które mogłyby doprowadzić do upadłości banku, a tym samym powstania nieodwracalnych skutków finansowych i społecznych obciążających cały system bankowy⁹.

BFG wspierał w ostatnich latach procesy konsolidacyjne i restrukturyzacyjne banków zagrożonych upadłością, głównie poprzez udzielanie pożyczek z funduszu pomocowego, tworzono obowiązkowo przez banki oraz NBP. W 2003 roku BFG udzielił pomocy finansowej w formie pożyczek 14 bankom komercyjnym na rekordową kwotę 751 mln zł, trzykrotnie przekraczającą wartość utworzonego funduszu pomocowego¹⁰.

Jednocześnie w 2003 roku 16 z 58 działających banków komercyjnych oraz 47 z 600 banków spółdzielczych realizowało programy naprawcze koordynowane przez Komisję Nadzoru Bankowego¹¹.

Widać więc, że mimo obecnej stabilnej kondycji sektora bankowego, sytuacja finansowa poszczególnych banków jest zróżnicowana, a część z nich przeżywa poważne kłopoty. Trzeba przy tym pamiętać, że możliwości pomocy ze strony instytucji nadzorczych nie są nieograniczone (zwłaszcza w przypadku wystąpienia ogólnego kryzysu finansowego). Wydaje się więc, że posiadanie wiedzy na temat kondycji finansowej poszczególnych banków, przynajmniej w przypadku podmiotów angażujących w transakcje z nimi wysokie kwoty, jest niezbędne. Pozwala to bowiem na unikanie banków charakteryzujących się zbyt wysokim ryzykiem.

3. Wybór metody oceny kondycji finansowej banków

O wyborze najlepszej dla danego podmiotu metody analizy ryzyka kredytowego banków decydują takie czynniki, jak: dostępność danych na temat banków i ich otoczenia, posiadana wiedza, wielkość środków przeznaczonych na konstruowanie systemu analizy, możliwe nakłady czasu i środków na prowadzenie bieżącego monitoringu, a także wielkość kwot narażonych na ryzyko kredytowe banków (zastosowana metoda musi bowiem być efektywna kosztowo).

3.1. Dostępność danych

Kwestią podstawową jest zakres i częstotliwość danych, jakie można uzyskać na temat poszczególnych banków oraz sektora bankowego jako całości. Ponieważ banki podlegają ścisłemu nadzorowi NBP, Komisji Nadzoru Bankowego oraz Banko-

⁹ www.bfg.pl.

¹⁰ Raport Roczny Bankowego Funduszu Gwarancyjnego za 2003 rok, *op. cit.*, s. 15–16.

¹¹ Komisja Nadzoru Bankowego 1998–2003, KNB, Warszawa 2004, s. 15.

wego Funduszu Gwarancyjnego, zobowiązane są do raportowania tym instytucjom szerokiego zakresu informacji, a ponadto podlegają ich kontrolom.

Instytucje nadzoru mają więc najszerszy dostęp do danych na temat poszczególnych banków, jednak uzyskane przez nie informacje nie są przekazywane do publicznej wiadomości. Publikowane są jedynie zbiorcze raporty na temat całego sektora bankowego, które – choć są cennym źródłem informacji pozwalających odnieść sytuację danego banku do zagregowanych lub średnich wartości dla sektora – to jednak nie zawierają danych pozwalających ocenić sytuację pojedynczych banków.

Najpełniejsze informacje na temat sytuacji finansowej poszczególnych banków można uzyskać w przypadku banków dopuszczonych do publicznego obrotu, których szczegółowe obowiązki informacyjne reguluje ustawa Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi¹².

W przypadku pozostałych banków zakres dostępnych informacji jest bardzo różny. Wszystkie banki są co prawda zobowiązane ustawowo do publikowania *w miejscu wykonywania czynności, w sposób ogólnie dostępny*, oprócz cen swoich produktów (a więc m.in. aktualnego oprocentowania depozytów i kredytów, pobieranych prowizji i opłat, kursów walutowych), także *bilansu z opinią biegłego rewidenta za ostatni okres podlegający badaniu*¹³.

Bilans banku oraz opinia biegłego rewidenta są źródłem wielu informacji, jednak wydaje się, że ustawodawca mógł rozszerzyć obowiązek publikacji *w sposób ogólnie dostępny* do pełnych sprawozdań finansowych (tj. szczegółowego rachunku zysków i strat oraz bilansu). W praktyce bowiem polityka informacyjna banków jest bardzo różna. Banki zobowiązane są do publikowania swoich sprawozdań finansowych w Monitorze Polskim B, jednak trudno określić to źródło jako ogólnie i łatwo dostępne, a ponadto publikacja danych następuje tu zwykle z dość dużym opóźnieniem.

Za miejsce ogólnie dostępne na pewno można uznać natomiast internet. Wiele banków na swoich stronach internetowych zamieszcza szeroką gamę informacji na swój temat, łącznie z pełnymi sprawozdaniami finansowymi (zamieszczonymi np. w raportach rocznych). Jednak część banków zamieszcza w internecie zaledwie bilans, o którym wspomina ustawa, i to w formie uproszczonej. Natomiast niektóre banki nie podają w ten sposób żadnych informacji na temat swojej sytuacji finansowej.

¹² Ustawa Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi z dnia 21 sierpnia 1997 roku ze zm. (tekst jednolity: Dz.U. z 2002 r., Nr 49, poz. 447).

¹³ Art. 111 Ustawy Prawo Bankowe z dnia 29 sierpnia 1997 roku ze zm. (tekst ujednolicony: Dz.U. z 2002 r. Nr 72, poz. 665).

W procesie pozyskiwania informacji z powodzeniem można wykorzystywać również źródła zewnętrzne, takie jak gazety i czasopisma (publikujące artykuły o poszczególnych bankach i całym sektorze oraz sporządzające rankingi i okresowe zestawienia najważniejszych pozycji ze sprawozdań finansowych banków), a także raporty agencji ratingowych lub analityków finansowych. Ich przydatność do analizy ryzyka kredytowego jest jednak bardzo zróżnicowana.

3.2. Efektywność wybranej metody analizy

Efektywność metody przeprowadzanych analiz ryzyka kredytowego należy podzielić na dwa elementy:

- efektywność oceny ryzyka kredytowego,
- efektywność kosztową.

Efektywność oceny ryzyka kredytowego jest najważniejszym parametrem, oznaczającym skuteczność szacowania skali ryzyka upadłości banków. Skuteczność ta powinna przy tym mieć charakter prognostyczny, co oznacza, że wynik przeprowadzonej analizy powinien pozwolić z dużym prawdopodobieństwem ocenić, czy dany bank nie upadnie w perspektywie np. jednego roku. Wynika z tego, że skuteczny system oceny ryzyka kredytowego powinien mieć cechy systemu wczesnego ostrzegania.

Efektywność kosztowa rozumiana jest natomiast jako stosunek nakładów koniecznych do skonstruowania systemu oceny ryzyka kredytowego (a także kosztów ponoszonych na przeprowadzanie analiz oraz na monitoring kondycji finansowej banków w przyszłości) do potencjalnych korzyści, jakie ów system może przynieść.

Korzyści z przeprowadzania oceny ryzyka kredytowego banków zależą od skali zaangażowanych w transakcje z bankami środków. Im większe są to kwoty, tym wyższe korzyści można uzyskać np. w wyniku unikania banku, który w niedalekiej przyszłości ogłosi upadłość. Im wyższe są potencjalne korzyści, tym wyższe nakłady będzie skłonny zaakceptować podmiot zamierzający badać kondycję finansową banków.

Najwyższą efektywnością kosztową charakteryzują się oceny ryzyka kredytowego dokonywane przez zewnętrzne podmioty na zlecenie samych banków. Oceny te, zwane ratingami, wyznaczane są przez wyspecjalizowane agencje ratingowe. Ratingi są podawane do wiadomości publicznej i dostęp do nich nie wiąże się w zasadzie z żadnymi większymi kosztami. Na podstawie historycznych danych statystycznych (pochodzących również z innych krajów) można przy tym w przybliżeniu ocenić ich efektywność oceny ryzyka kredytowego.

Przewaga ratingów zewnętrznych nad własnymi systemami oceny ryzyka kredytowego jest jednak dyskusyjna, a o konieczności posiadania własnego sys-

temu decyduje fakt, że zdecydowana większość polskich banków nie ma wyznaczonych ratingów zewnętrznych¹⁴. W przypadku banków mających inwestora strategicznego posiadającego odpowiednio wysoki rating można co prawda założyć, że bank będzie liczyć w razie konieczności na wsparcie ze strony inwestora (co faktycznie często ma miejsce). Jeśli jednak zobowiązania banku nie są oficjalnie gwarantowane przez takiego akcjonariusza, to prawdopodobieństwo uzyskania wsparcia podlega jedynie subiektywnej ocenie. Z pewnością nie można w takim przypadku w prosty sposób przekładać ratingu strategicznego inwestora na wiarygodność samego banku.

Aby móc oceniać ryzyko upadłości banków, w większości przypadków konieczne jest więc posiadanie własnej metody przeprowadzania takich analiz. W dalszej części niniejszego opracowania przedstawiona została propozycja uniwersalnego systemu oceny ryzyka kredytowego banków, mogącego służyć jako system wczesnego ostrzegania. System ten – ze względu na czytelną i prostą konstrukcję, a także na niewielkie nakłady związane z oceną za jego pomocą kondycji finansowej banków – może być wykorzystywany przez szerokie grono potencjalnych użytkowników: od osób prywatnych, przez przedsiębiorstwa, instytucje finansowe, aż po akcjonariuszy banków.

4. Propozycja ratingowego systemu oceny kondycji finansowej banków

Proponowany system zbudowany jest na zasadzie *credit scoringu* i oparty jest na funkcji dyskryminacyjnej. Analiza dyskryminacyjna stanowi rodzaj analizy wykorzystującej analizę wskaźnikową oraz metody analizy statystycznej. Na podstawie danych statystycznych konstruowany jest bowiem syntetyczny wskaźnik agregatowy, na którego wartość wpływają wartości kilku wskaźników bazowych. Poszczególnym wskaźnikom bazowym przypisane są współczynniki, będące wagami określającymi ich znaczenie w ocenie końcowej. Zastosowanie analizy dyskryminacyjnej prowadzi do redukcji wielowymiarowej przestrzeni pewnej liczby zmiennych do jednej zmiennej agregatowej¹⁵.

Liczbowy wynik analizy zamieniany jest na oznaczenie literowe, ułatwiające interpretację wyniku. Oznaczenie to nazywane jest ratingiem, stąd proponowany system oceny ryzyka kredytowego nazwany został systemem ratingowym.

¹⁴ Przykładowo agencja Standard&poor's wyznaczyła ratingi tylko dla ośmiu polskich banków. Zob. szerzej: Bank Ratings Guide, Standard&Poor's, New York, październik 2004.

¹⁵ M. Zaleska, Identyfikacja ryzyka upadłości przedsiębiorstwa i banku. Systemy wczesnego ostrzegania, Difin, Warszawa 2002, s. 17.

Ogólne zasady tworzenia systemów ratingowych przedstawione zostały w innej publikacji autora poświęconej tej tematyce¹⁶, dlatego poniżej omówione zostaną tylko specyficzne kwestie związane z budową systemu ratingowego służącego ocenie ryzyka kredytowego banków.

4.1. Najczęstsze przyczyny upadłości banków

Do skonstruowania skutecznego systemu określania ryzyka kredytowego banków konieczna jest znajomość najczęstszych przyczyn występowania ich bankructw. Przyczyny upadłości banków wynikać mogą zarówno z czynników wewnętrznych (zależnych od banków), jak i zewnętrznych (niezależnych od banków), często nakładających się na siebie.

Do **przyczyn zewnętrznych** zaliczyć można:

- pogorszenie ogólnej koniunktury gospodarczej na obszarze, na którym działa dany bank (z czym związany jest często spadek wypłacalności kredytobiorców, a także zmniejszenie ogólnego popytu na usługi banków),
- recesję w branżach, w których bank jest w największym stopniu zaangażowany poprzez akcję kredytową,
- bankructwa innych instytucji finansowych (co, ze względu na wzajemne powiązania gospodarcze, może przerodzić się w ogólny kryzys finansowy),
- błędy instytucji nadzorczych i kontrolnych (nadzór bankowy lub instytucje systemu gwarancyjnego mogą np. przywiązywać zbyt dużą wagę do krótkoterminowej stabilności systemu, co potencjalnie prowadzi do narastania długoterminowych problemów w systemie bankowym),
- nagły spadek zaufania do banku (np. pojawienie się negatywnych informacji na jego temat, skutkujące masowym wycofywaniem depozytów).

Natomiast do najważniejszych **czynników wewnętrznych** wpływających na zwiększenie prawdopodobieństwa bankructwa banku należą:

- złe zarządzanie (niewłaściwe zarządzanie ryzykiem bankowym – głównie kredytowym, ale również walutowym lub stopy procentowej; dopuszczanie do nadmiernego wzrostu kosztów działalności banku; błędy w działalności inwestycyjnej; realizowanie niewłaściwej strategii rozwoju),
- nadmierne zaangażowanie w stosunku do wybranych kredytobiorców¹⁷,

¹⁶ M. Bajda, Wykorzystanie systemu ratingowego przy inwestycjach w papiery dłużne emitowane przez przedsiębiorstwa, *Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów, Zeszyt Naukowy 51, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, 2004, s. 49–68.*

¹⁷ Według badania stu największych europejskich banków, przeprowadzonego przez agencję ratingową Standar&Poor's, suma dwudziestu największych kredytów dla przedsiębiorstw odpowiada przeciętnie 40% ich zysku operacyjnego i 8% kapitału akcyjnego. Zdaniem S&P współczynniki te są za wysokie i mimo rozwoju technik zarządzania ryzykiem, obserwowana wysoka koncentracja kredytów w bankach jest istotnym czynnikiem zwiększającym ryzyko prowadzonej przez nie działalności. Zob. szerzej: „S&P: banki ryzykują bankructwo”, *Parkiet, 26.10.2004 r., s. 10.*

- brak sprawnych mechanizmów kontroli wewnętrznej (skutkujący np. występowaniem wysokiego ryzyka operacyjnego),
- niewielkie rozmiary banku (według powszechnego dogmatu: *too big to fail*, duża skala działalności banku zmniejsza szanse bankructwa, ze względu na fakt, że jego znaczenie dla systemu bankowego i całej gospodarki jest zbyt duże, aby instytucje nadzorcze lub władze regulacyjne mogły pozwolić na jego bankructwo)¹⁸,
- podatność na „ryzyko nadużycia” (*moral hazard*), polegające na prowadzeniu zbyt ryzykownej działalności, w nadziei na to, że w przypadku wystąpienia sytuacji kryzysowej pomocy udzielią władze nadzorcze lub akcjonariusze,
- nierzetelność kierownictwa (działania o charakterze kryminalnym; próby ukrywania przed władzami, klientami i akcjonariuszami złej sytuacji banku).

4.2. Wybór wskaźników do systemu oceny ryzyka kredytowego

Proponowany model oceny ryzyka kredytowego banków nie uwzględnia czynników zewnętrznych, ponieważ są one z reguły takie same (lub podobne) dla wszystkich banków, natomiast przedstawiany system ratingowy służyć ma szacowaniu kondycji finansowej poszczególnych banków, dzięki czemu możliwe ma być porównywanie ich pod względem skali ryzyka.

Ocena banków następuje przy tym tylko na podstawie analizy czynników ilościowych, pochodzących ze sprawozdań finansowych, ze względu na ich największą obiektywność, dostępność oraz wystandardyzowaną formę. Podstawowe założenie polega na tym, że sprawozdanie finansowe banku w sposób rzetelny odzwierciedla jego sytuację finansową¹⁹, a ponadto w znacznej mierze uwidocznione są w nim w sposób pośredni również czynniki jakościowe (niemierzalne).

Do czynników jakościowych zaliczyć można np. jakość kadry zarządzania, strategię działania, mechanizmy zarządzania ryzykiem, strukturę własności, pozycję na rynku, główne obszary funkcjonowania²⁰. Osiągane wyniki finansowe oraz pozycje sprawozdań finansowych, charakteryzujące ryzyko banku, stanowią w dużej mierze syntetyczne odzwierciedlenie jakości zarządzania i słuszności re-

¹⁸ M. Zaleska, *Identyfikacja...*, *op. cit.*, s. 88.

¹⁹ Zasadę ostrożnej wyceny oraz wiernego przedstawiania sytuacji majątkowej i finansowej banku w księgach rachunkowych zawierają m.in. przepisy wprowadzone Uchwałą Nr 1/98 Komisji Nadzoru Bankowego z dnia 3 czerwca 1998 r. w sprawie szczególnych zasad rachunkowości banków i sporządzania informacji dodatkowej oraz Uchwałą Nr 2/98 Komisji Nadzoru Bankowego z dnia 3 czerwca 1998 r. w sprawie szczególnych zasad sporządzania przez banki skonsolidowanych sprawozdań finansowych (Dz. Urz. NBP Nr 14 z dnia 19.06.2004 r., poz. 27 i 28).

²⁰ M. Iwanicz-Drozdowska, *Metody oceny działalności banku*, Poltext, Warszawa 1999, s. 91–95.

alizowanej strategii. Natomiast część czynników jakościowych (np. pozycja na rynku, obszary funkcjonowania) mówi niewiele o ryzyku upadłości banku. Ponadto ocena niektórych czynników jakościowych (np. struktura akcjonariatu) jest bardzo subiektywna i trudna do skwantyfikowania. Dostęp do innych danych (np. mechanizmy zarządzania ryzykiem) jest często bardzo utrudniony. Wszystko to sprawia, że zastosowanie w modelu jedynie czynników ilościowych, opartych na wystandaryzowanych danych w postaci sprawozdań finansowych wydaje się w pełni uzasadnione i jednocześnie wystarczające do poprawnego szacowania ryzyka upadłości banków, co jest podstawowym celem systemu.

Wybrane parametry powinny identyfikować w możliwie pełny sposób sytuację banku i opisywać najistotniejsze obszary działalności pod kątem ryzyka bankructwa. Powinny one przy tym wykorzystywać dane ze wszystkich trzech podstawowych elementów sprawozdania finansowego:

- rachunku zysków i strat (wskaźniki efektywności),
- aktywów bilansu (wskaźniki jakości aktywów),
- pasywów bilansu (wskaźniki wypłacalności).

Jednocześnie rating wewnętrzny nie może być wyznaczany na podstawie oceny zbyt dużej liczby cech (wskaźników), bo utrudnia to jego ocenę i komplikuje cały proces. Wartość informacyjna wnoszona do systemu oceny ryzyka kredytowego jest coraz mniejsza wraz z dodawaniem kolejnych wskaźników. Zalecane jest tworzenie systemów ratingowych opartych na 5–7 wskaźnikach²¹.

W proponowanym modelu zastosowano sześć wskaźników, zdaniem autora najlepiej opisujących ryzyko kredytowe banku²²:

- współczynnik wypłacalności,
- finansowanie aktywów kapitałem własnym,
- udział kredytów w sumie aktywów,
- rentowność netto aktywów (ROA),
- marża na działalności bankowej,
- marża netto.

4.3. Ustalenie skal i wag parametrów oraz podział na klasy ratingowe

W modelu zastosowano 7 klas ratingowych. Klasy zostały oznaczone kolejnymi literami alfabetu od A do G, według malejącej jakości kredytowej (ratingi od A do E to grupa inwestycyjna, natomiast F i G to grupa spekulacyjna). Rating na poziomie F oznacza zwiększone ryzyko wystąpienia upadłości banku, co prze-

²¹ Nowoczesny i efektywny rating kredytowy w polskiej bankowości – materiały ze szkolenia, eForum, Warszawa 15–16.03.2004 r.

²² Na temat możliwych do zastosowania wskaźników oceny banku zob. szerzej: Financial Institutions Criteria, Standard&Poor's, New York, styczeń 1999 r., s. 32–33.

kląda się na rekomendację wykluczenia go z grona banków, z którymi można nawiązać bezpieczną współpracę. Rating na poziomie G oznacza natomiast dodatkowo bardzo wysokie prawdopodobieństwo bankructwa banku.

Wagi zastosowanych w modelu parametrów ustalone zostały metodą ekspercką, na podstawie szacowanej przez autora istotności poszczególnych wskaźników. Skale oraz ich podział na klasy ratingowe, także wyznaczono metodą ekspercką, w oparciu o własne testy przeprowadzone na bazie danych obejmującej sprawozdania finansowe z lat 2000–2003 ponad 50 największych polskich banków. Ponadto w ustalaniu skal wskaźników uwzględnione zostały zagregowane wielkości w poszczególnych latach dotyczące całego sektora bankowego w Polsce²³ oraz w dziesięciu krajach, które w 2004 roku przystąpiły do Unii Europejskiej²⁴.

Proponowany podział skal wskaźników zastosowanych w modelu na klasy ratingowe oraz ich wagi przedstawia tabela 2²⁵.

Tabela 2. Zestawienie parametrów zastosowanych w modelu i podział ich skal na klasy ratingowe

Waga	Wskaźnik	A = 7	B = 6	C = 5	D = 4	E = 3	F = 2	G = 1
0,30	Współczynnik wypłacalności	> 26%	26–20%	20–16%	16–13%	13–10,5%	10,5–9%	< 9%
0,20	Finansowanie aktywów kapitałem własnym	> 22%	22–16%	16–12%	12–9%	9–7%	7–5%	< 5%
0,18	Udział kredytów w aktywach	< 20%	20–30%	30–40%	40–55%	55–70%	70–90%	> 90%
0,14	Rentowność netto aktywów (ROA)	> 3%	3–2%	2–1%	1–0,5%	0,5–0%	0–(-1%)	< (-1%)
0,10	Marża na działalności bankowej	> 90%	90–80%	80–70%	70–60%	60–50%	50–40%	< 40%
0,08	Marża netto	> 25%	25–15%	15–10%	10–5%	5–0%	0–(-10%)	< (-10%)

Źródło: opracowanie własne.

Współczynnik wypłacalności

Parametrem, któremu w modelu przyznano najwyższą wagę (0,30), jest współczynnik wypłacalności. Wskaźnik ten jest podstawową miarą bezpieczeństwa banku. Jest on publikowany przez banki obowiązkowo i wyliczany wg procedury określonej przez Komisję Nadzoru Bankowego²⁶. Współczynnik wypłacalności oblicza się w procentach jako pomnożony przez 100 ułamek, którego licznikiem

²³ Sytuacja finansowa banków w 2003 roku – synteza, NBP, Generalny Inspektorat Nadzoru Bankowego, Warszawa, maj 2004 roku.

²⁴ M. Zaleska, E. Śluzak, Analiza sektorów bankowych w nowych krajach członkowskich Unii Europejskiej – wybrane zagadnienia, „Bank i Kredyt”, Nr 9/2004, Warszawa 2004, s. 4–13.

²⁵ W prezentowanym modelu (tabela 2) dolna wartość z danego przedziału zalicza się jeszcze do danej klasy ratingowej.

²⁶ Uchwała Nr 5/2001 Komisji Nadzoru Bankowego z dnia 12.12.2001 r.

jest wartość funduszy własnych banku powiększona o kapitał krótkoterminowy i pomniejszona o kwotę przekroczenia progu koncentracji kapitałowej, a mianownikiem jest pomnożony przez 12,5 całkowity wymóg kapitałowy. Posiadanie danych potrzebnych do wyliczenia współczynnika wypłacalności nie jest jednak konieczne, ponieważ banki same wyliczają ten wskaźnik. W modelu przyjęto, że współczynnik wypłacalności banku wyliczony na dzień sporządzania bilansu jest znany.

Wysokość współczynnika wypłacalności zależy przede wszystkim od wielkości funduszy własnych w stosunku do skali prowadzonej działalności oraz od jakości aktywów, jakie bank posiada. Wysoki współczynnik wypłacalności oznacza, że w razie wystąpienia sytuacji kryzysowej (np. wycofania dużej części lokat z banku lub poniesienia dużych strat na nie spłaconych kredytach) bank powinien być w stanie regulować na bieżąco swoje zobowiązania. Ukształtowanie się wskaźnika na poziomie poniżej 8,0% powoduje interwencję nadzoru bankowego, gdyż świadczy to o zagrożeniu wypłacalności banku. Za w miarę bezpieczny poziom wskaźnika uznaje się wartości w granicach 9–10%, choć im wyższa wartość wskaźnika tym (z punktu widzenia oceny ryzyka kredytowego) lepiej. Za graniczną wartość w opisywanym modelu uznano poziom 10,5%.

Finansowanie kapitałem własnym

Drugim według wartości wagi (0,20) wskaźnikiem jest finansowanie kapitałem własnym. Parametr ten określa stopień dźwigni finansowej, jaką charakteryzuje się działalność danego banku. Obliczany jest według formuły:

$$\text{kapitał własny} / \text{aktywa} * 100\%.$$

Warto zaznaczyć, że do obliczania wskaźnika brany jest pod uwagę kapitał własny, a nie fundusze własne banku (pojęcia te, choć zbliżone, nie są tożsame). Na kapitał własny składają się następujące pozycje pasywów banku: kapitał podstawowy, należne wpłaty na kapitał podstawowy (wartość ujemna), akcje własne (wielkość ujemna), kapitał zapasowy, kapitał z aktualizacji wyceny, pozostałe kapitały rezerwowe, zysk (strata) z lat ubiegłych oraz wynik finansowy netto.

Im niższy jest wskaźnik finansowania kapitałem własnym, tym wyższym ryzykiem kredytowym charakteryzuje się dany bank, ponieważ większy jest udział finansowania aktywów kapitałem obcym. W razie wystąpienia problemów zbyt duża wartość zobowiązań do spłaty może być przyczyną utraty płynności i ogłoszenia niewypłacalności. Ponadto kapitał własny banku stanowi swoistą rezerwę na pokrycie ewentualnych strat, jakie bank może wygenerować w przyszłości. W modelu za minimalną wartość wskaźnika przyjęto poziom 7%.

Udział kredytów w aktywach

Kolejnym parametrem (waga 0,18) określającym bezpieczeństwo prowadzonej przez bank działalności jest wskaźnik udział kredytów dla podmiotów niefinansowych w łącznych aktywach banku, obliczany według formuły:

$$\text{należności od sektora niefinansowego} / \text{suma aktywów} * 100\%.$$

Podstawowymi składnikami aktywów banków są: środki w banku centralnym (aktywa o wysokim bezpieczeństwie), należności od sektora finansowego (aktywa relatywnie bezpieczne), należności od sektora niefinansowego (tj. udzielone klientom banku kredyty – składnik aktywów charakteryzujący się najwyższym ryzykiem), należności od sektora budżetowego (aktywa stosunkowo bezpieczne), posiadane papiery wartościowe (najczęściej obligacje skarbowe i inne aktywa relatywnie bezpieczne i płynne) oraz aktywa trwałe (głównie nieruchomości – aktywa bezpieczne).

Należności od sektora niefinansowego są zwykle najbardziej ryzykownym składnikiem aktywów banku (ze względu na najwyższe ryzyko kredytowe oraz niską płynność). Im wyższa jest więc wartość udzielonych kredytów w stosunku do sumy aktywów, tym wyższe jest ryzyko, że w przypadku wystąpienia na większą skalę niewypłacalności dłużników banku lub potrzeby szybkiego upłynnienia aktywów, bank może mieć problemy z regulowaniem własnych zobowiązań, ponieważ posiada relatywnie mniej płynnych i bezpiecznych aktywów²⁷.

Udział kredytów w aktywach to jedyny parametr w modelu o charakterze destymulanty. Wyższe wartości oznaczają wyższe ryzyko i co za tym idzie – niższy rating. W modelu maksymalnym poziomem zaangażowania banku w działalność kredytową jest wartość 70%, choć w przy analizie banków hipotecznych można przyjąć, że mógłby on kształtować się na wyższym poziomie, ze względu na lepsze zabezpieczenia wymagane przy udzielaniu kredytów hipotecznych.

Proponowany model nie uwzględnia parametrów opisujących jakość udzielonych kredytów (np. udział kredytów zagrożonych), ponieważ założone zostało korzystanie tylko z danych zawartych w sprawozdaniu finansowym banku. Kredyty o niskiej jakości są jednak w pewien sposób uwzględnione w sprawozdaniu finansowym, ponieważ na należności zagrożone banki tworzą rezerwy, które obniżają wynik finansowy. Pośrednio kwestia ta odzwierciedlona jest więc we wskaźnikach rentowności.

²⁷ J. Świdorski, *Finanse banku komercyjnego*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 1999, s. 91.

Rentowność netto aktywów

Wskaźnik rentowności netto aktywów (ROA – *Return On Assets*) odnosi się zarówno do bilansu, jak i rachunku wyników banku. Parametr ten ma w modelu wagę 0,14 i liczony jest według formuły:

zysk netto za ostatnie cztery kwartały / średnia wartość aktywów * 100%.

Średnią wartość aktywów oblicza się jako średnią arytmetyczną wartości aktywów z początku i końca roku obrotowego. Jeśli dane z początku roku nie są dostępne – należy przyjąć wartość aktywów z końca roku.

Wskaźnik ten określa rentowność całego majątku banku (bez uwzględniania źródeł jego finansowania). Im wyższa jest wartość wskaźnika, tym wyższą efektywnością charakteryzuje się prowadzona przez bank działalność. Minimalna wartość przyjęta w modelu wynosi 0%, co oznacza, że bank osiągający stratę netto ma w tej kategorii rating na poziomie F lub G.

Warto zauważyć, że zastosowanie zamiast ROA wskaźnika rentowności kapitału (ROE) mijaloby się z celem. Jakkolwiek w tym przypadku również wyższe wartości wskaźnika są korzystne, jednak ocena tego wskaźnika z punktu widzenia ryzyka kredytowego nie jest już tak jednoznaczna. Możliwe jest bowiem osiągnięcie wysokiego wskaźnika ROE (przy porównywalnej wielkości wypracowanych zysków) poprzez utrzymywanie bardzo niskiego poziomu kapitału własnego, co z kolei jest czynnikiem zwiększającym ryzyko kredytowe banku.

Marża na działalności bankowej

Ostatnimi dwoma wskaźnikami są parametry odnoszące się tylko do rachunku wyników. Pierwszy z nich (o wadze 0,10) to marża na działalności bankowej, liczona według formuły:

wynik działalności bankowej / przychody *100%.

Przychody banków, ze względu na specyficzną formę publikacji ich rachunku wyników można liczyć w różny sposób. W proponowanym modelu przychody to suma przychodów z tytułu odsetek i przychodów z tytułu prowizji. Nie są więc uwzględniane przychody z udziałów i akcji oraz wynik operacji finansowych i wynik z pozycji wymiany. Nie uwzględniane pozycje stanowią jednak zwykle bardzo małą część przychodów banków. Ponadto banki w sprawozdaniach finansowych publikują jedynie wynik (a nie przychody) z operacji finansowych oraz z pozycji wymiany. Pozycje te mogą przyjmować wartości ujemne, tak więc wliczanie ich do łącznej sumy przychodów obniżałoby w takim przypadku łączne

przychody, co z kolei wpływałoby na zwiększenie wartości wskaźnika marży na działalności bankowej oraz wskaźnika marży netto. Mogłoby to więc fałszować prawdziwy obraz sytuacji banku.

Wskaźnik marży na działalności bankowej pozwala określić jaką rentowność wypracowuje bank na podstawowej działalności (przed uwzględnieniem kosztów działania banku, amortyzacji oraz salda tworzonych i rozwiązywanych rezerw). Minimalny poziom wskaźnika przyjęty w modelu wynosi 50%.

Marża netto

Wskaźnik rentowności netto (waga 0,08) liczony jest jako iloraz wyniku netto i przychodów pomnożony przez 100%. Przychody liczone są tu w taki sam sposób, jak w przypadku wskaźnika marży na działalności bankowej.

Wynik netto uwzględnia nie tylko rentowność podstawowej działalności banku, lecz również pośrednio jakość portfela kredytowego banku, ponieważ jego pogorszenie wpływa na zwiększenie stanu rezerw, a zatem obniża wynik na poziomie netto. Należy jednak pamiętać, że banki mają pewną swobodę w kształtowaniu swojej polityki rezerw, tak więc narastające problemy z jakością portfela kredytowego nie zawsze są odzwierciedlane w bieżących sprawozdaniach finansowych.

Wypracowywanie dodatniego wyniku netto jest konieczne do rozwoju banku w dłuższej perspektywie oraz do utrzymania kapitałów własnych na nie zmniejszonym poziomie. Minimalnym poziomem wskaźnika przyjętym w modelu jest 0%.

4.4. Rating końcowy

Do wyliczenia wszystkich wskaźników zastosowanych w modelu konieczne jest posiadanie następujących danych ze sprawozdania finansowego (rachunku zysków i strat oraz bilansu) banku:

- współczynnik wypłacalności,
- przychody z tytułu odsetek,
- przychody z tytułu prowizji,
- wynik działalności bankowej,
- wynik netto,
- aktywa razem,
- należności od sektora niefinansowego,
- kapitał własny.

O ile jest to możliwe, należy korzystać z danych ze skonsolidowanych sprawozdań finansowych. Choć zwykle różnią się one jedynie nieznacznie od sprawozdań jednostkowych, to odzwierciedlają sytuację finansową całej grupy kapitałowej banku, co w pewnych przypadkach może okazać się istotne.

Po wyliczeniu wartości poszczególnych wskaźników należy ustalić do którego przedziału (klasy ratingowej) należy dany parametr. Ostateczny poziom ratingu – to ważona średnia z wartości ratingów dla poszczególnych wskaźników. Aby ją wyliczyć, każdej klasie ratingowej przypisana została liczbowa wartość, zgodnie z malejącą jakością kredytową, jaką opisują poszczególne klasy: od 7 punktów dla klasy A, do 1 punktu dla klasy G. Na przykład, wartość współczynnika wypłacalności na poziomie 14,2% to kategoria D, a więc 4 punkty; rentowność aktywów na poziomie 0,3% to kategoria E i 3 punkty. Wazona średnia z sześciu wartości poszczególnych wskaźników daje rating końcowy, ustalany według skali zaprezentowanej w tabeli 3.

Tabela 3. Skala dla ważonej średniej stosowana do ustalenia ratingu końcowego

Wartość średniej	7–6,51	6,5–5,91	5,9–4,91	4,9–3,91	3,9–2,91	2,9–1,91	1,9–1
Rating	A	B	C	D	E	F	G

Źródło: opracowanie własne.

Uzyskany rating końcowy jest miarą ryzyka kredytowego banku. Warto jednak zwrócić uwagę, że rating ten wyliczany jest na podstawie sprawozdania finansowego obejmującego tylko jeden rok, a jego składowe oparte na pozycjach z bilansu dotyczą wręcz tylko jednego konkretnego dnia. Model nie uwzględnia więc dynamiki zjawisk zachodzących w banku. Można jednak za jego pomocą ocenić kierunek zmian kondycji finansowej banku. Należy w tym celu przeprowadzić wyliczenia ratingu dla kilku ostatnich lat. Minimalnym okresem pozwalającym na ocenę tendencji dotyczących ryzyka kredytowego danego banku są trzy ostatnie lata obrotowe, jednak najlepiej, gdyby można było ocenić za pomocą ratingu historię obejmującą co najmniej pięć lat.

Negatywne tendencje dotyczące kształtowania się ogólnego poziomu ratingu (warto zwracać tu również uwagę na poziom średniej liczbowej, bowiem odzwierciedla ona precyzyjniej zachodzące zmiany), jak też poszczególnych wskaźników zastosowanych w modelu, powinny skłaniać do ostrożności – w szczególności, gdy aktualnie ustalony został rating na najniższym poziomie inwestycyjnym (E).

Także ewentualne znaczne przekroczenie dopuszczalnych poziomów przez poszczególne wskaźniki (wpływające na istotne zwiększenie ryzyka) powinno, mimo ogólnego ratingu na poziomie inwestycyjnym, sugerować rozważenie możliwości wykluczenia danego banku z grona instytucji finansowych, z którymi można nawiązać bezpieczną współpracę.

Można zatem rozważyć wprowadzenie możliwości korekty ratingu przez osobę analizującą dany bank w przypadku, gdyby model nie wychwytał istotnych

czynników ryzyka lub też zjawisk pozytywnych. Ekstremalnie ryzykowny poziom któregoś ze wskaźników mógłby uzasadnić obniżkę wyznaczonego przez system ratingu. Podwyższyć rating można byłoby natomiast na przykład w przypadku banków hipotecznych, ze względu na wyższy bezpieczny poziom zaangażowania w akcję kredytową niż to jest uwzględnione w systemie (oczywiście warunkiem byłby tu bezpieczny poziom pozostałych wskaźników).

Również posiadanie przez bank strategicznego inwestora o wysokiej wiarygodności kredytowej (potwierdzonej odpowiednio wysokimi ratingami) mogłoby przemawiać za korektą ratingu w górę. Byłby to pewien kompromis pomiędzy podejściem polegającym na pokładaniu pełnego zaufania w posiadanym przez bank inwestorze a analizą sytuacji samego banku.

Swoboda zmiany ratingu wyznaczonego przez system nie powinna jednak być zbyt szeroka i najlepiej, gdyby obejmowała możliwość zmiany tylko o jedną klasę.

Istotną kwestią jest późniejszy monitoring sytuacji poszczególnych banków, dla których rating został już wyznaczony. Największe bezpieczeństwo zapewniałaby kwartalna weryfikacja ratingów na podstawie sprawozdań finansowych, obejmujących cztery ostatnie kwartały. Swobodny dostęp do sprawozdań kwartalnych istnieje jednak właściwie tylko w przypadku banków dopuszczonych do publicznego obrotu. W przypadku pozostałych banków można bowiem polegać właściwie tylko na okresowych (kwartalnych lub półrocznych) zestawieniach najważniejszych pozycji z rachunków wyników oraz bilansów banków, sporządzanych przez gazety i czasopisma fachowe. Duża część potencjalnych użytkowników prezentowanego modelu nie ma jednak do nich dostępu, a ponadto ich przydatność bywa ograniczona ze względu na fakt, że często nie zawierają one wszystkich potrzebnych danych.

Wydaje się jednak, że nawet coroczna weryfikacja ratingów powinna być wystarczająca, ponieważ prezentowany system został tak skonstruowany, żeby miał charakter systemu wczesnego ostrzegania i zapewniał pewien margines bezpieczeństwa, uwzględniający możliwość aktualizacji ratingu jedynie na podstawie rocznych sprawozdań finansowych.

4.5. Wyliczenie ratingów dla 30 największych banków

W tabeli 4 zaprezentowane zostały ratingi za lata 2000–2003 dla 30 największych banków w Polsce²⁸.

²⁸ Klasyfikacja banków według sumy bilansowej na koniec 2003 roku. Zob.: dodatek Świat pieniądza – wyniki instytucji finansowych 2003, „Rzeczpospolita”, 03.06.2004 r.

Tabela 4. Ratingi 30 największych banków w Polsce

Lp.	Nazwa banku	2000	2001	2002	2003
1.	PKO BP	F	E	D	D
2.	Pekao SA	E	D	D	D
3.	Bank BPH	D	D	E	D
4.	Bank Handlowy	D	C	C	C
5.	ING BSK	E	E	E	E
6.	BRE Bank	D	E	F	F
7.	Kredyt Bank	F	E	F	F
8.	BZ WBK	E	E	E	E
9.	Bank Millenium	E	E	D	E
10.	BGZ	F	F	F	E
11.	Raiffeisen Bank	F	E	E	D
12.	BGK	C	C	B	C
13.	BOŚ	D	E	E	E
14.	Bank Polskiej Spółdzielczości	b.d.	b.d.	E	E
15.	Fortis Bank	E	d	D	E
16.	GE Capital Bank	F	F	E	E
17.	Nordea	D	D	D	E
18.	Lukas Bank	F	E	E	D
19.	Rabobank Polska	D	D	E	F
20.	Deutsche Bank Polska	D	C	C	C
21.	ABN Amro	D	C	C	D
22.	GE Bank Mieszkaniowy	b.d.	F	E	F
23.	Gentini Bank (d. Górnośląski Bank Gospodarczy	E	E	E	D
24.	Seciete Generale	b.d.	D	C	D
25.	Gospodarczy Bank Wielkopolski	D	D	E	E
26.	Invest Bank	E	F	E	D
27.	BNP-Paribas	C	C	C	C
28.	WestLB Bank Polska	E	C	D	C
29.	Bank Pocztowy	D	E	E	E
30.	Deutsche Bank PBC	D	C	C	D

Źródło: raporty roczne banków, „Rzeczpospolita”, „Miesięcznik Finansowy BANK”²⁹, obliczenia własne.

Z przedstawionego zestawienia wynika, że generalnie kondycja finansowa największych polskich banków jest dobra, jednak kilka banków przeżywało w ostatnim czasie poważne trudności. Ratingi F (czyli poniżej poziomu inwestycyjnego) na koniec 2003 roku otrzymały: BRE Bank, KredytBank, Rabobank Polska i GE Bank Mieszkaniowy.

Pierwsze dwa z nich zostały już znacząco dokapitalizowane przez swoich strategicznych akcjonariuszy i na koniec III. kwartału 2004 roku mają rating na poziomie E. GE Bank Mieszkaniowy został pod koniec 2004 roku połączony

²⁹ „Rzeczpospolita” – dodatek Wyniki instytucji finansowych 2003 (z dnia 03.06.2004 r.) oraz dodatek Wyniki instytucji finansowych 2002 (z dnia 02.06.2003 r.); „Miesięcznik Finansowy BANK” – edycja specjalna – 50 największych banków w Polsce, marzec 2002 r.

z drugim polskim bankiem z grupy General Electric – GE Capital Bank, w wyniku czego powstał GE Money Bank. Kondycję finansową nowego banku będzie można ocenić, kiedy dostępne będzie jego sprawozdanie finansowe za 2004 rok. Natomiast w przypadku Rabobank Polska dynamicznemu wzrostowi sumy bilansowej nie towarzyszył w ostatnich latach odpowiedni wzrost kapitałów własnych, co przy generalnie niskiej rentowności zaowocowało na koniec 2003 roku ratingiem na granicy E i F. Wydaje się, że – aby móc się dalej rozwijać – bank ten również będzie musiał zostać w najbliższym czasie dokapitalizowany.

Warto zwrócić uwagę na fakt, że nawet największy polski bank, jakim jest PKO BP, w 2000 roku oceniony został przez model jako zbyt ryzykowny. Do podobnego wniosku doszedł najprawdopodobniej również właściciel banku (Skarb Państwa), ponieważ w 2001 roku został znacznie podniesiony kapitał akcyjny banku.

5. Podsumowanie

Kwestia oceny ryzyka wystąpienia niewypłacalności banków powinna mieć pierwszorzędne znaczenie dla ich klientów, powierzających im często bardzo wysokie kwoty. Bankructwo banku oznacza bowiem dla wielu deponentów utratę znacznej części lub nawet całości ulokowanych środków. Tymczasem zagadnienia związane z oceną bezpieczeństwa banków są często lekceważone, a klienci przy wyborze banku, w którym ulokują pieniądze, kierują się często jedynie atrakcyjnością oferty produktowej.

Rosnąca rola tych instytucji finansowych w gospodarce będzie oznaczała wzrost skali kwot, jakie będą podlegały ekspozycji na ryzyko kredytowe poszczególnych banków. Dlatego kwestia oceny ryzyka utraty kapitału w wyniku bankructwa poszczególnych banków będzie miała coraz większe znaczenie.

Istnieje więc potrzeba upowszechnienia narzędzi służących ocenie ryzyka niewypłacalności banków. Ze względu na potencjalnie bardzo szerokie grono zainteresowanych podmiotów – posiadających przy tym często niewielką wiedzę na temat finansów i ryzyka kredytowego – narzędzia te powinny być możliwie uniwersalne i proste. Ocena kondycji finansowej banku powinna być również możliwie szybka i efektywna, a jej wynik łatwy do interpretacji.

Warunki te spełnia zaprezentowany system ratingowy, który umożliwia przeprowadzenie oceny kondycji finansowej banku nawet tylko po wizycie na jego stronie internetowej i pobraniu raportu rocznego, zawierającego sprawozdanie finansowe. Zamiana liczbowego wyniku analizy na oznaczenie literowe dodatkowo ułatwia interpretację uzyskanego wyniku.

System ten został z powodzeniem zweryfikowany na rzeczywistych danych i może stanowić zarówno gotowy model służący do wyznaczania ratingów, jak również służyć za podstawę przy tworzeniu własnych systemów oceny ryzyka kredytowego banków.

6. Bibliografia

1. 50 największych banków w Polsce, „Miesięcznik Finansowy BANK”, edycja specjalna – marzec 2002 r.
2. Bajda M., Wykorzystanie systemu ratingowego przy inwestycjach w papiery dłużne emitowane przez przedsiębiorstwa, *Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów, Zeszyt Naukowy 51*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, 2004.
3. Bank Ratings Guide, Standard&Poor's, New York, październik 2004.
4. Financial Institutions Criteria, Standard&Poor's, New York, styczeń 1999.
5. Iwanicz-Drozdowska M., Metody oceny działalności banku, Poltext, Warszawa 1999.
6. Komisja Nadzoru Bankowego 1998–2003, KNB, Warszawa 2004.
7. Nowoczesny i efektywny rating kredytowy w polskiej bankowości – materiały ze szkolenia, eForum, Warszawa 15–16.03.2004.
8. Raport o stabilności systemu finansowego 2003, Narodowy Bank Polski, Warszawa, maj 2004.
9. Raport Roczny 2003, Bankowy Fundusz Gwarancyjny, Warszawa 2004.
10. S&P: banki ryzykują bankructwo, *Parkiet*, 26.10.2004.
11. Sytuacja finansowa banków w 2003 roku. Synteza, Generalny Inspektorat Nadzoru Bankowego, Warszawa, maj 2004.
12. Świdorski J., *Finanse banku komercyjnego*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 1999.
13. Uchwała Nr 1/98 Komisji Nadzoru Bankowego z dnia 3 czerwca 1998 r. w sprawie szczególnych zasad rachunkowości banków i sporządzania informacji dodatkowej (Dz.Urz. NBP Nr 14 z dnia 19.06.2004 r., poz. 27).
14. Uchwała Nr 2/98 Komisji Nadzoru Bankowego z dnia 3 czerwca 1998 r. w sprawie szczególnych zasad sporządzania przez banki skonsolidowanych sprawozdań finansowych (Dz.Urz. NBP Nr 14 z dnia 19.06.2004 r., poz. 28).
15. Uchwała Nr 5/2001 Komisji Nadzoru Bankowego z dnia 12.12.2001 r.
16. Ustawa Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi z dnia 21 sierpnia 1997 roku ze zm. (tekst jednolity: Dz.U. z 2002 r., Nr 49, poz. 447).
17. Ustawa z dnia 14 grudnia 1994 roku o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym ze zm. (tekst ujednolicony: Dz.U. z 2000 r. Nr 9, poz. 131).
18. Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo Bankowe (Dz.U. z 2002 r. Nr 72, poz. 665).

19. Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim (Dz.U. Nr 140, poz. 938).
20. Wyniki instytucji finansowych 2002, „Rzeczpospolita”, 02.06.2003 r.
21. Wyniki instytucji finansowych 2003, „Rzeczpospolita”, 03.06.2004 r.
22. Zaleska M., Identyfikacja ryzyka upadłości przedsiębiorstwa i banku. Systemy wczesnego ostrzegania, Difin, Warszawa 2002.
23. Zaleska M., Ślęzak E., Analiza sektorów bankowych w nowych krajach członkowskich Unii Europejskiej – wybrane zagadnienia, „Bank i Kredyt”, Nr 9/2004, Warszawa 2004.

Bancassurance – sukces czy porażka?

1. Wprowadzenie

W latach 60. na rynku finansowym Europy Zachodniej pojawiło się nowe zjawisko nazywane bancassurance¹, czyli współpraca banków z towarzystwami ubezpieczeniowymi w celu oferowania klientom produktów bankowych i ubezpieczeniowych. Współpraca ta była elementem strategii rozumianej, jako oferowanie różnorodnych produktów finansowych zintegrowanych w pakiety usług finansowych², na Zachodzie określanych mianem *financial service*, natomiast w Polsce „bankowość ubezpieczeniowa” czy też „ubezpieczenia bankowe”.

Miraż bankowych instytucji finansowych z partnerami ubezpieczeniowymi stał się przedmiotem wielokrotnych rozważań i nadal nim pozostanie przez wzgląd na fakt, iż stale nie mamy pewności, czy aby jest to korzystne zjawisko dla rynku finansowego. Rozważania niniejszej pracy a także przytoczone przykłady z rynku, mają na celu przybliżenie nam skali tego zjawiska oraz rezultatów jego funkcjonowania, zarówno w Polsce, jak i Europie oraz świecie, co pozwolić może na utwierdzeniu się w przekonaniu, iż przedmiotowe zjawisko przynosi lub przyniesie w przyszłości zamierzone efekty.

Zarówno sektor bankowy, jak i ubezpieczeniowy to podstawa systemu finansowego państwa. Oba systemy zajmują się obrotem środków pieniężnych, jednakże w rzeczywistości wiele ich różni.

Firmy ubezpieczeniowe oferujące ubezpieczenia swoim klientom, oferują coś co nie stanowi konsumpcji bieżącej, a jest przesunięte w czasie. Klienci długookresowo gromadzą kapitał, płacą składki, zaś z produktów korzystają dopiero z reguły po pewnym czasie, niekiedy pod koniec życia. Obecnie stopniowo to ulega zmianie przez wzgląd na zainteresowania klienta i rozwój rynku, ale mimo wszystko nie jest to konsumpcja bieżąca. Banki oferują konsumpcję bieżącą, pro-

¹ M. Kołowacik, To dopiero początek drogi, „Gazeta Bankowa”, Nr 22 (814)/2004, s. 23. Bancassurance, słowo to szczególnie aktywnie stosowane w latach 80-tych o rodowodzie francuskim, oznacza tworzenie i dystrybucję produktów o charakterze ubezpieczeniowym przez oddziały banków, w szerszym znaczeniu określa mariaż bankowych instytucji finansowych z partnerami ubezpieczeniowymi.

² R. Pajewska, Bancassurance w Unii Europejskiej, w: Ubezpieczenia w Unii Europejskiej, praca zbiorowa pod red. J. Monkiewicza, Poltext, Warszawa 2003, s. 314.

dukty, które konsumuje się natychmiast, a spłaca w późniejszym czasie, np. kredyty. Wynikiem specyfiki świadczonych usług społeczny odbiór banku jest bardziej intensywny aniżeli firmy ubezpieczeniowej, czego następstwem jest odmiennie podejście klienta do sprzedaży usług finansowych obu instytucji.

Realizację sprzedaży swoich produktów banki organizują poprzez sieć oddziałów, do których klienci przychodzą osobiście. Natomiast firmy ubezpieczeniowe swoje produkty rozprowadzają za sprawą agentów, dla których oddziały stanowią jedynie miejsca zbiorcze, miejsca spotkań, składania wniosków. Sprzedaż produktów przez banki jest raczej pasywna, chociaż ostatnio stopniowo ulega to zmianie, niektóre z banków wręcz agresywnie naciskają poprzez swoich pracowników na klienta „zmuszając” go do nabycia swoich produktów. Znakomitym przykładem takiej sytuacji jest np. w Polsce Kredyt Bank. Natomiast firmy ubezpieczeniowe prowadzą głównie aktywną sprzedaż swoich produktów. Poprzez sieć swoich agentów wychodzą do klientów zachęcając, niekiedy „delikatnie zmuszając” do nabycia swoich produktów. Kontakt banków z klientami jest raczej bezosobowy, zaś firm ubezpieczeniowych ma charakter bardziej spersonalizowany. Również odmiennie kształtują się tu koszty utrzymywania sieci sprzedaży. Banki płacą swoim pracownikom stałe pensje za stałe godziny pracy. Firmy ubezpieczeniowe współpracują z agentami, którzy prowadzą własną działalność gospodarczą, świadcząc usługi na ich korzyść za określoną stawkę prowizyjną.

Tak więc, klienci banków stanowią nową jeszcze nie odkrytą i w zasadzie niepozyskaną grupę, w stosunku do której można wyjść nie tylko z ofertą nowych produktów bankowych czy ubezpieczeniowych, lecz wspólnych produktów, tzw. bancassurance, co jak mogło się wydawać, nie kolidowałoby z własnymi interesami banków czy firm ubezpieczeniowych. Logicznie rozumując, na podstawie powyższych rozważań, wygodniej by było dla klienta mieć jednego wyposażonego w pełen zestaw produktów doradcę finansowego.

2. Bankowość ubezpieczeniowa w świecie

Dynamiczny rozwój bancassurance przypada na lata 80. i 90. Pierwsze grupy bankowo-ubezpieczeniowe pojawiły się w Anglii i Francji, gdy banki komercyjne oferowały proste produkty z zakresu ubezpieczeń na życie, później ubezpieczeń majątkowych.

Stopniowo dochodziło do powstawania tzw. porozumień bankowo-ubezpieczeniowych, których rozwój był możliwy dzięki liberalizacji przepisów prawnych. Powodem ich powstania była sytuacja, w której popyt na jeden typ usługi finansowej rodził chęć i potrzebę nabycia innych, często komplemetarnych produktów

czy usług. Przykładem tego zjawiska mogą być osoby, które to zaciągając kredyt w banku, jednocześnie potrzebują a niekiedy są obligowane do zabezpieczenia spłaty tego kredytu w postaci polisy na życie. W wyniku zapotrzebowania klientów na kompleksową obsługę w ramach jednej instytucji finansowej narodziła się koncepcja powstania tzw. galerii handlowych, w których można byłoby zaspokoić wszelkie zróżnicowane potrzeby.

Sukcesy instytucji finansowych w dziedzinie bancassurance w Europie i na świecie, jak się okazało były i są nadal zróżnicowane. Dosyć dobrze wyglądała sytuacja we Francji. Czynnikiem decydującym w tej sprawie była chęć przeciwdziałania zmniejszającej się skłonności do oszczędzania i spowolnieniu gospodarki, preferencje podatkowe dla inwestujących w polisy ubezpieczeniowe, problemy systemu ubezpieczeń społecznych oraz zaufanie i przywiązanie do instytucji bankowych. Szczególnie dobrze w dziedzinie sprzedaży ubezpieczeń kształtowała się sytuacja banków. Lata 90. przyniosły małe spowolnienie sprzedaży polis, ale nadal banki miały wiodącą przewagę w tym zakresie na rynku. W 2002 roku ich udział wynosił 61%, a prognozy na przyszłość wskazywały na liczbę 70%³.

Podobnie dobrze wyglądała sytuacja w Hiszpanii. Około 77% polis życiowych było tam dystrybuowanych przez banki, natomiast wzrost na przyszłość szacowano na około 80%⁴. Było to wynikiem zawierania umów pomiędzy największymi ubezpieczycielami a lokalnymi bankami. Firmy takie, jak Allianz, Fortis czy Aviva poprzez banki uzyskiwały dostęp do około 40-milionowego rynku klientów.

O dużym sukcesie w tej kwestii można mówić we Włoszech. Pod koniec 2002 roku poprzez banki sprzedano tu ponad 55% polis życiowych.

Do grona europejskich krajów, gdzie przyjęła się idea bancassurance, w tym zakresie zaliczyć należałoby również Austrię, Belgię, Holandię oraz państwa skandynawskie. Europejskimi sceptykami przedmiotowej koncepcji z pewnością okazały się Wielka Brytania (18% udziału w sprzedaży) oraz Niemcy (19% udziału w sprzedaży). Kraje te w przeciwieństwie do Holandii, Szwecji czy Francji stanowią najbardziej skoncentrowane i największe rynki finansowe Europy. Wynika to z ich organów regulujących rynek, jak i tradycyjnego podejścia do sprzedaży usług finansowych⁵.

Jednakże Brytyjczycy, ale również i Amerykanie (biorąc pod uwagę rynek światowy) skłaniali się ku tradycyjnemu modelowi, gdyż ich obwarowania legi-

³ L. Oręziak, Jednolity rynek ubezpieczeniowy w ramach Unii Europejskiej, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 1997, s. 79.

⁴ M. Kołowacik, To dopiero początek..., *op. cit.*, s. 24.

⁵ Tamże.

slacyjne nie pozwoliłyby na dynamiczny rozwój bancassurance. Zjawisko to nadal tam pozostaje we wczesnym stadium rozwoju. Zarówno w Wiekiej Brytanii, jak i USA banki nigdy nie odgrywały znaczącej roli w tworzeniu bancassurance, tak jak to miało miejsce w Europie Kontynentalnej. Systemy finansowe tych krajów były raczej ukierunkowane na rynek papierów wartościowych.

Szczególnie negatywnie zjawisko bancassurance zapisało się na Zachodzie w związku z kilkoma, jak się okazało przynoszącymi straty fuzjami. Najgłośniejsze stały się dwukrotne zakupy firm ubezpieczeniowych przez brytyjski Lloyds TSB (Abbey Life i Scottish Windows). Pierwsza firma popełniła błąd, dając swoim ubezpieczonym nadmierne i trudne do zrealizowania gwarancje. Druga zaś okazała się kosztowną inwestycją. Kolejnym problematycznym zakupem był dla Credit Suisse Winterthur⁶. Bank w tym przypadku zdecydował się na zakup ubezpieczyciela, aby chronić swą pozycję rynkową, poprzez co zmuszony został do kosztownych zastrzyków finansowych. Kolejnym tego typu przykładem było nabycie przez firmę ubezpieczeniową Allianz AG Dresdner Banku⁷. Przypuszcza się, iż jedynie potęga finansowa tego największego europejskiego ubezpieczyciela uchroniła Dresdner Bank przez konsekwencjami udzielonych wcześniej złych kredytów.

W tyle za Europą pozostawała również Japonia, gdzie do końca lat 90. obowiązywały przepisy uniemożliwiające ścisłą współpracę banków z ubezpieczycielami. Obecnie, kilka lat po liberalizacji, już wszystkie większe grupy kapitałowe – Mizuho, Sumimoto, Mitsubishi i UPJ – są kapitałowo powiązane z towarzystwami ubezpieczeniowymi⁸.

Natomiast na innych znaczących rynkach azjatyckich (np. w Korei) rozwój bancassurance, można powiedzieć, że dopiero się rozpoczął, dzięki deregulacji tamtejszych rynków.

Dosyć dobrze również rozwijała się współpraca bankowo-ubebezpieczeniowa w krajach takich, jak Brazylia, Argentyna czy Meksyk. Była to oczywiście zasługa zagranicznych instytucji finansowych (m.in. hiszpańskich), które wprowadziły w tych krajach swoje modele dystrybucji⁹.

⁶ M. Kołowacik, To dopiero początek..., *op. cit.*, s. 25.

⁷ Zob. szerzej: J. Breś, Fuzja firmy Allianz z Dresdner Bank przyczyną powstania niemieckiego giganta finansowego, w: *Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów, Zeszyt Naukowy Nr 22, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2001*, s. 120–124.

⁸ M. Kossowski, Gorączka łączenia – Bancassurance, „Gazeta Wyborcza”, lipiec 2003.

⁹ Tamże.

Tabela 1. Najważniejsze cechy sojuszy bankowo-ubezpieczeniowych na rynku europejskim

Kraje	Formy prawne porozumienia	Dominujący typ produktu	Dynamika wzrostu	Udział sprzedaży za pośrednictwem banku	Intensywność powiązań na rynku*
Francja	Banki posiadają własne przedsiębiorstwa filialne	W przeważającym stopniu ubezpieczenia na życie z funduszem inwestycyjnym, certyfikaty ubezpieczeniowe	Średnio o 13%, dość wysoka dynamika sprzedaży	50% w zakresie indywidualnych ubezpieczeń na życie; pozostałe osobowe – 10%	Bardzo duża
Belgia	Większość banków posiada własne filie w postaci towarzystw ubezpieczeniowych	Nieznacznie przeważają ubezpieczenia na życie, choć ubezpieczenia majątkowe również mają wysoki udział w sprzedaży	Na początku lat 90. duży wzrost, obecnie znaczne zahamowanie tempa wzrostu	30% w zakresie indywidualnych ubezpieczeń na życie; pozostałe osobowe – 5%	Bardzo duża
Wielka Brytania	Dominują głównie umowy o dystrybucję polis poprzez banki	Ubezpieczenia na życie, emerytalne, kasy oszczędnościowo-budowlane	Ze względu na niską dynamikę sprzedaży ogółem dynamika sprzedaży produktów bankowo-ubezpieczeniowych jest niewielka	24% w zakresie indywidualnych ubezpieczeń na życie; pozostałe osobowe – 5%	Niewielka
Szwecja	Dominuje model otwierania przez towarzystwa własnych banków	Głównie ubezpieczenia na życie o charakterze oszczędnościowym, plany emerytalne	Ze względu na ogólną dojrzałość rynku ubezpieczeniowego wzrost rynku jest bardzo niski	25% w zakresie indywidualnych ubezpieczeń na życie; pozostałe osobowe – 5%	Bardzo duża
Holandia	ING lider na rynku posiada zintegrowany system dystrybucji i obsługi polis; poza tym umowy o sprzedaży polis przez oddziały bankowe	Największy wzrost ubezpieczeń przed 1991 rokiem, głównie emerytalnych i rentowych, zdrowotnych i wypadkowych	Od kilku lat ze względu na zahamowanie wzrostu rynku ubezpieczeń na życie i pozostałych osobowych sprzedawane są one na stałym poziomie	50% w zakresie indywidualnych ubezpieczeń na życie; pozostałe osobowe – 12%	Znaczna

Tabela 1. (cd.)

Kraje	Formy prawne porozumienia	Dominujący typ produktu	Dynamika wzrostu	Udział sprzedaży za pośrednictwem banku	Intensywność powiązań na rynku*
Włochy	Niektóre banki posiadają swoje towarzystwa w zakresie ubezpieczeń majątkowych i pozostałych, poza tym dominują umowy w zakresie dystrybucji polis	Główne ubezpieczenia komunikacyjne i pozostałe majątkowe, brak produktów z zakresu ubezpieczeń osobowych	Wysoka (ponad 20%)	40% w zakresie indywidualnych ubezpieczeń na życie; pozostałe osobowe – 6%	Znaczna
Niemcy	Duże banki, tj. Citibank i Deutsche Bank, posiadają własne firmy ubezpieczeniowe, pozostałe podpisały umowy z ubezpieczycielami o dystrybucję polis	Ubezpieczenia emerytalne i rentowe, ogólne ubezpieczenia osobowe	Niska ze względu na dużą dojrzałość rynku	14% w zakresie indywidualnych ubezpieczeń na życie; pozostałe osobowe – 4%	Niewielka

* Skala ocen: intensywność bardzo duża, znaczna, niewielka.

Źródło: Renata Pajewska, Bancassurance w Unii Europejskiej, w: Ubezpieczenia w Unii Europejskiej, praca zbiorowa pod red. J. Monkiewicza, Poltext, Warszawa 2003, s. 344–345.

3. Bankowość ubezpieczeniowa w Polsce

Zjawisko bancassurance w Polsce nie odniosło, jak dotychczas, szczególnych sukcesów i nadal nie odnosi. Sprzedaż polis w bankach okazała się mało efektywna, nie miało to jednak większego znaczenia przez wzgląd na inne priorytety zadań. W 1990 roku Bank Pekao i grupa AIG podjęły próbę sprzedaży polis firmy Amplifico Life w okienkach banku, jednakże skończyło się to fiaskiem. Podobnie było z Wielkopolskim Bankiem Kredytowym i firmą ubezpieczeniową Commercial Union. Nieco lepiej sprawa wyglądała z grupą ING oraz Bankiem Śląskim. Natomiast partnerstwo w ramach bancassurance BGŻ-tu i firmy Allianz nie przyniosło oczekiwanych rezultatów. Współpraca bankowo-ubezpieczeniowa w realiach polskich była raczej sztuczna i wymuszona. Wchodzące na rynek firmy ubezpieczeniowe musiały mieć polskiego partnera. Po zniesieniu tego obowiązku sytuacja miała ulec zmianie na bardziej zbliżoną do potrzeb rzeczywistych.

Obecnie na rynku polskim w ramach bancassurance oficjalnie działają między innymi takie towarzystwa, jak Allianz Polska wraz z Unicredito Italiano, które jest współwłaścicielem Pekao; Cardif, Europa z Multibankiem i PKO Bankiem Polskim; Nordea Życie wraz z Nordea Bank Polska; Energo Hestia z Bankiem BPH; Warta i Warta Vita wraz z Kredyt Bankiem; PZU z Bankiem Millennium¹⁰.

Najbardziej znanymi produktami w ramach tej działalności są ubezpieczenia na życie posiadaczy kont bankowych, zawierające niekiedy ochronę na wypadek zgonu czy inwalidztwa. Kolejnymi są karty kredytowe, zawierające ubezpieczenia od kradzieży i skutków utraty lub w ramach tej karty bardziej szczegółowa ochrona następstw nieszczęśliwych wypadków, która gwarantuje wypłatę przy drobnych zdarzeniach. Poza tym, oferowane są w ramach kont ubezpieczenia turystyczne, pakiety odpowiedzialności cywilnej w życiu prywatnym i inne.

Podkreślić należy tu jednak, iż w praktyce sytuacja wygląda zupełnie inaczej. W sektorze bankowym na rynku polskim wyróżnić możemy część banków, które nie mają związków kapitałowych z firmami ubezpieczeniowymi (np. PKO Bank Polski, Bank BPH, Bank Gospodarki Żywnościowej) a w przypadku bancassurance więcej się tu mówi niż rzeczywiście czyni. Drugą część stanowią banki należące do tzw. grup bankowo-ubezpieczeniowych (np. ING Bank Śląski, Kredyt Bank). Wbrew pozorom tu również stan rzeczywisty odbiega od pierwotnych założeń. Sprzedaż produktów firmy ubezpieczeniowej w ramach bancassurance przez Kredyt Bank w zasadzie już nie istnieje. Brak znajomości produktu ze strony klienta, być może spowodowany nieodpowiednią reklamą, podejściem

¹⁰ M. Kołowacik, *To dopiero początek...*, *op. cit.*, s. 24.

banku lub firmy przyczynił się do rozpadu tej współpracy. ING oferuje ubezpieczenie dla posiadaczy kont osobistych, które to jest bezpłatne, więc trudno tu również mówić o bancassurance.

Pomimo, iż Polska jest już członkiem Unii Europejskiej, nadal naszemu rynkowi daleko do wyników osiągniętych w innych krajach. Ciągłe pozostaje dystans do nadrobienia dzielący nas od krajów Unii Europejskiej. Obecnie dochody towarzystw ubezpieczeniowych z bancassurance stanowią w naszym kraju, według różnych szacunków 2–3 % łącznej wartości zebranych składek. Dobrym przejawem jest to, że w Polsce instytucje finansowe powoli zaczynają dostrzegać zalety wzajemnej współpracy, o czym świadczy fakt, że już ok. 25 banków sprzedaje produkty wraz z ubezpieczycielami¹¹.

4. Podsumowanie

Reasumując, ponownie zastanawiamy się, czy aby zjawisko „bankowości ubezpieczeniowej” przyniosło lub przyniesie w przyszłości oczekiwane efekty. Z powyższej krótkiej analizy wynika, iż sytuacja jest zróżnicowana w zależności od kraju, społeczeństwa, prowadzonej polityki gospodarczej, a przede wszystkim rynku finansowego, który w zasadzie rysuje się w dwóch płaszczyznach. Jedną to współpraca banków i towarzystw ubezpieczeniowych i wynikające z tego produkty (np. Polska). Druga związana jest bezpośrednio z procesem konsolidacji instytucji finansowych. Występuje ona na bardziej rozwiniętych rynkach. Obecnie kraje, gdzie olbrzymie kapitałowo instytucje przejmowały swoich partnerów (ubezpieczeniowych lub bankowych) stają przed problemem nadmiernej koncentracji rynku (Holandia, Francja, Szwecja itd.). Zaznaczyć należy, iż przy rozwoju zjawiska bancassurance oprócz kwestii prawnych, regulacji rynku, istotne są również kwestie kulturowe. Bankowość ubezpieczeniowa szybciej rozwijała i rozwija się tam, gdzie banki cieszą się szczególnym zaufaniem i poważaniem wśród klientów (np. Francja, Hiszpania).

Teoretycznie pojawienie się i rozkwit bancassurance powinien być dla klientów korzystny. Zwiększa on ich wygodę, zakres i kompleksowość obsługi a konkurencja na rynku pozytywnie wpływa na wysokość cen oferowanych produktów. Współpraca tego typu instytucji przy wspólnych przedsięwzięciach (łącznie ofert i kreacja nowych produktów) przynosi prawdopodobnie pozytywne skutki. Dyskusyjne pozostają korzyści płynące z fuzji kapitałowych, zwiększając one bazę kapitałową, zmniejszając koszty, wykorzystując *cross-selling*, jest większy

¹¹ Na podstawie www.expander.pl.

przepływ *know-how*, ale są jednocześnie obarczone możliwością nadmiernej koncentracji rynku i ujednoliceniu a nawet zmniejszeniu liczby dostępnych produktów.

W ocenie Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową alians banku z firmą ubezpieczeniową może przyczynić się do spadku wskaźnika kosztów do dochodów poniżej 55%. Bankowcom na całym świecie w zupełności wystarcza to, aby nawiązywać współpracę z ubezpieczycielami¹².

Główni przedstawiciele rynku europejskiego wykazują zróżnicowane poglądy co do korzyści płynących z bancassurance. Na łamach tygodnika „The Economist” na ten temat wypowiedzieli się Anton van Rossum, szef banku Fortis, oraz Henri de Castries, dyrektor wykonawczy AXA, największego francuskiego ubezpieczyciela. Holendersko-belgijska grupa Fortis była pionierem idei bancassurance w Europie. Pomimo, iż Fortis odnotował ostatnio spore straty, jej szef jest przekonany o samych zaletach tego typu współpracy. Van Rossum jest zdania, że w czasach giełdowego zamieszania bancassurance pozwala grupie bankowo-ubezpieczeniowej pokryć straty w jednej branży zyskami z drugiej. Tradycyjne oszczędności na koncie stały się obecnie popularne, ponieważ inwestorzy trzymają się na odległość od funduszy inwestycyjnych, inwestujących w akcje. Według van Rossum, grupy kapitałowe typu bancassurance mniej martwią się o kapitał niż zwykli ubezpieczyciele, ponieważ mają więcej możliwości użycia swoich środków, aby wygenerować zyski¹³.

Odmienne stanowisko prezentuje Henri de Castris, dyrektor AXA, który nie jest przekonany o korzyściach płynących ze współpracy tego typu. Twierdzi on, że bankowość i ubezpieczenia są zbyt różnymi dziedzinami działalności, aby ich łączenie miało sens. Sprzedaż ubezpieczeń jest tylko marginalną działalnością dla większości banków. De Castris przyznaje, że bancassurance sprawdza się w takich krajach, jak Belgia, gdzie ubezpieczenia nie są sprzedawane przez agentów ubezpieczeniowych, ale pojedynczy przykład nie może oznaczać, że bancassurance jest słuszną ideą w skali ogólnej¹⁴.

Zdaniem Andrew Goodwina z Commerzbanku, bancassurance tylko w niewielkim stopniu jest w stanie zmniejszyć koszty. Można to osiągnąć w zakresie technologii, ale już nie w zatrudnieniu, co ma za to niewątpliwe zalety marketingowe, ponieważ pozwala upowszechnić swoją markę¹⁵.

Louis Jordan z firmy konsultingowej Deloitte Touche Tohmatsu uważa, że europejscy ubezpieczyciele i banki w przyszłości pójdą swoimi drogami. Przykładem jest największy amerykański bank, Citigroup, który to pozbył się firmy

¹² M. Kossowski, *Gorączka łączenia...*, *op. cit.*

¹³ Na podstawie <http://dziennik.ryzyko.pl>.

¹⁴ *Ibidem.*

¹⁵ *Ibidem.*

ubezpieczeniowej Travelers Group. Również ubezpieczyciele będą w coraz większym stopniu wydzielać i sprzedawać działalności odmiennie od ich podstawowych celów¹⁶.

Tak więc, analizując efekty ekonomiczne i organizacyjne w działalności bankowo-ubezpieczeniowej, a także postępy w zakresie przepisów prawnych, można się spodziewać dalszego rozwoju tego zjawiska, ale tylko w niektórych krajach Europy i świata.

5. Bibliografia

1. Breś J., Fuzja firmy Allianz z Dresdner Bank przyczyną powstania niemieckiego giganta finansowego, w: *Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów*, Zeszyt Naukowy Nr 22, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2001.
2. Kołowacik M., To dopiero początek drogi, w: „Gazeta Bankowa”, Nr 22(814)/2004.
3. Kossowski M., Gorączka łączenia – Bancassurance, w: „Gazeta Wyborcza”, 2003.
4. Oręziak L., Jednolity rynek ubezpieczeniowy w ramach Unii Europejskiej, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 1997.
5. Pajewska R., Bancassurance w Unii Europejskiej, w: *Ubezpieczenia w Unii Europejskiej*, praca zbiorowa pod red. J. Monkiewicza, Poltext, Warszawa 2003.

¹⁶ Tamże.

Skuteczność doboru papierów wartościowych do portfela na podstawie kryterium fundamentalnego

Przedmiotem opracowania jest próba odpowiedzi na pytanie dotyczące możliwości skutecznego inwestowania środków finansowych na rynku kapitałowym z wyłącznym wykorzystaniem publicznie dostępnych informacji. W części początkowej pracy przedstawiony jest model CAPM oraz sformułowane są podstawy teoretyczne hipotezy efektywności rynku kapitałowego. Następnie opisane są wybrane anomalie giełdowe. W części końcowej zaprezentowane są rezultaty badań polegających na budowaniu portfeli w oparciu o dany wskaźnik fundamentalny oraz sformułowane są wnioski odnośnie możliwości osiągnięcia stopy zwrotu wyższej niż indeks giełdowy.

1. Wprowadzenie

Najczęściej wykorzystywanym modelem, służącym do opisu funkcjonowania rynku kapitałowego, jest model wyceny aktywów kapitałowych (CAPM). W wersji zaproponowanej przez W. Sharpe'a¹, J. Lintnera² i J. Mossina³ zakłada on, iż wszyscy inwestorzy kierują się chęcią maksymalizacji oczekiwanej użyteczności posiadanego bogactwa. Realizacja tak wyznaczonego celu odbywa się przy założeniu, iż oczekiwania wszystkich uczestników rynku kapitałowego są jednorodne, zaś działania przez nich podejmowane charakteryzują się awersją do ryzyka⁴. Tak określone warunki definiują konstrukcję logiczną modelu CAPM. Opiera się ona na przekonaniu stanowiącym, iż spośród inwestycji o takim samym ryzyku podmioty preferują te przynoszące wyższą oczekiwaną stopę zwrotu. Jednocześnie ze zbioru możliwości inwestycyjnych o takiej samej oczekiwanej stopie zwrotu skłonni są oni wybierać rozwiązania charakteryzujące się niższym ryzykiem.

¹ Zob. Sharpe W., Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Condition of Risk, „The Journal of Finance”, Vol. XIX, September 1964, No. 3.

² Zob. Lintner J., Security Prices, Risk, and Maximal Gains from Diversification, „The Journal of Finance”, Vol. XX, December 1965, No. 4.

³ Zob. Mossin J., Equilibrium of Capital Asset Prices, „Econometrica”, October 1966, No. 34.

⁴ W rzeczywistości model wyceny aktywów kapitałowych (CAPM) opiera się również na wielu innych założeniach. Ze względu jednak na to, iż przedstawienie ich wszystkich nie jest konieczne do omówienia analizowanego zagadnienia, zdecydowana większość z nich jest pominięta.

Warunek równowagi jednookresowej *ex ante* modelu W. Sharpe'a, J. Lintnera, J. Mossina określony jest przy pomocy następującego równania:

$$E(R_t) - R_{F,t} = \beta_t [E(R_{M,t}) - R_{F,t}],$$

gdzie:

$E(R_t)$ – oczekiwana stopa zwrotu w okresie t ,

$R_{F,t}$ – stopa zwrotu wolna od ryzyka w okresie t ,

$E(R_{M,t})$ – oczekiwana rynkowa stopa zwrotu w okresie t ,

β_t – parametr wyznaczający siłę zależności między premią za ryzyko z danej inwestycji a premią za ryzyko rynkowe.

Wynika z niego, iż jedynym czynnikiem mogącym skłonić inwestora do kupna bardziej ryzykownych walorów jest satysfakcjonująca go premia w postaci dodatkowej stopy zwrotu. O ile poprawność teoretyczna takiego stwierdzenia wydaje się być oczywista, o tyle badania empiryczne nie zawsze potwierdzają jego słuszność. Główną przyczyną powstających rozbieżności jest brak w pełni efektywnego rynku kapitałowego.

2. Hipoteza efektywności rynku kapitałowego

W warunkach doskonale efektywnego rynku ceny *dostarczają prawidłowych sygnałów dla [właściwej – przyp. autora] alokacji zasobów*⁵. Poprawność rozmieszczenia dostępnych środków pomiędzy alternatywne ich zastosowania utożsamiana jest z sytuacją, w której *firmy mogą podejmować decyzje produkcyjno-inwestycyjne, zaś inwestorzy mają możliwość wyboru spośród walorów reprezentujących prawa własności, przy założeniu, iż ceny tych praw w każdym momencie w pełni odzwierciedlają wszystkie dostępne informacje*⁶. Swoboda działań w sferze realizowanej przez poszczególne przedsiębiorstwa polityki połączona z pełną inkorporacją wszystkich wiadomości w cenach, po których papiery wartościowe są nabywane, możliwa jest wyłącznie w warunkach wewnętrznie oraz zewnętrznie efektywnego rynku kapitałowego⁷.

Wewnętrzna (operacyjna) efektywność rynku kapitałowego to stan, w którym nie występują ograniczenia w realizacji funkcji transakcyjnej ze strony po-

⁵ Fama E., Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, „The Journal of Finance”, Vol. 25, No. 2, May 1970, s. 383.

⁶ *Ibidem*.

⁷ Por. Alexander G., Sharpe W., Bailey J., Fundamentals of Investments, Upper Saddle River, New Jersey, 1980, s. 73.

średników finansowych. Brak restrykcji odnoszących się do możliwości kupowania oraz zbywania papierów wartościowych identyfikowany jest z sytuacją, w której podmioty powołane do realizacji składanych zleceń oferują swoje usługi przy najniższym koszcie, zapewniającym im stopę zwrotu właściwą dla danego rodzaju czynności⁸. Minimalizacja obciążeń związanych z uczestnictwem w obrocie kapitałowym możliwa jest jedynie w warunkach doskonałej konkurencji zapewniającej niskie koszty oraz wysoką szybkość dokonywanych transakcji.

Sprawność przekazywania oraz realizacji zleceń przez pośredników finansowych jest jednocześnie źródłem efektywności zewnętrznej (informacyjnej) utożsamianej ze zdolnością rynku kapitałowego do natychmiastowego oraz adekwatnego odzwierciedlenia każdej informacji w cenach poszczególnych walorów. Bezwzględne oraz odpowiednie uwzględnienie wszystkich wiadomości w wartościach rynkowych papierów wartościowych stanowi warunek konieczny dla prawidłowego transferu środków od podmiotów dysponujących ich nadmiarem do podmiotów zgłaszających na nie zapotrzebowanie. Proces przemieszczania funduszy opiera się na założeniu, iż jednostki występujące po stronie popytu dysponują możliwością uzyskania stopy zwrotu przekraczającej poziom ceny rynkowej pozyskiwanych z zewnątrz kapitałów. Jednocześnie przyjmuje się, iż podmioty posiadające nadwyżki finansowe, po wyczerpaniu wszystkich możliwości inwestycyjnych charakteryzujących się stopą zwrotu wyższą niż ta, którą mogą uzyskać na rynku kapitałowym, rezygnują z samodzielnego wykorzystania środków, udostępniając je innym⁹.

Szczególnie ważnym elementem mechanizmu wyrównywania niedoborów oraz nadwyżek jest rynkowy koszt pozyskania kapitału, określający krańcową stopę zwrotu, przy której podmioty decydują się na podjęcie inwestycji¹⁰. W sytuacji, gdy oczekiwania związane z kształtowaniem się krańcowej stopy zwrotu są jednakowe zarówno w odniesieniu do podmiotów pozyskujących jak i lokujących środki finansowe, bieżące ceny poszczególnych aktywów stanowią odzwierciedlenie wszystkich dostępnych wiadomości. Tak ukształtowana efektywność wymaga od rynku spełniania następujących warunków:

- brak kosztów transakcyjnych w obrocie papierami wartościowymi,
- niczym nieograniczony dostęp wszystkich uczestników rynku do informacji,

⁸ Zob. Gajdka J., Walińska E., Zarządzanie finansowe. Teoria i praktyka, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa, 1994, s. 101.

⁹ *Ibidem*, s. 103.

¹⁰ *Ibidem*, s. 101.

- zgodność poglądów wszystkich inwestorów odnośnie wpływu nowych wiadomości na bieżącą cenę oraz rozkład prawdopodobieństwa przyszłych cen poszczególnych walorów¹¹.

Według E. Famy żaden rynek nie spełnia wyżej wymienionych warunków¹². Nie jest to jednak powodem do negowania słuszności efektywności rynku w sensie prezentowanej teorii. Wynika to z faktu, iż brak kosztów transakcyjnych, darmowy dostęp do wiadomości oraz jednomysłność w interpretowaniu doniesień giełdowych są elementami wystarczającymi lecz nie koniecznymi do pełnego odzwierciedlenia wszystkich informacji w bieżących poziomach cen poszczególnych aktywów finansowych. Powoduje to, iż możliwe jest wystąpienie stanu efektywności cząstkowej, tj. efektywności w odniesieniu do danego zestawu wiadomości.

Taki sposób analizy oznacza, iż decyzje podejmowane są na podstawie zbioru informacji Φ_{t-1} zawierającego podzbiory, których elementami są wielkości historyczne, odnoszące się do przeszłego „stanu rynku”. Informacje wcześniej uzyskane pozwalają wyznaczyć funkcje gęstości cen $f(p_{1,t+r}, \dots, p_{n,t+r} | \Phi_{t-1})$ dla okresów $r = 0, 1, 2, \dots$ ¹³. Na podstawie zestawu informacji wykorzystywanych przez zbiorowość inwestorów do wyznaczenia cen równowagi Φ_{t-1}^m rynek szacuje łączny rozkład prawdopodobieństwa dla okresu t . Służy on do określenia cen bieżących poszczególnych aktywów¹⁴. Tym samym ceny w okresie $t-1$ zależą wyłącznie od charakterystyk ich łącznego rozkładu z okresu t ¹⁵.

Założenie efektywności rynku wymaga, aby przy wyznaczaniu łącznego rozkładu cen prawidłowo wykorzystane zostały wszystkie dostępne wiadomości, mające wpływ na kształtowanie równowagi rynkowej¹⁶. Podejście takie narzuca konieczność zrównania zestawów informacji posiadanych przez wszystkich inwestorów ze zbiorem danych, na podstawie których wyznaczana jest cena rynkowa poszczególnych walorów. Oznacza to, iż:

$$\phi_{t-1} = \phi_{t-1}^m.$$

Wynikające z wykorzystania jednakowych zestawów informacji zrównanie wartości rynkowych poszczególnych aktywów implikuje następującą prawidłowość:

$$f(P_t | \phi_{t-1}) = f(P_t | \phi_{t-1}^m).$$

¹¹ Zob. Fama E., *Efficient Capital Markets. A Review of Theory and Empirical Work*, „The Journal of Finance”, Vol. 25, No. 2, May 1970, s. 387.

¹² *Ibidem*.

¹³ Zob. Fama E., *Foundations of Finance*, Basic Books, New York, 1976, s. 135.

¹⁴ *Ibidem*.

¹⁵ Zob. Fama E., Reply, „The Journal of Finance”, Vol. XXXI, No. 1, March 1976, s. 143.

¹⁶ *Ibidem*.

Wynika z niej, iż w bieżących cenach rynkowych uwzględnione są wszystkie dostępne informacje na temat łącznego ich rozkładu. Przeprowadzenie powyższej analizy w odniesieniu do modelu równowagi rynkowej skutkuje wystąpieniem zależności w postaci:

$$E(\tilde{p}_{j,t+1}|\phi_t) = [1 + E(\tilde{r}_{j,t+1}|\phi_t)]p_{j,t}$$

Równanie to pokazuje, iż oczekiwana cena waloru j , wynikająca z uwzględnienia wszystkich dostępnych wiadomości w okresie t , równa jest co do wartości sumie ceny bieżącej z okresu poprzedniego i oczekiwanego zwrotu z transakcji dokonanych na podstawie zbioru informacji Φ_t . Wyrażenie równowagi rynkowej w kategoriach oczekiwanego zwrotu w pełni odzwierciedlającego dostępną informację oznacza, iż opracowanie systemu transakcyjnego pozwalającego regularnie odnosić korzyści jest niemożliwe. Tym samym różnica między przyszłą ceną aktywu a jego wartością oczekiwaną, definiowana jako:

$$x_{j,t+1} = p_{j,t+1} - E(p_{j,t+1}|\phi_t),$$

w warunkach rynku efektywnego jest zerowa, tzn.:

$$E(\tilde{x}_{j,t+1}|\phi_t) = 0.$$

Powyższe równanie, stanowiące warunek uczciwej gry, pokazuje, iż na rynku efektywnym *bieżące ceny w pełni odzwierciedlają wszystkie dostępne informacje i są zgodne z wiążącym się z nim ryzykiem*¹⁷. Niejednorodność pojęcia *wszystkie dostępne informacje* jest przyczyną podziału hipotezy efektywności rynku na trzy wersje: słabą, mocną oraz umiarkowaną.

3. Formy efektywności rynku

Słaba wersja hipotezy efektywności zakłada, iż ceny rynkowe są niezależne. W statystycznej terminologii stwierdzenie takie równoznaczne jest z tym, iż rozkład prawdopodobieństwa zmiany ceny w okresie t nie zależy od sekwencji jej zmian w okresach przeszłych¹⁸. Brak relacji przyczynowo-skutkowych pomiędzy cenami w poszczególnych przedziałach czasowych świadczy o tym, iż mechanizm generowania wartości rynkowych nie jest związany z żadnymi rozpoznawalnymi czyn-

¹⁷ Reilly F., Brown K., Analiza, inwestycje i zarządzanie portfelem, PWE, Warszawa 2001, s. 297.

¹⁸ Zob. Fama E., The Behavior of Stock Prices, „Journal of Business”, Vol. 38, Issue 1, January 65, s. 35.

nikami. Oznacza to, iż wiedza na temat przeszłych fluktuacji giełdowych nie może być wykorzystana do zwiększenia stopy zwrotu w przyszłości. Stwierdzenie takie jest podstawą bardziej ogólnego wniosku stanowiącego, iż znajomość historycznych danych jest zupełnie nieprzydatna do prognozowania poziomów równowag rynkowych w okresach następnych. Właściwość taka konstytuuje hipotezę słabej efektywności rynku kapitałowego.

Mocna wersja hipotezy efektywności rynku zakłada, iż ceny papierów wartościowych inkorporują wszystkie publicznie dostępne oraz prywatnie uzyskane informacje¹⁹. Fakt uwzględnienia każdej ujawnionej jak i poufnej wiadomości w bieżących cenach rynkowych poszczególnych aktywów finansowych jest przyczyną, dla której istniejący poziom wyceny stanowi najlepszy szacunek rzeczywistej wartości każdego z analizowanych walorów. Zaakceptowanie takiego poglądu eliminuje możliwość rozpoznawania różnic między bieżącymi notowaniami giełdowymi a wartością fundamentalną tak przez ogół inwestorów, jak i podmioty posiadające monopolistyczny dostęp do informacji. Uznanie prawdziwości takiego twierdzenia wiąże się z koniecznością zaakceptowania poglądu stanowiącego, iż żadna ze strategii inwestycyjnych nie jest w stanie przynieść zysków większych niż proste odwzorowanie indeksu.

Pomiędzy dwoma skrajnymi formami hipotezy efektywności rynku kapitałowego znajduje się budząca najwięcej kontrowersji, jej wersja umiarkowana. Zakłada ona, iż ceny papierów wartościowych w pełni odzwierciedlają wyłącznie publicznie dostępne informacje²⁰. Fakt uwzględnienia wcześniej ujawnionych wiadomości w bieżących cenach rynkowych jest przyczyną, dla której istniejący poziom wyceny każdego z aktywów utożsamiany jest z jego wartością wewnętrzną. Powoduje to, iż żaden ze sposobów analizy wykorzystujących zbiór wcześniej upowszechnionych informacji nie może być podstawą identyfikacji różnic między bieżącymi notowaniami giełdowymi a wartością fundamentalną poszczególnych papierów wartościowych²¹. Brak możliwości rozpoznania niewłaściwie wycenionych walorów jest przyczyną, dla której szeregi czasowe notowań giełdowych, informacje zawarte w raportach finansowych poszczególnych spółek i ich konkurentów, dane dotyczące stanu gospodarki oraz wszystkie inne znane gronu inwestorów wielkości mające wpływ na poziom cen poszczególnych aktywów nie mogą stanowić podstawy do osiągnięcia stopy zwrotu wyższej niż jej przeciętny poziom dla pozostałych uczestników rynku. W sytuacji, w której żadna z upu-

¹⁹ Finnerty J., *Insiders and Market Efficiency*, „The Journal of Finance”, Vol. XXXI, No. 4., September 1976, s. 1441.

²⁰ Zob. Fama E., Fama E., *Efficient Capital Markets. A Review of Theory and Empirical Work*, „The Journal of Finance”, Vol. 25, No. 2, May 1970, s. 404.

²¹ Zob. Haugen R., *Teoria nowoczesnego inwestowania*, WIG-Press, Warszawa 1996, s. 718.

blicznionych informacji nie stanowi podstawy do określenia walorów przeszacowanych oraz niedoszacowanych, jedynym sposobem uzyskania rezultatów lepszych niż średnie jest wykorzystanie dostępu do danych „wewnętrznych”²².

4. Analiza strategii inwestycyjnych

Jeden ze sposobów testowania hipotezy efektywności rynku w wersji umiarkowanej polega na sprawdzeniu skuteczności doboru papierów wartościowych do portfela w oparciu o kryterium fundamentalne. Wśród najczęściej prezentowanych strategii inwestycyjnych wyróżnia się te związane z wskaźnikami: P/E, P/BV oraz ze strategią zbudowaną w oparciu o wielkość kapitalizacji.

Narzędziem najczęściej wykorzystywanym do przeprowadzania eksperymentów symulacyjnych jest wskaźnik P/E. Stanowi on kryterium doboru spółek do portfeli, w odniesieniu do których badana jest opłacalność poszczególnych strategii inwestycyjnych. Możliwość wykorzystania relacji ceny do zysku jako wielkości mającej znaczenie dla dochodowości przyszłych inwestycji jest jednak kwestią dyskusyjną. Zwolennicy słuszności hipotezy umiarkowanej efektywności rynku kapitałowego wykazują, iż prognozowanie przyszłego zachowania cen na podstawie upublicznionych danych jest niemożliwe. Ich oponenci dowodzą natomiast skuteczności wykorzystania przeszłych wartości wskaźnika P/E w przewidywaniu przyszłych cen papierów wartościowych.

Wykonywane prognozy opierają się na założeniu, iż akcje o niskim poziomie ceny do zysku generują stopy zwrotu wyższe niż średnia rynkowa, podczas gdy walory o wysokiej relacji P/E stanowią zapowiedź wyników niższych niż przeciętne. Autorem prac dokumentujących przydatność wskaźnika P/E jest m.in. S. Basu²³.

Drugim kryterium wyboru spółek w przypadku eksperymentów symulacyjnych jest wskaźnik P/BV. Uwzględnienie jego poziomu w procesie inwestycyjnym zależy od stopnia, w jakim wartości rynkowe poszczególnych aktywów finansowych odzwierciedlają napływające informacje. Na idealnie funkcjonującym rynku historyczne poziomy relacji ceny do wartości księgowej nie stanowią istotnych dla inwestorów wiadomości. Oznacza to, iż nie mogą one być czynnikiem pomocnym w rozpoznawaniu akcji o potencjale wzrostu. Prawidłowość taka nie ma jednak charakteru powszechnie obowiązującego. Badania przeprowadzone dla rynku amerykańskiego dowodzą bowiem istnienia pewnych anomalii w zachowaniu

²² *Ibidem*, s. 717.

²³ Basu S., Investment Performance of Common Stocks in Relation Their Price Earnings Ratios: A Test of the Efficient Market Hypothesis, „The Journal of Finance”, Vol. XXXII, No. 3, June 1977.

się tego wskaźnika. Obserwowane zakłócenia dotyczą statystycznie istotnej ujemnej korelacji pomiędzy wysokością P/BV a oczekiwaną stopą zwrotu. Potwierdzają to badania m.in. W. DeBondta i R. Thalera²⁴ oraz E. Fama i K. Frencha²⁵.

Ostatnią z nieprawidłowości wykorzystywanych przy doborze akcji do portfela jest efekt związany z wielkością kapitalizacji. Podobnie jak w przypadku wcześniej przedstawionych anomalii zróżnicowanie stóp zwrotu z portfeli ze względu na zastosowane kryterium podziału spółek jest sprzeczne z hipotezą efektywności. W przypadku anomalii związanej z wielkością kapitalizacji anormalna reakcja rynku odnosi się do ujemnej zależności pomiędzy wartością rynkową spółki a wysokością przeciętnego zwrotu z inwestycji w jej akcje. Zwolennikami wykorzystania tego typu zależności do skutecznej gry giełdowej są m.in. R. Banz²⁶ oraz Jaffe, Keim, Westerfield²⁷.

5. Metodologia oraz wyniki badań empirycznych

W celu sprawdzenia możliwości osiągania ponadprzeciętnych stóp zwrotu z portfeli zbudowanych w oparciu o prognozę danego wskaźnika fundamentalnego przeprowadzone zostały badania empiryczne. Ich podstawą były wszystkie akcje notowane nieprzerwanie na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w okresie od początku 1999 roku do końca trzeciego kwartału 2004 roku.

W pierwszym etapie eksperymentu wszystkie spółki objęte analizą uszeregowane zostały według wskaźnika: P/E, P/BV oraz wielkości kapitalizacji. Następnie utworzone zostały portfele decylowe. Dla każdego z nich wyznaczona została średnia anormalna stopa zwrotu oraz odpowiadająca jej nadwyżka względnej zmiany indeksu nad zwrotem z inwestycji wolnej od ryzyka. Na podstawie uzyskanych danych oszacowano parametry równania regresji skonstruowanego w oparciu o model wyceny aktywów kapitałowych (CAPM). Końcowa faza pierwszego etapu badań polegała na ocenie efektywności poszczególnych strategii inwestycyjnych. W tym celu obliczona została wielkość opisująca rentowność portfela inwestycji, tj. alfa Jensena. Otrzymane rezultaty zostały przedstawione w poniższych tabelach.

²⁴ DeBondt W., Thaler R., Further Evidence On Investor Overreaction and Stock Market Seasonality, „The Journal of Finance”, Vol. XIII, No. 1, July 1987.

²⁵ Fama E., French K., The Cross – Section of Expected Stock Returns, „The Journal of Finance”, Vol. XLVII, No. 2, June 1992.

²⁶ Banz R., The Relationship Between Return and Market Value of Common Stocks, „Journal of Financial Economics”, Vol. 9, No. 1, 1981.

²⁷ Jaffe J., Keim D., Westerfield R., Earnings Yields, Market Values, and Stock Returns, „The Journal of Finance”, Vol. XLIV, No. 1, March 1989.

Tabela 1. Szacunek parametrów równania regresji w postaci:
 $R_{pt} - R_{ft} = \alpha_i + \beta_i \cdot (R_{mt} - R_{ft}) + \eta_{it}$ dla strategii opartej na wskaźniku P/E

		1 decyl	2 decyl	3 decyl	4 decyl	5 decyl	6 decyl	7 decyl	8 decyl	9 decyl	10 decyl
1999-2002	Średnia anormalna stopa zwrotu z portfela decylowego ($R_i - R_f$)	-0,0005	-0,0055	0,0000	-0,0069	-0,0080	-0,0037	0,0029	0,0010	0,0016	0,0010
	Beta	0,4882 [10,74]	0,3719 [6,94]	0,3812 [1,53]	0,4336 [9,10]	0,4999 [9,23]	0,5197 [10,80]	0,2086 [3,61]	0,5338 [13,52]	0,6206 [15,90]	0,6115 [16,26]
	Alfa Jensena	0,0001 [0,08]	-0,0050 [-2,60]	0,0005 [0,06]	-0,0063 [-3,75]	-0,0073 [-3,81]	-0,0030 [-1,75]	0,0028 [0,93]	0,0017 [1,22]	0,0025 [1,77]	0,0019 [1,40]
	Współczynnik determinacji (R^2)	0,36	0,19	0,01	0,29	0,29	0,36	0,06	0,47	0,55	0,56
2000-2003	Średnia anormalna stopa zwrotu z portfela decylowego ($R_i - R_f$)	0,0002	-0,0039	-0,0028	-0,0037	-0,0034	0,0010	0,0054	0,0020	0,0011	0,0016
	Beta	0,4965 [10,71]	0,3984 [6,30]	0,4130 [6,11]	0,4139 [6,24]	0,5018 [4,88]	0,5273 [8,17]	0,1519 [2,53]	0,4977 [12,40]	0,6151 [15,72]	0,5861 [14,04]
	Alfa Jensena	0,0007 [0,49]	-0,0034 [-1,73]	-0,0024 [-1,11]	-0,0033 [-1,57]	-0,0028 [-0,88]	0,0016 [0,77]	0,0052 [1,77]	0,0025 [2,01]	0,0017 [1,37]	0,0022 [1,68]
	Współczynnik determinacji (R^2)	0,36	0,16	0,15	0,16	0,10	0,24	0,03	0,43	0,55	0,49

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z GPW w Warszawie.

Tabela 2. Szacunek parametrów równania regresji w postaci:
 $R_{pt} - R_{ft} = \alpha_i + \beta_i \cdot (R_{mt} - R_{ft}) + \eta_{it}$ dla strategii opartej na wskaźniku P/BV

		1 decyl	2 decyl	3 decyl	4 decyl	5 decyl	6 decyl	7 decyl	8 decyl	9 decyl	10 decyl
1999-2002	Średnia anormalna stopa zwrotu z portfela decylowego ($R_i - R_f$)	-0,0157	-0,0049	-0,0058	-0,0028	-0,0038	-0,0019	0,0072	0,0005	0,0021	0,0047
	Beta	0,3860 [6,91]	0,5117 [9,52]	0,4415 [8,08]	0,4041 [7,90]	0,4375 [9,84]	0,4976 [11,12]	0,3847 [1,75]	0,5206 [12,90]	0,5068 [13,52]	0,8637 [19,92]
	Alfa Jensena	-0,0152 [-7,64]	-0,0042 [-2,22]	-0,0052 [-2,67]	-0,0022 [-1,22]	-0,0032 [-2,00]	-0,0012 [-0,77]	0,0078 [0,99]	0,0012 [0,85]	0,0028 [2,13]	0,0059 [3,85]
	Współczynnik determinacji (R^2)	0,19	0,31	0,24	0,23	0,32	0,38	0,01	0,45	0,47	0,66
2000-2003	Średnia anormalna stopa zwrotu z portfela decylowego ($R_i - R_f$)	-0,0083	-0,0025	-0,0048	0,0006	-0,0023	-0,0010	0,0008	0,0013	0,0040	0,0077
	Beta	0,3636 [3,57]	0,5161 [7,89]	0,4821 [7,98]	0,4020 [6,31]	0,4159 [8,42]	0,4814 [9,80]	0,3924 [8,23]	0,4189 [10,41]	0,5441 [12,26]	0,8677 [14,86]
	Alfa Jensena	-0,0079 [-2,46]	-0,0020 [-0,96]	-0,0043 [-2,26]	0,0010 [0,51]	-0,0019 [-1,21]	-0,0005 [-0,34]	0,0012 [0,81]	0,0017 [1,34]	0,0046 [3,27]	0,0085 [4,64]
	Współczynnik determinacji (R^2)	0,06	0,23	0,24	0,16	0,26	0,32	0,25	0,34	0,42	0,52

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z GPW w Warszawie.

Tabela 3. Szacunek parametrów równania regresji w postaci:
 $R_{pt} - R_{ft} = \alpha_i + \beta_i \cdot (R_{mt} - R_{ft}) + \eta_{it}$ dla strategii opartej na wielkości kapitalizacji

		1 decyl	2 decyl	3 decyl	4 decyl	5 decyl	6 decyl	7 decyl	8 decyl	9 decyl	10 decyl
1999-2002	Średnia anormalna stopa zwrotu z portfela decylowego ($R_i - R_f$)	-0,0112	-0,0072	-0,0035	-0,0043	0,0000	0,0059	-0,0021	0,0007	0,0003	0,0012
	Beta	0,3591 [6,33]	0,3345 [7,10]	0,4820 [9,67]	0,3983 [8,54]	0,4577 [10,31]	0,3358 [1,38]	0,3994 [7,52]	0,5136 [9,92]	0,7442 [17,59]	0,9736 [33,08]
	Alfa Jensena	-0,0108 [-5,35]	-0,0068 [-4,05]	-0,0029 [-1,66]	-0,0039 [-2,35]	0,0005 [0,35]	0,0063 [0,73]	-0,0017 [-0,88]	0,0013 [0,73]	0,0012 [0,79]	0,0023 [2,22]
	Współczynnik determinacji (R^2)	0,16	0,20	0,31	0,26	0,34	0,01	0,22	0,32	0,60	0,84
2000-2003	Średnia anormalna stopa zwrotu z portfela decylowego ($R_i - R_f$)	-0,0068	-0,0037	0,0014	-0,0005	0,0019	-0,0007	0,0005	0,0023	0,0015	0,0001
	Beta	0,3496 [4,63]	0,3754 [5,56]	0,3790 [3,93]	0,4566 [6,85]	0,4686 [8,61]	0,3344 [6,28]	0,3305 [6,83]	0,5203 [9,83]	0,7298 [16,65]	0,9362 [33,82]
	Alfa Jensena	-0,0064 [-2,70]	-0,0033 [-1,55]	0,0018 [0,58]	0,0000 [-0,02]	0,0024 [1,39]	-0,0003 [-0,21]	0,0009 [0,56]	0,0028 [1,68]	0,0023 [1,64]	0,0011 [1,24]
	Współczynnik determinacji (R^2)	0,09	0,13	0,07	0,19	0,26	0,16	0,18	0,32	0,57	0,85

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z GPW w Warszawie.

Do następnego etapu badań zakwalifikowane zostały tylko te portfele, dla których miara skuteczności alokacji inwestycji była wielkością dodatnią oraz istotną statystycznie na poziomie $\alpha = 0,05$. Gdy powyższe kryteria spełnione zostały dla więcej niż jednego decyla, dalszą analizą objęte były wyłącznie te rozwiązania, które charakteryzowały się najwyższym poziomem analizowanego parametru. W sytuacji, kiedy wielkość opisująca poprawność doboru aktywów do portfela nie miała charakteru istotnego statystycznie, następowała rezygnacja z danej strategii inwestycyjnej.

Ze względu na okresowe zmiany wartości poszczególnych wskaźników wszystkie etapy badania zostały powtórzone po upływie jednego roku. Oznacza to, iż eksperyment wykonany został dwukrotnie dla każdej z rozpatrywanych wielkości. Za każdym razem podstawą szacowania parametrów równania regresji były dane tygodniowe z ostatnich czterech lat.

W końcowym etapie badań wyznaczone zostały portfele charakteryzujące się minimalną wariancją przy zadanej stopie zwrotu równej co do wartości względnej zmianie indeksu giełdowego. Zastosowane kryterium podziału spółek opierało się na prognozie wysokości danego wskaźnika fundamentalnego obliczonej jako jego przeciętna wartość z jednego roku przed momentem wykonania szacunku. Podstawą wyznaczenia elementów macierzy wariancji – kowariancji poszczególnych portfeli oraz zmienności benchmarku były dane tygodniowe z dwóch lat po-

przedzających konstrukcję portfela. Tak uzyskane wartości stanowiły podstawę badania efektywności portfeli decylowych względem indeksu ważonego kapitalizacjami rynkowymi (tj. WIG-u).

Zapis matematyczny wykonanych czynności można przedstawić w następujący sposób:

$$\begin{cases} \text{Var}(R_p) = \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n \omega_i \omega_j \text{cov}(R_i, R_j) \rightarrow \min \\ \sum_{i=1}^n \omega_i E(R_i) - R_z \geq 0 \\ \sum_{i=1}^n \omega_i = 1 \end{cases}$$

gdzie:

$\text{Var}(R_p)$ – wariancja stopy zwrotu z portfela,

ω_i, ω_j – udziały spółek i oraz j w portfelu,

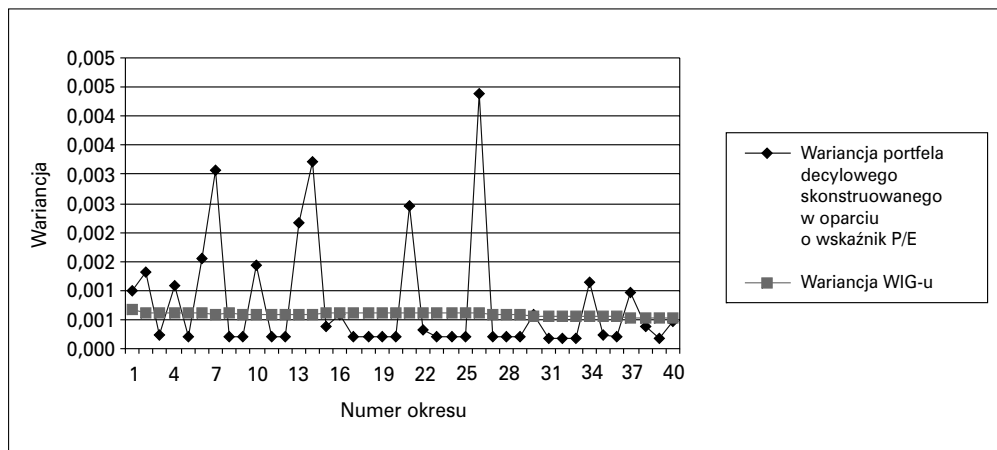
$\text{cov}(R_i, R_j)$ – kowariancja stóp zwrotu spółek i oraz j ,

$E(R_i)$ – oczekiwana stopa zwrotu spółki i ,

R_z – zadana stopa zwrotu równa co do wartości względnej zmianie WIG-u.

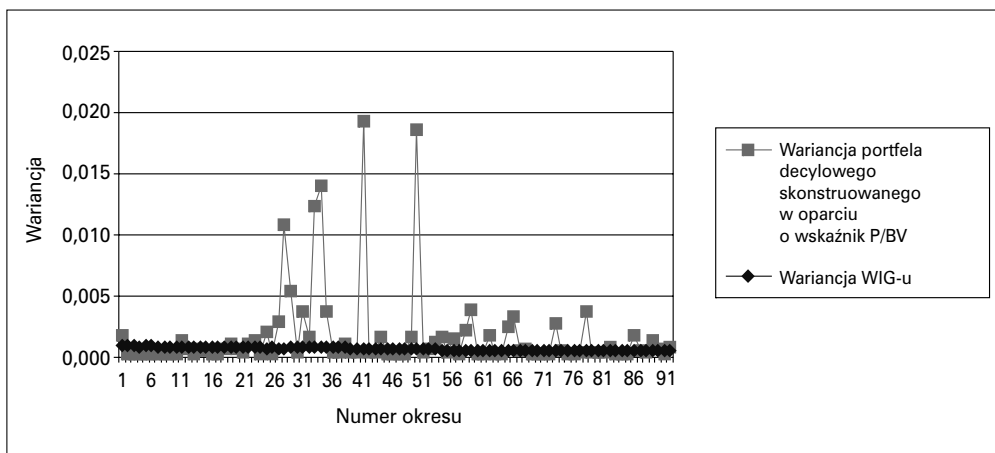
Postępowanie według opisanego schematu spowodowało, iż w przypadku strategii opartych na wskaźniku P/E oraz wielkości kapitalizacji wyniki objęły 52-tygodniowy horyzont czasowy, zaś dla strategii opartej na wskaźniku P/BV – okres dwuletni. Pokazują to rysunki 1, 2 i 3.

Rysunek 1. Zmienność portfela decyloвого skonstruowanego w oparciu o prognozę wskaźnika P/E w stosunku do zmienności WIG-u



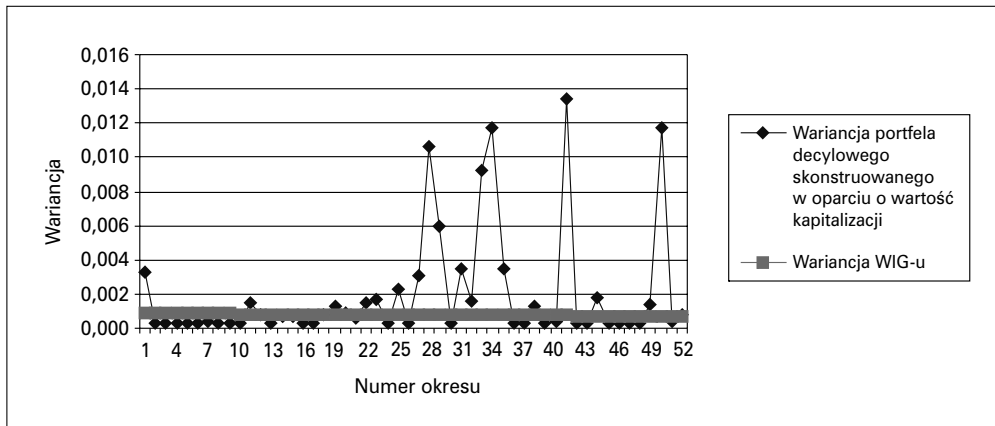
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z GPW w Warszawie.

Rysunek 2. Zmienność portfela decylowego skonstruowanego w oparciu o prognozę wskaźnika P/BV w stosunku do zmienności WIG-u



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z GPW w Warszawie.

Rysunek 3. Zmienność portfela decylowego skonstruowanego w oparciu o prognozę wielkości kapitalizacji w stosunku do zmienności WIG-u



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z GPW w Warszawie.

6. Podsumowanie

Wyniki przeprowadzonych badań wydają się wskazywać na fakt, iż dobór papierów wartościowych do portfela na podstawie kryterium fundamentalnego nie jest rozwiązaniem skutecznym. Oznacza to, iż wykorzystanie publicznie dostępnych wskaźników nie może być przyczyną systematycznych zysków dla inwestorów gieł-

dowych. U podstaw nieopłacalności strategii inwestycyjnych skonstruowanych w oparciu o wielkość: P/E, P/BV oraz wartość kapitalizacji może znajdować się wiele przyczyn. Do najważniejszych z nich zalicza się uwzględnianie niepełnych informacji w wycenie rynkowej poszczególnych walorów oraz wadliwość opisu równowagi rynkowej przez model wyceny aktywów kapitałowych (CAPM).

Niniejsza praca najszerzej opisuje kwestie związane z efektywnością informacyjną rynku kapitałowego. Przeprowadzone eksperymenty symulacyjne dowodzą, iż w latach objętych analizą – na podstawie publicznie dostępnych wiadomości – można było wyłonić obiektywne metody generowania anormalnych stóp zwrotu²⁸. Przydatność powszechnie dostępnych danych do budowy portfeli przynoszących zyski przewyższające ich przeciętny poziom dla pozostałych uczestników rynku sugeruje, iż przyjęcie założenia dotyczącego natychmiastowego oraz adekwatnego odzwierciedlenia wszystkich informacji w cenach poszczególnych papierów wartościowych jest nieuzasadnione.

Dokonując interpretacji uzyskanych wyników, należy jednak zwrócić uwagę na fakt, iż nieprawidłowości w wycenie poszczególnych walorów nie zawsze mają charakter trwały. W przypadku strategii opartej na wskaźniku P/BV anormalne dodatnie stopy zwrotu utrzymują się na istotnym statystycznie poziomie przez okres co najmniej dwóch lat. Występowanie takiej prawidłowości zmniejsza prawdopodobieństwo, iż wyłączną przyczyną otrzymanych wyników jest „zawodność” rynku kapitałowego²⁹. Podobnego wniosku nie można wyciągnąć na podstawie analizy dwóch pozostałych strategii inwestycyjnych. W ich przypadku bowiem zakłócenia rynkowe pojawiają się okresowo. Oznacza to, że anomalie związane ze wskaźnikiem P/E oraz wartością kapitalizacji są stosunkowo szybko rozpoznawane i wykorzystywane przez inwestorów.

Bez względu na to, czy błędna wycena aktywów kapitałowych ma tendencję do kontynuacji czy też nie, we wszystkich przypadkach występuje brak możliwości wykorzystania efektów spółek do budowy portfeli bardziej efektywnych niż indeks giełdowy. Przyczyn takiego stanu rzeczy można doszukiwać się nie tylko w istnieniu efektywnego rynku kapitałowego, ale również w wadliwości przyjętego modelu równowagi, który jest podstawą wykazywanych anomalii. Potwierdzenie takiego poglądu wymaga jednak dalszych badań nad funkcjonowaniem polskiego rynku kapitałowego.

²⁸ Należy zauważyć, iż na GPW w Warszawie anomalie giełdowe kształtowały inaczej niż na amerykańskim rynku kapitałowym. W przypadku strategii opartych na wskaźniku P/BV oraz wartości kapitalizacji obserwowane różnice polegały na tym, iż to nie najniższe lecz najwyższe portfele charakteryzowały się istotną statystycznie dodatnią anormalną stopą zwrotu. Dla portfeli opartych na wskaźniku P/E wspomniana prawidłowość dotyczyła natomiast ósmego decyla.

²⁹ Zob. Reinganum M., Abnormal Returns in Small Firm Portfolios, „Financial Analysts Journal”, March–April 1981, s. 53.

7. Bibliografia

1. Alexander G., Sharpe W., Bailey J., *Fundamentals of Investments*, Upper Saddle River, New Jersey 1980.
2. Banz R., The Relationship Between Return and Market Value of Common Stocks, „*Journal of Financial Economics*”, Vol. 9, No. 1, 1981.
3. Basu S., Investment Performance of Common Stocks in Relation Their Price Earnings Ratios: A Test of the Efficient Market Hypothesis, „*The Journal of Finance*”, Vol. XXXII, No. 3, June 1977.
4. DeBondt W., Thaler R., Further Evidence On Investor Overreaction and Stock Market Seasonality, „*The Journal of Finance*”, Vol. XIII, No. 1, July 1987.
5. Fama E., Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, „*The Journal of Finance*”, Vol. 25, No. 2, May 1970.
6. Fama E., *Foundations of Finance*, Basic Books, New York 1976.
7. Fama E., French K., The Cross – Section of Expected Stock Returns, „*The Journal of Finance*”, Vol. XLVII, No. 2, June 1992.
8. Fama E., Reply, „*The Journal of Finance*”, Vol. XXXI, No. 1, March 1976.
9. Fama E., The Behavior of Stock Prices, „*Journal of Business*”, Vol. 38, Issue 1, January 65.
10. Finnerty J., Insiders and Market Efficiency, „*The Journal of Finance*”, Vol. XXXI, No. 4, September 1976.
11. Gajdka J., Walińska E., *Zarządzanie finansowe. Teoria i praktyka*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1994.
12. Haugen R., *Teoria nowoczesnego inwestowania*, WIG–Press, Warszawa 1996.
13. Jaffe J., Keim D., Westerfield R., Earnings Yields, Market Values, and Stock Returns, „*The Journal of Finance*”, Vol. XLIV, No. 1, March 1989.
14. Lintner J., Security Prices, Risk, and Maximal Gains from Diversification, „*The Journal of Finance*”, Vol. XX, December 1965, No. 4.
15. Mossin J., Equilibrium of Capital Asset Prices, „*Econometrica*”, October 1966, No. 34.
16. Reilly F., Brown K. „*Analiza, inwestycje i zarządzanie portfelem*”, PWE, Warszawa 2001.
17. Sharpe W., Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Condition of Risk, „*The Journal of Finance*”, Vol. XIX, September 1964, No. 3.

Determinanty procesu inwestowania w przedsiębiorstwie

1. Wprowadzenie

Realizacja zamierzeń inwestycyjnych zależy od warunków i ograniczeń wpływających na możliwości ich podjęcia. Przygotowując inwestycję, należy brać pod uwagę czynniki, charakter i jej zasięg, wartość, możliwe do uzyskania efekty produkcyjne, ekonomiczne i finansowe, jak również powiązanie inwestycji z otoczeniem¹. Przedsiębiorstwo jest systemem otwartym, co oznacza, że jego wzrost i przetrwanie zależą od istniejących i przyszłych warunków zewnętrznych² oraz wewnętrznych. Otoczenie przedsiębiorstwa pewne szanse, ale także stanowi zagrożenia dla jego działalności.

W literaturze spotyka się podział na dwa rodzaje czynników, mających wpływ na decyzje inwestycyjne podmiotów. Są to czynniki wewnętrzne oraz zewnętrzne³.

2. Czynniki wewnętrzne

Przedsiębiorstwo chcąc zapewnić sobie określoną pozycję w długim okresie, musi rozwijać się selektywnie i podejmować decyzje inwestycyjne w te obszary działalności, w których ma znaczący udział rynkowy lub ma szanse, aby osiągnąć go w przyszłości. Powinno zmniejszyć zaangażowanie w te dziedziny lub nawet całkowicie wycofać się z nich, gdy są one słabą stroną działalności i nie roszą poprawy⁴.

Istnieje kilka podejść do podziału czynników wewnętrznych, aktywujących inwestycje w przedsiębiorstwach. W celu ujednoczenia, a zarazem uwzględ-

¹ J. Iwin, Z. Niedzielski, *Rzeczowy majątek trwały, amortyzacja i inwestycje rzeczowe w finansach przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 164.

² J. Penc, *Strategie zarządzania. Perspektywiczne myślenie, systemowe działania*, Agencja Wydawnicza Placet, Warszawa 1994, s. 21.

³ Podział taki proponują m.in. H. Henzel, K. Marcinek, H. Walica, *Vademecum inwestora: Przygotowanie i wykonawstwo inwestycji rzeczowych*, GIPH, Katowice 1996, s. 15–31, J. Różański, *Inwestycje rzeczowe w procesach rozwojowych przedsiębiorstw*, Uniwersytet Łódzki, Łódź 1998, s. 55.

⁴ J. Iwin, Z. Niedzielski, *Rzeczowy...*, *op. cit.*, s. 162–163.

nienia większość determinant, proponuje się podział na następujące czynniki wewnętrzne⁵:

- cele inwestycyjne przedsiębiorstw,
- wielkość i wartość inwestycji,
- złożoność i innowacyjność,
- czas przeprowadzenia i wdrożenia,
- struktura organizacyjna przedsiębiorstwa i personel zarządzający,
- możliwości finansowe i osiągalność zasobów.

2.1. Cele inwestycyjne przedsiębiorstw

Realizowanie inwestycji jest ściśle związane z ogólną strategią działania przyjętą przez przedsiębiorstwo. Strategię przedsiębiorstwa można traktować jako „motor” napędzający działalność inwestycyjną. Ona właśnie określa bardzo często kierunki polityki inwestycyjnej, a w ostateczności zasadność stwarzania i realizacji strategii inwestycyjnej⁶. W planach strategicznych powinny być zawarte potencjalne zagrożenia i szanse dla realizowanych inwestycji⁷, wynikające z analizy przedsiębiorstwa, jego poszczególnych składników i otoczenia, z uwzględnieniem wszelkich okoliczności, które mogą mieć istotny wpływ na przebieg planowanej inwestycji⁸. Dzięki inwestycjom przedsiębiorstwo ma możliwości rozwoju, ponieważ są one uważane jako czynnik rozwojowy, skoordynowany z bieżącymi działaniami przedsiębiorstwa i otoczeniem.

Polityka inwestycyjna⁹ realizowana przez przedsiębiorstwo obejmuje zespół długookresowych i operacyjnych działań, mających na celu określenie potrzeb inwestycyjnych przedsiębiorstwa, dążenie do ich zaspokajania i modyfikowania, w zależności od warunków i realnego oddziaływania na sferę zewnętrzną. Jak pisze J. Iwin: *potrzeby inwestycyjne można rozumieć jako zasadność lub konieczność realizacji inwestycji, wynikających z przesłanek bieżących lub dotyczących rozwoju przedsiębiorstwa*. Mogą być one zaspokojone w pełnym lub ograniczonym zakresie, co zależy m.in. od przyszłych warunków realizacji inwestycji¹⁰.

⁵ Por. D. A. Hay, D. J. Morris, *Industrial economic, theory and evidence*, Oxford University Press, Oxford 1979, s. 381–382; H. Henzel, K. Marcinek, H. Walica, *Vademecum...*, *op. cit.*, s. 22–31; J. Różański, *Inwestycje...*, *op. cit.*, s. 54–55; W. Gabrusiewicz, A. Kamela-Sowińska, H. Poetschke, *Rachunkowość zarządcza*, PWE, Warszawa 2002, s. 340.

⁶ Z. Wilimowska, M. Wilimowski, *Sztuka zarządzania finansami*, OPO, Bydgoszcz 2001, s. 713.

⁷ A. C. Shapiro, S. D. Balbirer, *Modern corporate finance. A multidisciplinary approach to value creation*, Prentice Hill, Upper Saddle River 2000, s. 243.

⁸ J. Komorowski, *Budżetowanie jako metoda zarządzania przedsiębiorstwem*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997, s. 42.

⁹ Etapy polityki inwestycyjnej przedstawione są m.in. w pracy Z. Wilimowska, M. Wilimowski, *Sztuka...*, *op. cit.*, s. 714–715.

¹⁰ J. Iwin, Z. Niedzielski, *Rzeczowy...*, *op. cit.*, s. 163.

Jednym z podstawowych kryteriów ustalenia zapotrzebowania przedsiębiorstwa na realizację inwestycji są cele¹¹, jakie przedsiębiorstwo chce osiągnąć w wyniku działalności inwestycyjnej. U. Malinowska wyróżnia dwa rodzaje celów inwestycyjnych przedsiębiorstw, tzn. cele¹²:

- planów inwestycyjnych jako całości (rozwój lub przetrwanie¹³),
- poszczególnych zadań inwestycyjnych.

Przy ustalaniu optymalnych celów inwestycyjnych należy pamiętać, że przedsiębiorstwo działa w dynamicznym, konkurencyjnym otoczeniu i najważniejszym dla niego jest osiągnięcie sukcesu oraz minimalizacja ryzyka¹⁴. Inwestycje są odzwierciedleniem zaspokojenia określonych potrzeb przedsiębiorstwa. Potrzeby te dla różnych podmiotów mają różny wymiar i towarzyszy im odpowiednia polityka inwestycyjna. Dla pewnej grupy przedsiębiorstw realizacja projektów inwestycyjnych ma przede wszystkim wymiar materialny. Inne przedsiębiorstwa, dla których ważniejszy jest wymiar niematerialny, inwestycje traktują jako możliwość zwiększenia udziału w rynku, dotarcie do nowych rynków zbytu czy zwiększenie konkurencyjności.

W efekcie takich działań przedsiębiorstwo zazwyczaj ma większe możliwości do umacniania pozycji na rynku, zarówno w ujęciu ilościowym, jak i jakościowym. Działania te bowiem wpływają na maksymalizację wartości przedsiębiorstwa¹⁵.

W rozwiniętej gospodarce inwestycje są integralną częścią strategii rozwoju przedsiębiorstwa, której głównym celem jest maksymalizacja wartości rynkowej przedsiębiorstwa, poprzez maksymalizację zysku osiągniętego dzięki efektywnemu wykorzystaniu zaangażowanego kapitału¹⁶. Nie ma jednak jednej uniwersalnej strategii inwestowania w przedsiębiorstwie.

2.2. Wielkość i wartość inwestycji

Niektóre inwestycje stanowią same w sobie źródła – czynniki niepowodzeń niezależnie od wpływu otoczenia, w jakim są podejmowane czy umiejętności osób zarządzających¹⁷. Przykładami takich czynników są wielkość i wartość przedsięwzięcia inwestycyjnego.

¹¹ Por. J. Komorowski, Planowanie finansowe w przedsiębiorstwie, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr, Gdańsk 2001, s. 133.

¹² U. Malinowska, Wycena przedsiębiorstw w warunkach Polskich, Difin, Warszawa 200, s. 150.

¹³ H. Towarnicka, Inwestycje rzeczowe w warunkach transformacji, Akademia Ekonomiczna, Wrocław 1996, s. 35.

¹⁴ *Ibidem*, s. 26.

¹⁵ Z. Fedorowicz, Finanse przedsiębiorstw, Poltext, Warszawa 1998, s. 11.

¹⁶ E. Ostrowska, Ryzyko projektów inwestycyjnych, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2002, s. 16–17.

¹⁷ K. Marcinek, Ryzyko projektów inwestycyjnych, Akademia Ekonomiczna, Katowice 2000, s. 44.

Duże projekty inwestycyjne zazwyczaj uważane są za bardziej obciążone ryzykiem. Wynika to z ich specyfiki, a szczególnie z¹⁸:

- wysokich nakładów inwestycyjnych,
- dużych rozmiarów fizycznych,
- długiego okresu wdrażania i eksploatacji,
- dużego zasięgu oddziaływania,
- strategicznego znaczenia dla przedsiębiorstwa, rynku lokalnego,
- dużej złożoności projektu, tj. znacznej liczby czynności do wykonania czy podmiotów uczestniczących,
- indywidualnych, dostosowanych do specyfiki projektu form planowania, zarządzania i finansowania.

2.3. Złożoność i innowacyjność

Jedną z cech większości dużych inwestycji jest ich złożoność, wyrażająca się w skomplikowanej budowie planów, jak również w rosnącej liczbie podmiotów uczestniczących. Złożoność może występować zarówno jako złożoność organizacyjna i techniczna¹⁹. Złożoność organizacyjna jest charakterystyczna w szczególności dla projektów budowlanych, w których to uczestnictwie bierze udział znaczna liczba jednostek. Złożoności technologiczna wynika z rosnącej podaży możliwych do zastosowania surowców (materiałów), technologii. W obecnym tempie rozwoju złożoność technologiczna staje się jednym z najczęściej wymienianych czynników niepowodzenia projektu.

Głównym motywem innowacyjności przedsiębiorstw, jest potrzeba pozyskania nowych rynków zbytu lub konieczność poprawy istniejących produktów. Szczególnie istotnym elementem walki o sukcesy rynkowe są innowacje produktowe. Zdolność do wprowadzenia innowacji przez przedsiębiorstwo uwarunkowana jest dostępem do informacji i technologii, jak również możliwości finansowych przedsiębiorstwa. Trafna ocena, w której fazie cyklu życia jest produkt, posiada kluczowe znaczenie dla ekspansji przedsiębiorstwa i jego przyszłego położenia²⁰. Duże podmioty gospodarcze mają więc lepsze możliwości wprowadzania projektów innowacyjnych, średnie i małe są bardziej elastyczne w dostosowywaniu się do potrzeb klienta i warunków panujących na rynku.

2.4. Czas przeprowadzenia i wdrożenia przedsięwzięcia inwestycyjnego

Kolejnym czynnikiem, który wpływa na jakość realizowanego projektu jest czas przeznaczony na jego przeprowadzenie i wdrożenie. Prawidłowe określenie i trzy-

¹⁸ *Ibidem*, s. 44.

¹⁹ *Ibidem*, s. 50.

²⁰ H. Henzel, K. Marcinek, H. Walica, *Vademecum...*, *op. cit.*, s. 26–27.

manie się wyznaczonego okresu zapobiega przeciąganiu prac i zwiększaniu nakładów inwestycyjnych. Nie powoduje marnotrawstwa technologicznego.

Zarówno pośpiech, jak i przedłużanie wykonania projektu, nie wpływają korzystnie na przyjęte standardy jakościowe. Należy również podkreślić, że skracanie cyklu inwestycyjnego, polegające na równoległym wykonywaniu pewnych czynności, np. rozpoczynanie realizacji kolejnego etapu projektu przed całkowitym zakończeniem wcześniejszych, również powoduje wzrost zagrożeń.

S. Nahotko wyróżnia trzy podstawowe rodzaje wahań: sezonowe, przypadkowe i koniunkturalne²¹, które mają wpływ na poziom inwestycji. Słuszne wydaje się więc prawidłowe dopasowanie decyzji o podjęciu przedsięwzięcia do dogodnych warunków. Warunków, w których realizacja inwestycji nie zostanie obciążona zwiększonymi kosztami, spadkiem sprzedaży produktów i innymi czynnikami negatywnymi, związanymi z ogólnymi problemami gospodarki.

2.5. Struktura organizacyjna i personel zarządzający

Struktura organizacyjna przedsiębiorstwa i system zarządzania pozwalający na przystosowanie się do zmiennego otoczenia, jak również kultura w tworzeniu nowych organizacji i współdziałanie z innymi podmiotami, pozwala na zminimalizowanie działania czynników negatywnych oraz korzystanie ze sprzyjających. Same zmiany organizacyjne mogą powodować konieczność przeprowadzenia inwestycji. Pojawienie się koniunktury wzmacnia lub uruchamia procesy łączenia i przyłączania przedsiębiorstw. Ich przygotowywanie trwa zazwyczaj dość długo, ale koniunktura usuwa przeszkody i przyspiesza procesy fuzji²².

Łączenie przedsiębiorstw często jest stosowane jako skuteczna i szybka metoda wejścia w pojawiające się nowe dziedziny działalności²³. Przedsięwzięciami bardziej trwałymi, łączącymi jednostki gospodarcze jest wspólne przedsiębiorstwo, powołane do wykonywania określonych celów dla tych jednostek²⁴.

Każda inwestycja podejmowana przez przedsiębiorstwo wymaga wybrania odpowiedniego zespołu do planowania i realizacji projektu inwestycyjnego. Brak kompetencji i zbyt małe zaangażowanie w projekt zarządzającego może być źródłem działania negatywnych czynników, a w konsekwencji nieosiągnięcia przez

²¹ S. Nahotko, *Stymulatory ekonomiczne procesów inwestycyjnych w przedsiębiorstwie*, OPO, Bydgoszcz 2001, s. 48.

²² Z. Pierścionek, K. Poznańska, red., *Strategie rozwoju współczesnych przedsiębiorstw*, SGH, Warszawa 2000, s. 62.

²³ Z. Pierścionek, *Fuzje i przejęcia w procesie globalizacji przedsiębiorstw*, Instytut Funkcjonowania Gospodarki Narodowej, Warszawa 2001, s. 51–55.

²⁴ M. Romanowska, M. Trocki, B. Wawrzyniak, M. Grupy kapitałowe w Polsce, Difin, Warszawa 2000, s. 74.

inwestora nadrzędnych i długotrwałych celów. Gotowość do inwestowania w dużym stopniu zależy więc od determinacji i zaangażowania kadry zarządzającej.

2.6. Możliwości finansowe i osiągalność zasobów

O tym, czy inwestycja zostanie zrealizowana, mogą zdecydować także możliwości pozyskania zasobów. Osiągalność niezbędnych zasobów jest warunkiem powodzenia projektu zarówno w trakcie jego realizacji, jak i w fazie eksploatacji powstałych obiektów. Brak dostępności hamuje rozwój, a pozyskanie ich wbrew innym i zróżnicowany dostęp zwiększają koszty²⁵.

Ustalenie niezbędnych rodzajów zasobów (ilościowe i jakościowe), sposobów i kosztów ich pozyskania, czasu, w którym będą potrzebne, a także sposobu ich wykorzystania wymaga precyzyjności i ciągłego nadzorowania, szczególnie w przypadku, gdy ich podaż jest ograniczona. Zasadne staje się wprowadzanie zmian do założeń projektu. Niedobory w trakcie realizacji mogą doprowadzić do jego wstrzymania, a nawet zaniechania.

Wśród zasobów nieustannie zyskują jednak na znaczeniu te, które mają charakter unikatowy i decydują o inności lub odrębności przedsiębiorstwa. Tracą znaczenie takie czynniki wytwórcze, jak: ziemia, surowce, kapitał i siła robocza, których cechami m.in. są: źródłowy charakter i ograniczoność występowania. Dynamicznie rozwijają się zaś zasoby niematerialne, w tym głównie wiedza i umiejętności technologiczne. Zmniejszają one bowiem zapotrzebowanie na surowce, siłę roboczą, czas i inne czynniki produkcyjne²⁶. Szczęólnego znaczenia nabiera proinnowacyjne nastawienie przedsiębiorstw, które przynosi rezultaty w osiągnięciu strategicznych celów. W nowoczesnej aktywności gospodarczej konkurowanie między przedsiębiorstwami oznacza wyścig innowacyjny²⁷.

3. Czynniki zewnętrzne

Analiza otoczenia zewnętrznego przedsiębiorstwa jest jednym z podstawowych elementów w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych przez przedsiębiorstwo. To rozpoznanie aktualnych powiązań przedsiębiorstwa z wszystkimi i wszystkim, co nie jest w nim, ale na zewnątrz, lub co może mieć liczący się wpływ na jego działalność²⁸. Przetrawanie i umiejętność reagowania na bodźce płynące ze zmiennego otoczenia daje przedsiębiorstwu szanse na utrzymanie się na rynku i rozwój.

²⁵ Z. Pierścionek, K. Poznańska, red., *Strategie...*, *op. cit.*, s. 66.

²⁶ M. Białasiewicz, red., *Rozwój przedsiębiorstw, modele, czynniki, strategie*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2002, s. 118.

²⁷ *Ibidem*, s. 122.

²⁸ H. Zalewski, *Polityka i strategie w zarządzaniu finansami firmy*, ODiDK, Gdańsk 1999, s. 56.

Każde przedsiębiorstwo ma do czynienia z dwoma typami czynników wpływających z otoczenia: zależnym i niezależnym²⁹. Czynniki zależne to determinanty, na które przedsiębiorstwo może wywierać wpływ. W przypadku czynników niezależnych przedsiębiorstwo nie ma szans na jakikolwiek wpływ na nie. Może jedynie dostosować się do panujących warunków.

Do głównych czynników zewnętrznych zalicza się czynniki³⁰:

- konkurencyjne,
- ekonomiczne,
- prawne,
- polityczne,
- społeczne,
- technologiczne i wykonawcze,
- przyrodnicze.

Nie wszystkie przedsiębiorstwa muszą reagować na wymienione czynniki w jednakowym stopniu. Generalnie zależy to od struktury i zakresu jego działalności. Jedne będą reagowały bardziej aktywnie na cykle koniunkturalne, inne na nagłe zmiany potrzeb klientów, dostępność surowców czy warunki pogodowe.

3.1. Czynniki konkurencyjne

Przedsiębiorstwa – z wyjątkiem niewielkiej liczby tzw. przedsiębiorstw globalnych – konkurują ze sobą w pewnym ograniczonym zakresie geograficznym oraz obszarze ekonomicznym. Jest to konkurencja w skali lokalnej, regionalnej, krajowej czy międzynarodowej³¹. Czynniki wynikające z otoczenia konkurencyjnego są jednym z bodźców wprowadzania m.in. rozwiązań innowacyjnych. Niosą jednak za sobą globalizację konkurencji³².

Współczesne przedsiębiorstwa funkcjonują w warunkach turbulentnych³³ zmian otoczenia. Chcąc przetrwać, zmuszone są w elastyczny sposób dostosowywać się, a nawet w miarę możliwości wpływać na otoczenie. Ponieważ przedsiębiorstwa w naturalny sposób ograniczone są posiadanymi zasobami, muszą rozwijać przede wszystkim te umiejętności, które zapewnią im osiągnięcie przewagi konkurencyjnej³⁴. Możliwości oddziaływania przedsiębiorstwa na otoczenie kon-

²⁹ Por. M. Białasiewicz, red., *Rozwój...*, *op. cit.*, s. 57.

³⁰ Por. S. Nahotko, *Stymulatory...*, *op. cit.*, s. 48–55; M. Białasiewicz, red., *Rozwój...*, *op. cit.*, s. 61; K. Marcinek, *Ryzyko...*, *op. cit.*, s. 60–79; G. Gierszewska, M. Romanowska, *Analiza strategiczna przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2003, s. 40–48.

³¹ Z. Pierścioneck, *Strategie konkurencji i rozwoju przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo naukowe PWN, Warszawa 2003, s. 189.

³² K. Marcinek, *Ryzyko...*, *op. cit.*, s. 60.

³³ M. Zdyb, *Istota decyzji*, Wydawnictwo UMCS, Lublin 1993, s. 201.

³⁴ Z. Wilimowska, M. Wilimowski, *Sztuka...*, *op. cit.*, s. 715.

kurencyjne są zróżnicowane i zależą od jego pozycji konkurencyjnej³⁵ oraz sytuacji finansowej konkurentów.

W okresie przemian gospodarczych warunkiem utrzymania się na konkurencyjnym rynku jest wdrożenie innowacji łącznie z działalnością inwestycyjną. Z reguły wymaga to konieczności realizacji strategii marketingowo-inwestycyjnej przez przedsiębiorstwa³⁶. Innowacje i marketing są głównym źródłem kreowania siły nabywczej, co w sytuacji rynku nasyconego stanowi czynnik determinujący egzystencję i rozwój każdego przedsiębiorstwa, a w szczególności tzw. małej przedsiębiorczości³⁷.

3.2. Czynniki ekonomiczne

Skala aktywności inwestycyjnej zależy od wielu determinant związanych z ich strategią gospodarczą oraz otoczeniem. Wśród determinant makroekonomicznych³⁸ na szczególną uwagę zasługuje otoczenie ekonomiczne przedsiębiorstwa, wyznaczone przez panującą sytuację w gospodarce.

Liczba czynników płynących z otoczenia ekonomicznego jest znaczna. Do najważniejszych, z punktu widzenia decyzji inwestycyjnych, czynników ekonomicznych można zaliczyć³⁹:

- trendy rozwojowe w gospodarce,
- stopę procentową,
- inflację,
- politykę podatkową,
- politykę w zakresie wymiany międzynarodowej,
- zasoby gospodarki narodowej⁴⁰,
- możliwości pozyskania kapitału.

Zmiany cykliczne, ich częstotliwość i intensywność wahań wpływają na przychody ze sprzedaży. Efektywność projektów realizowanych przez takie podmioty powinna być analizowana zarówno w okresie ożywienia, jak i recesji.

Do innych parametrów makroekonomicznych, zalicza się stopę procentową, która w ekonomice inwestycji pełni rolę kluczową⁴¹. Stopa procentowa ma

³⁵ H. Henzel, K. Marcinek, H. Walica, *Vademecum...*, *op. cit.*, s. 19.

³⁶ H. Towarnicka, *Inwestycje rzeczowe w warunkach transformacji*, Akademia Ekonomiczna, Wrocław 1996, s. 140.

³⁷ L. Lewandowska, *Niekonwencjonalne formy finansowania przedsiębiorczości*, ODiDK, Gdańsk 1999, s. 11.

³⁸ E. Ostrowska, *Ryzyko...*, *op. cit.*, s. 25.

³⁹ K. Marcinek, *Ryzyko...*, *op. cit.*, s. 62–65.

⁴⁰ J. Iwin, Z. Niedzielski, *Rzeczowy...*, *op. cit.*, s. 165.

⁴¹ H. Henzel, K. Marcinek, H. Walica, *Vademecum...*, *op. cit.*, s. 17.

szczególne znaczenie w zarządzaniu, w warunkach znacznego poziomu udziału finansowania⁴² (wpływ bezpośredni).

Poziom stopy procentowej kształtuje m.in. stopa inflacji. W warunkach inflacji wzrasta liczba czynników niekorzystnych dla projektów inwestycyjnych. Rząd zazwyczaj ogranicza dostęp do kapitału, co powoduje wzrost stopy procentowej i w efekcie wzrost kosztu kapitału.

Jednym z celów polityki podatkowej jest stabilizowanie gospodarki, dlatego w zależności od panujących warunków polityka podatkowa może przybierać łagodne lub zaostrzone formy. Podczas recesji ulgi podatkowe powinny pobudzać rozwój gospodarki, między innymi poprzez stymulowanie działalności inwestycyjnej. W przypadku wzrostu, podwyższone podatki powinny gromadzić podaż pieniądza i hamować gospodarkę. Niestabilność i skomplikowany system opodatkowania powoduje jednak osłabienie reakcji przedsiębiorstw na podejmowanie decyzji inwestycyjnych.

Polityka gospodarcza rządu dotycząca wymiany międzynarodowej, ważna jest szczególnie dla przedsiębiorstw wiążących realizację inwestycji z możliwościami oferowania swoich produktów na rynkach zagranicznych. Znaczenia naberają szanse i zagrożenia płynące z polityki celnej, walutowej, standardów międzynarodowych itd. Ciągłe jednak nie ma kompleksowego modelu polityki handlowej, tak aby odpowiadał obu stronom. Międzynarodowy wzrost przedsiębiorstw przypisywany jest zmianom na niedoskonałym rynku, powstrzymującym kompletnie wolny przepływ pieniądza, rzeczy czy kapitału międzynarodowego. Niedoskonałości te zmniejszają również regulacje i kontrola rządu, takie jak: taryfy, kontrola kapitału, nakładanie barier w wolnym handlu i prywatnych inwestycjach⁴³.

Zasoby gospodarki narodowej nie są nieograniczone, a w niektórych przypadkach „rzadkie” ze względu na fakt, że chęć korzystania z nich jest coraz większa, przy niezmiennej podaży i możliwościom wyczerpania⁴⁴. Alokacja zasobów w gospodarce i oddziaływanie na redystrybucję dochodów odbywa się poprzez różnego rodzaju instrumenty, np. fiskalne⁴⁵, tak aby możliwy był jak najwyższy wzrost gospodarczy i związany z tym rozwój przedsiębiorstw, ponieważ zasoby te są również wykorzystywane przez podmioty. W niektórych przypadkach ich dostępność lub koszt pozyskania warunkuje realność przeprowadzenia inwestycji.

⁴² S. Nahotko, *Stymulatory...*, *op. cit.*, s. 53.

⁴³ A. C. Shapiro, *Multinational financial management*, Allyn & Bacon, Boston, London, Sydney, Toronto 1996, s. 516.

⁴⁴ N. Samuelson, *Ekonomia*, T. II, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998, s. 144.

⁴⁵ S. Owsiak, *Finanse publiczne*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999, s. 63.

Pozyskanie kapitału dla większości inwestycji ma znaczenie fundamentalne, bowiem najczęściej są one finansowane znacznym udziałem kapitałów obcych. Dostępność źródeł finansowania w danym kraju zależy od rozwoju rynku kapitałowego, jak również zdolności przedsiębiorstwa do pozyskania kapitałów obcych.

3.3. Czynniki prawne

Przepisy prawne wpływają na kształt przyjętych rozwiązań projektu inwestycyjnego. Nieznajomość prawa zwiększa ryzyko niepowodzenia projektu.

Przedsiębiorca przygotowując projekt inwestycji powinien poruszać się w różnych obszarach prawa. W praktyce niedomagania rozwiązań prawnych są postrzegane jako istotne bariery w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Dotyczy to tworzenia prawa, spójności różnych rozwiązań prawnych oraz egzekwowania. Doskonalenie i ujednocnianie prawa jest z natury rzeczy procesem skomplikowanym, długotrwałym i kosztownym⁴⁶. Tzw. unifikacja prawa pozwala bowiem, na swobodę działania, inwestowania i poruszania się po różnych terenach.

3.4. Czynniki polityczne

Otoczenie polityczne podobnie jak otoczenie ekonomiczne cechuje duża złożoność. Elementy otoczenia politycznego są stosunkowo trudno kwantyfikowalne, dlatego nie zawsze możliwe jest zmierzenie w wielkościach ilościowych ich wpływu na inwestycje⁴⁷. Oddziaływanie czynników politycznych jest szczególnie odczuwalne, w przypadku dużych projektów. Głównie są to inwestycje infrastrukturalne.

Inwestowaniu sprzyja stabilizacja polityczna kraju i faza rozwoju gospodarczego. Przedsiębiorcy czują się wtedy pewniej, a ich przedsiębiorstwa mają szanse na zdobywanie wyższych pozycji w ratingach⁴⁸. Bywa, że niektórzy inwestorzy wyprzedzając fazę ożywienia podejmują swoje decyzje inwestycyjne, co w konsekwencji często pozwala im zapewnić sobie wyższą pozycję niż konkurenci.

Przedsiębiorcy oczekują, że państwo z jednej strony będzie chroniło rynki dla ich produktów, z drugiej zaś strony będzie pomagało im rozwijać nowe wyroby i technologie. W odpowiedzi na te oczekiwania, większość państw stara się za pomocą narodowych programów badawczych i w udziale w międzynarodowych

⁴⁶ H. Towarnicka, *Inwestycje...*, *op. cit.*, s. 139.

⁴⁷ K. Marcinek, *Ryzyko...*, *op. cit.*, s. 67.

⁴⁸ S. Z. Benning, O. H. Sarig, *Finanse przedsiębiorstwa: metody wyceny*, WIG-Press, Warszawa 2000, s. 394. Najbardziej znanymi agencjami ratingowymi są: Moody's i S&P. Są jeszcze trzy inne uznane agencje Doff & Phelps, Fitch Investors Service oraz McCarthy, Crisanti & Maffei, jednak i oceny ratingowe są rzadziej stosowane.

projektach, tak sterować rynkiem wewnętrznym aby uzyskać jak największą skalę transferu publicznych zasobów, prywatnym przedsiębiorcom⁴⁹. Działania te zależą jednak w znacznym stopniu od możliwości i realizowanej polityki państwa.

3.5. Czynniki społeczne

Czynniki społeczne, podobnie jak czynniki polityczne, są trudne do zmierzenia i jednoznacznego określenia wartościowo ich wpływu na dany projekt. Wiadomo, że stabilizacja społeczna wpływa proinwestycyjnie.

Warto również zwrócić uwagę na zmiany demograficzne zachodzące w społeczeństwie. Wpływają one na strukturę popytu, zasobów na rynku pracy, a w konsekwencji na wzrost kosztów pracy. Przy czym zmiany demograficzne mają zdecydowanie większe znaczenie w skali ogólnogospodarczej. Na poziomie przedsiębiorstwa jedynie niektóre trendy, takie jak wyżej wymienione, zachodzące w otoczeniu demograficznym mogą mieć bezpośredni związek z prowadzoną działalnością. Wpływ ten jest raczej widoczny w długim okresie czasu.

3.6. Czynniki technologiczne i wykonawcze

Tempo przemian technologicznych i jakość czynności wykonywanych przez wykonawców projektu sprzyja przeprowadzaniu inwestycji. Jako proinwestycyjne czynniki można uważać m.in. rosnącą ilość wynalazków i ulepszeń, skracanie czasu ich wdrażania czy wykonywanie prac zgodnie ze światowymi normami. Zmiany technologiczne, będące źródłem powstawania nowych dziedzin i metod wykonawczych, stwarzają szanse podjęcia nowych projektów inwestycyjnych. Z drugiej strony, w przypadku niewłaściwego doboru technologii czy opóźnień we wdrożeniu, mogą powodować zagrożenia dla inwestycji.

Z uwagi na zróżnicowane tempo narastania zmian technologicznych w różnych gałęziach przemysłu, aktywność inwestycyjna przedsiębiorstw może być odmienna. Najwyższa jest w gałęziach nowoczesnych, wdrażających najnowsze rozwiązania techniczne⁵⁰.

Na jakość technologiczną projektu wpływa również wykonanie poszczególnych czynności. Źródłami zagrożenia, w tym obszarze mogą okazać się niewłaściwy dobór wykonawców, przesunięcia czasowe spowodowane złym rozplanowaniem czynności, niewłaściwe opracowaniu umów i kontraktów⁵¹. Wybór odpowiedniej technologii wiąże się więc bezpośrednio z warunkami jej wykorzystania⁵².

⁴⁹ G. Gierszewska, M. Romanowska, *Analiza...*, *op. cit.*, s. 47.

⁵⁰ H. Henzel, K. Marcinek, H. Walica, *Vademecum...*, *op. cit.*, s. 19.

⁵¹ K. Marcinek, *Ryzyko...*, *op. cit.*, s. 76.

⁵² W. Behrens, P. M. Hawranek, *Poradnik przygotowywania przemysłowych studiów feasibility*, UNIDO, Warszawa 1993, s. 214.

Rośnie również znaczenie informacji, ponieważ bariery informacyjne mogą obniżyć zakres wyborów inwestycyjnych. Istotnym ograniczeniem w podejmowaniu decyzji bywają niedostatki wiarygodnych danych i koszty związane z ich uzyskaniem⁵³.

3.7. Czynniki przyrodnicze

Rozwój gospodarczy i społeczny nie może w okresie wieloletnim dokonywać się w zdegradowanym środowisku. Uświadomienie tego faktu spowodowało radykalne zmiany poglądów na temat sposobu postrzegania roli przedsiębiorstw, w kształtowaniu warunków i mechanizmów ochrony środowiska.

Znaczną rolę w ekologicznym rozwoju przedsiębiorstw zaczęły stanowić inwestycje innowacyjne i strategiczne zarządzanie przedsiębiorstwem⁵⁴. Poprawę stanu środowiska zaczęto traktować jako szansę dla rozwoju przedsiębiorstwa, zwiększenie jego konkurencyjności, a nie jako kategorię zagrożeń, wynikającą z wysokich kosztów⁵⁵.

Innym czynnikiem przyrodniczym wpływającym na decyzje o podjęciu inwestycji są warunki klimatyczne i pogodowe. Klimat może stanowić ważny czynnik lokalizacji projektu.

4. Podsumowanie

Czynniki wewnętrzne na ogół służą wykorzystaniu czynników zewnętrznych. Same również mogą inspirować do działań inwestycyjnych, ale wówczas niezbędne okazuje się kojarzenie ich z niektórymi czynnikami zewnętrznymi. Te i inne niedoskonałości rynku i czyhające na podmioty gospodarcze pułapki prawne, polityczne, ekonomiczne są szczególnie silne w kraju o niestabilnej pozycji gospodarczej, a wahania zmian odczuwalne są nawet w krótkich okresach.

Omówione determinanty zewnętrzne i wewnętrzne to oczywiście nie wszystkie jakie mogą pojawić się podczas realizacji im przygotowania inwestycji. Nie ma możliwości identyfikacji ich wszystkich, choćby ze względu na to, że każda inwestycja jest indywidualna ze względu na swój cel realizacji, czas przeprowadzania i warunki towarzyszące temu procesowi. Analiza maksymalnej liczby znaczących czynników wzmacnia trafność podjętych decyzji. Zmniejszenie możliwości niepowodzenia inwestycji zależy jednak od zespołu projektowego, przez którego nie powinny być pomijane opinie i oceny osób nie związanych bezpośrednio z inwe-

⁵³ H. Towarnicka, *Inwestycje...*, *op. cit.*, s. 139.

⁵⁴ M. Romanowska, M. Trocki, red., *Przedsiębiorstwo...*, *op. cit.*, s. 303.

⁵⁵ *Ibidem*, s. 287.

stycją, ponieważ jako osoby często zewnętrzne, mogą uchwycić aspekty niedoceniane przez członków projektu i wnieść dodatkowe informacje.

5. Bibliografia

1. Behrens W., Hawranek P. M., Poradnik przygotowywania przemysłowych studiów feasibility, UNIDO, Warszawa 1993.
2. Benning S. Z., Sarig O. H., Finanse przedsiębiorstwa: metody wyceny, WIG-Press, Warszawa 2000.
3. Białasiewicz M., red., Rozwój przedsiębiorstw, modele, czynniki, strategie, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2002.
4. Fedorowicz Z., Finanse przedsiębiorstw, Poltext, Warszawa 1998.
5. Gabrusiewicz W., Kamela-Sowińska A., Poetschke H., Rachunkowość zarządcza, PWE, Warszawa 2002.
6. Gierszewska G., Romanowska M., Analiza strategiczna przedsiębiorstwa, PWE, Warszawa 2003.
7. Hay D. A., Morris D. J., Industrial economic, theory and evidence, Oxford University Press, Oxford 1979.
8. Henzel H., Marcinek K., Walica H., Vademecum inwestora: Przygotowanie i wykonawstwo inwestycji rzeczowych, GIPH, Katowice 1996.
9. Iwin J., Niedzielski Z., Rzeczowy majątek trwały, amortyzacja i inwestycje rzeczowe w finansach przedsiębiorstw, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.
10. Komorowski J., Budżetowanie jako metoda zarządzania przedsiębiorstwem, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997.
11. Komorowski J., Planowanie finansowe w przedsiębiorstwie, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr, Gdańsk 2001.
12. Lewandowska L., Niekonwencjonalne formy finansowania przedsiębiorczości, ODiDK, Gdańsk 1999.
13. Malinowska U., Wycena przedsiębiorstw w warunkach Polskich, Difin, Warszawa 2001.
14. Marcinek K., Ryzyko projektów inwestycyjnych, Akademia Ekonomiczna, Katowice 2000.
15. Nahotko S., Stymulatory ekonomiczne procesów inwestycyjnych w przedsiębiorstwie, OPO, Bydgoszcz 2001.
16. Ostrowska E., Ryzyko projektów inwestycyjnych, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2002.
17. Owsiak S., Finanse publiczne, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999.
18. Penc J., Strategie zarządzania. Perspektywiczne myślenie, systemowe działania, Agencja Wydawnicza Placet, Warszawa 1994.

19. Pierścionek Z., Fuzje i przejęcia w procesie globalizacji przedsiębiorstw, Instytut Funkcjonowania Gospodarki Narodowej, Warszawa 2001.
20. Pierścionek Z., Strategie konkurencji i rozwoju przedsiębiorstwa, Wydawnictwo naukowe PWN, Warszawa 2003.
21. Pierścionek Z., Poznańska K., red., Strategie rozwoju współczesnych przedsiębiorstw, SGH, Warszawa 2000.
22. Romanowska M., Trocki M., red., Przedsiębiorstwo partnerskie, Difin, Warszawa 2002.
23. Romanowska M., Trocki M., Wawrzyniak B., Grupy kapitałowe w Polsce, Difin, Warszawa 2000.
24. Różański J., Inwestycje rzeczowe w procesach rozwojowych przedsiębiorstw, Uniwersytet Łódzki, Łódź 1998.
25. Samuelson N., Ekonomia, T. II, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998.
26. Shapiro A. C., Multinational financial management, Allyn & Bacon, Boston, London, Sydney, Toronto 1996.
27. Shapiro A. C., Balbirer S. D., Modern corporate finance. A multidisciplinary approach to value creation, Prentice Hill, Upper Saddle River 2000.
28. Towarnicka H., Inwestycje rzeczowe w warunkach transformacji, Akademia Ekonomiczna, Wrocław 1996.
29. Wilimowska Z., Wilimowski M., Sztuka zarządzania finansami, OPO, Bydgoszcz 2001.
30. Zalewski H., Polityka i strategie w zarządzaniu finansami firmy, ODiDK, Gdańsk 1999.
31. Zdyb M., Istota decyzji, Wydawnictwo UMCS, Lublin 1993.

Pozytywny wpływ zarządzania ryzykiem walutowym w przedsiębiorstwie zorientowanym na wzrost wartości

1. Stabilizacja kursowa w przedsiębiorstwie jako efekt zabezpieczania się przed ryzykiem walutowym

Przysłuchując się wypowiedziom przedsiębiorców zajmujących się obrotem międzynarodowym możemy stwierdzić, że dla wielu z nich problemem nie jest wyłącznie wysokość kursu walutowego, ale ciągle wahania kursowe oraz wynikająca z tego nieprzewidywalność przyszłych przepływów pieniężnych. Zmienność na rynku walutowym uderza w rentowność operacyjną przedsiębiorstwa, stopę zwrotu z projektów inwestycyjnych oraz w złotową wysokość denominowanych zobowiązań. Tworząc projekcje finansowe, podpisując kontrakty handlowe, przyjmujemy przy tym pewne założenia co do kształtowania się kursów walutowych. Mając niejednokrotnie możliwość zagwarantowania sobie zakładanych poziomów kursowych, w większości jednak i tak zawieramy losy swojej firmy niewidzialnej ręce rynku, czyniąc w ten sposób niemal bezużyteczną pierwotną ocenę opłacalności danych przedsięwzięć.

Jeśli konsekwencje ukształtowania się kursów nie po naszej myśli wydają się dla nas zbyt duże, niweczając w jednej chwili prace i wysiłek całej naszej załogi, poważnie powinniśmy się przyjrzeć wszelkim możliwym sposobom uniezależnienia się od tej zmienności, wybierając oczywiście metody dla nas najefektywniejsze.

Mimo swego niewątpliwego udogodnienia związanego z prawem, a nie obowiązkiem nabywcy do realizacji opcji, płacona premia opcyjna często stanowi znaczny koszt zabezpieczenia. Zwłaszcza gdy mówimy o zabezpieczaniu zobowiązań warunkowych, o których powstaniu (czy też nie) dowiemy się dopiero po pewnym okresie. Minimalizacja kosztów zakupu opcji przyczyniła się do powstania szeregu nowych kontraktów pochodnych, o konstrukcji zbliżonej do zwykłych kontraktów opcyjnych. Kontrakty pochodne oparte na opcjach tworzone są przez kombinację instrumentów pochodnych, a powstały w ten sposób instrument ma nowe cechy. Właśnie te specyficzne cechy, niejako „krojone na miarę” konkretnego klien-

ta powodują, że opcje złożone to w większości instrumenty znajdujące się poza regulowanym obrotem giełdowym tzw. *over the counter*.

1.1. Opcja złożona – opcja na opcję¹

Nabywca opcji złożonej płaci premię za **pierwszy etap kontraktu**, znanego jako złożona opcja kupna. Zakup ten daje mu w ustalonym dniu i po ustalonej cenie w przyszłości prawo do kupna określonej opcji zwykłej. Opcja ta, stanowiąca **drugi etap kontraktu**, zostanie nabyta tylko wtedy, gdy realne stanie się już powstanie przewidywanego wcześniej zobowiązania/należności oraz jeśli koszt jej nabycia będzie niższy od aktualnego poziomu na rynku. Koszt opcji złożonej jest sumą premii płaconych w obu etapach kontraktu, a możliwość zrezygnowania po pierwszym etapie znacznie ogranicza koszty całej transakcji, zwłaszcza, że premia za pierwszy etap stanowi zaledwie około 25% kosztu całkowitego. Opcja złożona łączy w sobie element zabezpieczenia oraz niższy koszt zakupu w sytuacji, gdyby nie doszło do powstania zakładanej ekspozycji.

Założmy, że po trzech miesiącach dowiemy się, czy wygramy kontrakt, w wyniku którego po kolejnych sześciu miesiącach będziemy musieli zakupić pewną ilość waluty obcej. Możemy skorzystać ze zwykłej dziewięciomiesięcznej opcji na zakup waluty obcej lub też ze złożonej opcji kupna, której pierwszy etap kończy się po trzech miesiącach. Koszt premii za nabycie obu opcji i sam warunek powstania potrzeby zakupu waluty powinny przekonać nas do drugiego rozwiązania.

1.2. Opcja cylindryczna – strategia zerokosztowa

Polega na jednoczesnym zakupie i sprzedaży opcji, na ten sam termin, ale na innej cenie wykonania. Taka konstrukcja powoduje, że koszt całej transakcji może być znacznie ograniczony lub nawet zupełnie wyeliminowany². Dokładnie cały proces przedstawia poniższy przykład. Wszystkie kursy podane są jako USD/PLN, a termin realizacji wynosi 1 miesiąc.

- C – cena walutowej opcji *call*,
- P – cena walutowej opcji *put*,
- X_C – kurs wykonania opcji *call*,

¹ D. Bennett, Ryzyko walutowe, Dom Wydawniczy ABC, Kraków 2000, s. 122–124.

² Więcej na temat strategii zerokosztowych oraz ich pozytywnym wpływie na ograniczenie zmienności kursowej można znaleźć w pracy: D. V. Linden, Denomination of Currency Decision and Zero-Cost Options Collars, „Journal of Multinational Financial Management”, 15 (2005), 85–98. Na strategię zerokosztową jako na te, które obok equity swap są najbardziej popularnymi wśród menedżerów instrumentami zabezpieczającymi ich majątek wskazują w swoich badaniach: J. C. Bettis, J. M. Bizjak, M. L. Lemmon, Managerial Ownership, Incentive Contracting and the Use of Zero-Cost Collars and Equity Swaps by Corporate Insiders, „Journal of Financial and Quantitative Analysis”, Vol. 36, No 3, s. 346, September 2001.

X_p – kurs wykonania opcji *put*,

S_t – kurs waluty w chwili realizacji opcji walutowych.

Założmy więc, że za miesiąc potrzebna nam będzie pewna suma USD.

Tabela 1. Wyznaczenie opcji cylindrycznej dla importera

X_C	3,9265	3,9265	3,9265	3,9265	3,9265	3,9265	3,9265	3,9265	3,9265	3,9265	3,9265
C	-0,1478	-0,1478	-0,1478	-0,1478	-0,1478	-0,1478	-0,1478	-0,1478	-0,1478	-0,1478	-0,1478
S_t	3,6552	3,7300	3,8060	3,8444	3,9100	3,9159	3,9262	3,9656	4,0454	4,1265	4,2088
Wynik Call	-0,1478	-0,1478	-0,1478	-0,1478	-0,1478	-0,1478	-0,1478	-0,1086	-0,0289	0,0522	0,1345

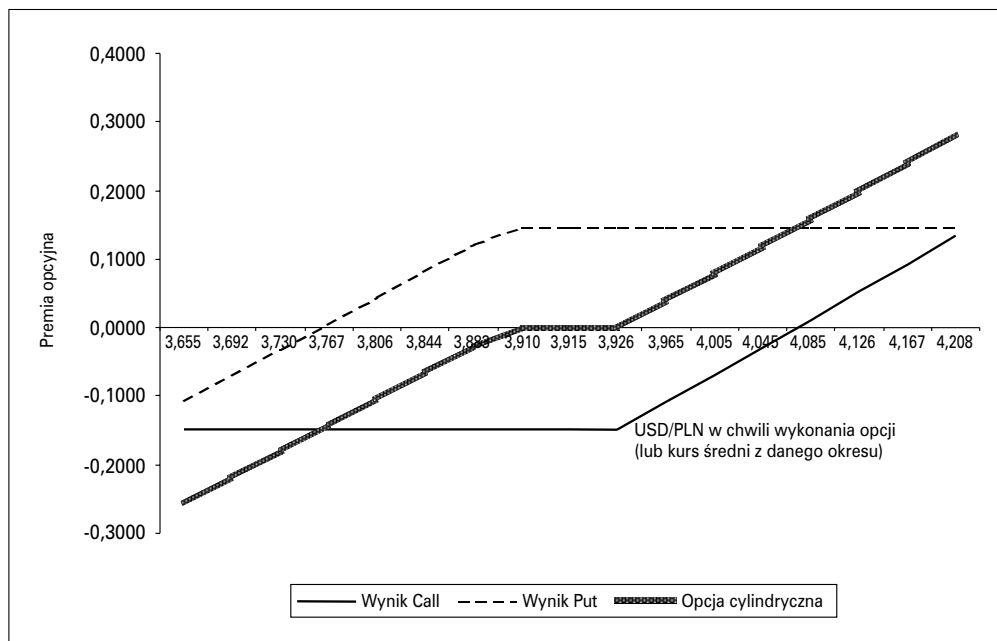
X_p	3,9095	3,9095	3,9095	3,9095	3,9095	3,9095	3,9095	3,9095	3,9095	3,9095	3,9095
P	0,1478	0,1478	0,1478	0,1478	0,1478	0,1478	0,1478	0,1478	0,1478	0,1478	0,1478
S_t	3,6552	3,7300	3,8060	3,8444	3,9100	3,9159	3,9262	3,9656	4,0454	4,1265	4,2088
Wynik Put	-0,1065	-0,0317	0,0443	0,0827	0,1478	0,1478	0,1478	0,1478	0,1478	0,1478	0,1478

Wynik Call	-0,1478	-0,1478	-0,1478	-0,1478	-0,1478	-0,1478	-0,1478	-0,1086	-0,0289	0,0522	0,1345
Wynik Put	-0,1065	-0,0317	0,0443	0,0827	0,1478	0,1478	0,1478	0,1478	0,1478	0,1478	0,1478
Opcja cylindryczna	-0,2543	-0,1795	-0,1035	-0,0651	0,0000	0,0000	0,0000	0,0391	0,1189	0,2000	0,2823

Źródło: obliczenia własne.

Kupujemy opcję kupna USD z kursem wykonania $X_C = 3,9265$ PLN, płacąc jej wystawcy (w przeliczeniu na jednego dolara) premię w wysokości $C = 0,1478$ PLN. Równocześnie sprzedajemy opcję sprzedaży USD z kursem wykonania $X_p = 3,9095$ PLN, otrzymując premię $P = 0,1478$ PLN. Koszt całkowity wynosi więc zero. Jednocześnie mamy pewność, że po miesiącu maksymalny kurs kupna USD wyniesie dla nas X_C , gdy kurs będzie niższy opcja *call* pozostanie niezrealizowana. Zobowiązaliśmy się dodatkowo do zakupu USD po kursie X_p i jeśli tylko S_t za miesiąc będzie niższy możemy być pewni, że dzisiejszy nabywca naszej opcji *put* zechce ją zrealizować.

Jeśli w chwili wykonania opcji kurs znajdzie się w przedziale (X_p, X_C) , obie opcje pozostaną *out of the money*, a my kupimy potrzebne nam dewizy na rynku walutowym. Z tabeli widzimy, że przy kursie z tego przedziału zakupiona opcja cylindryczna nie wiąże się z żadnymi przepływami pieniężnymi. Podstawową zaletą zakupionej opcji cylindrycznej jest to, że już w chwili jej zakupu znamy dokładny przedział cenowy potrzebnej nam za miesiąc waluty obcej. Z przeprowadzonych obliczeń wynika dodatkowo, że kupując tak skonstruowaną opcję cylindryczną, jesteśmy bardziej przekonani do wzrostu kursu USD albo nawet uważamy za mało prawdopodobny jego spadek. Wzrost kursu powyżej X_C to bowiem dodatkowy zysk z zakupionej opcji *call*, przy niezrealizowanej opcji *put*, natomiast spadek kursu poniżej X_p to niezrealizowana zakupiona opcja *call* i strata z obowiązku zakupu przez nas USD po wyższym niż rynkowym kursie.

Rysunek 1. Wyznaczenie opcji cylindrycznej dla importera

Źródło: obliczenia własne.

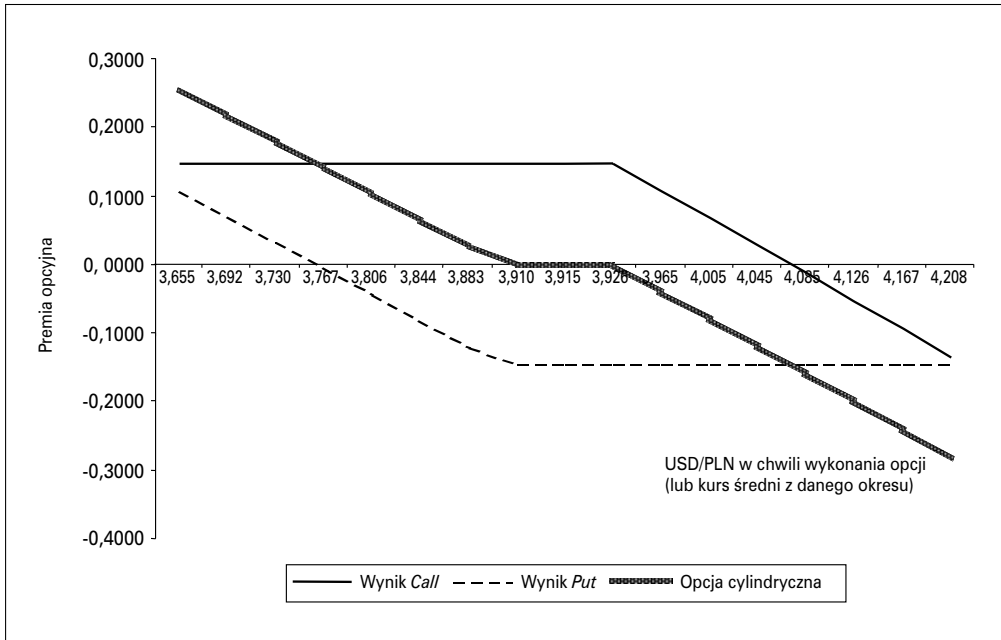
Podobną analizę możemy przeprowadzić dla opcji cylindrycznej złożonej z zakupionej przez nas opcji sprzedaży i sprzedanej opcji kupna. Zakup ten oznacza, że oczekujemy przyływu pewnej ilości USD i już dziś staramy się zabezpieczyć kurs sprzedaży przed jego nagłym spadkiem. Jest to dokładnie położenie, w jakim znalazł się sprzedający nam opcję cylindryczną z przykładu pierwszego.

Tabela 2. Wyznaczanie opcji cylindrycznej dla eksportera

Wynik Call	0,1478	0,1478	0,1478	0,1478	0,1478	0,1478	0,1478	0,1086	0,0289	-0,0522	-0,1345
Wynik Put	0,1065	0,0317	-0,0443	-0,0827	-0,1478	-0,1478	-0,1478	-0,1478	-0,1478	0,1478	0,1478
Opcja cylindryczna	0,2543	0,1795	0,1035	0,0651	0,0000	0,0000	0,0000	-0,0391	-0,1189	-0,2000	-0,2823

Źródło: obliczenia własne.

Niezmieniony pozostaje więc przedział (X_P, X_C) , ale tym razem na rynek walutowy udajemy się po to, aby sprzedać otrzymaną walutę. Wynik na takiej opcji cylindrycznej oznacza tym razem, że bardziej niż wzrostu oczekujemy spadku kursu. Spadek USD poniżej X_P to realizacja zakupionej przez nas opcji *put* i dodatkowy zysk, natomiast wzrost powyżej X_C wiąże się z realizacją wystawionej przez nas opcji *call* i stratą – teoretycznie nieograniczoną.

Rysunek 2. Wyznaczenie opcji cylindrycznej dla eksportera

Źródło: obliczenia własne.

1.3. Opcja na kurs średni – AVRO³

Do tej pory zajmowaliśmy się opcjami, których wartość zależała wyłącznie od kursu walutowego w chwili wygaśnięcia opcji. Przyjrzymy się teraz opcjom walutowym o wartości zależnej od kursu walutowego z pewnego ustalonego okresu sprzed daty wygaśnięcia. Wartość opcji na kurs średni (*average rate option*) opiera się na różnicy pomiędzy ustalonym kursem wykonania X a średnim kursem natychmiastowym $S_{\bar{t}}$ w pewnym wyznaczonym z góry przedziale czasowym w okresie ważności opcji.

Jak zostało zaznaczone, już w chwili zawierania kontraktu terminowego wiadomo, jakie terminy/daty brane będą pod uwagę w procesie wyznaczania kursu średniego. Dokładnie ustala się ponadto, ile pomiarów branych będzie pod uwagę podczas tego procesu. W wybranych przypadkach można zastosować także odmienne wagi dla różnych pomiarów. Jeśli średni kurs waluty jest gorszy od ustalonego kursu wykonania, przedsiębiorstwo otrzymuje wypłatę równą różnicy pomiędzy tymi dwoma kursami. Jeżeli jest on lepszy – co oznacza, że przedsię-

³ C. W. Smithson, C. W. Smith, Jr., D. S. Wilford, Zarządzanie ryzykiem finansowym, ABC, Kraków 2000, s. 457–464.

biorstwo mogło uzyskać lepszy kurs niż zabezpieczony przez AVRO – żadna rekompensata nie zostanie wypłacona.

Ponieważ zmienność kursu średniego jest zawsze mniejsza od zmienności kursu, wchodzącego do wyliczenia tej średniej, cena opcji na kurs średni jest niższa od ceny odpowiedniej opcji zwykłej.

Uniezależnienie się od niejednokrotnie bardzo zmiennych a nawet przypadkowych dziennych kursów walutowych, poprzez ustalenie ceny rozliczenia odzwierciedlającej średni z danego okresu (np. z miesiąca) kurs waluty, znacznie zabezpieczy nas od ryzyka niskiej wciąż płynności na krajowym rynku walutowym.

2. Wpływ zabezpieczania się przed ryzykiem walutowym na wartości firmy

Ekonomiczna wartość dodana (EVA) może wzrosnąć, jeśli jako część strategii przedsiębiorstwa zorientowanego na wzrost wartości potraktujemy zarządzanie ryzykiem walutowym. Pozytywny efekt zarządzania ryzykiem walutowym mógłby pojawić się dzięki niższemu kosztowi kapitału, poprawie wyniku finansowego czy też zmniejszeniu aktywów netto⁴.

2.1. Koszt kapitału obcego

Koszt kapitału obcego to odsetki od kredytu, kupony od obligacji, których wysokość zależy oprócz warunków rynkowych od grupy ryzyka, jaką reprezentuje nasza firma, naszego ratingu. Po uwzględnieniu tarczy podatkowej koszt kapitału obcego wynosi:

$$K_{Ko} = O \times (1 - t),$$

O – bankowa stopa procentowa,

t – stopa podatkowa.

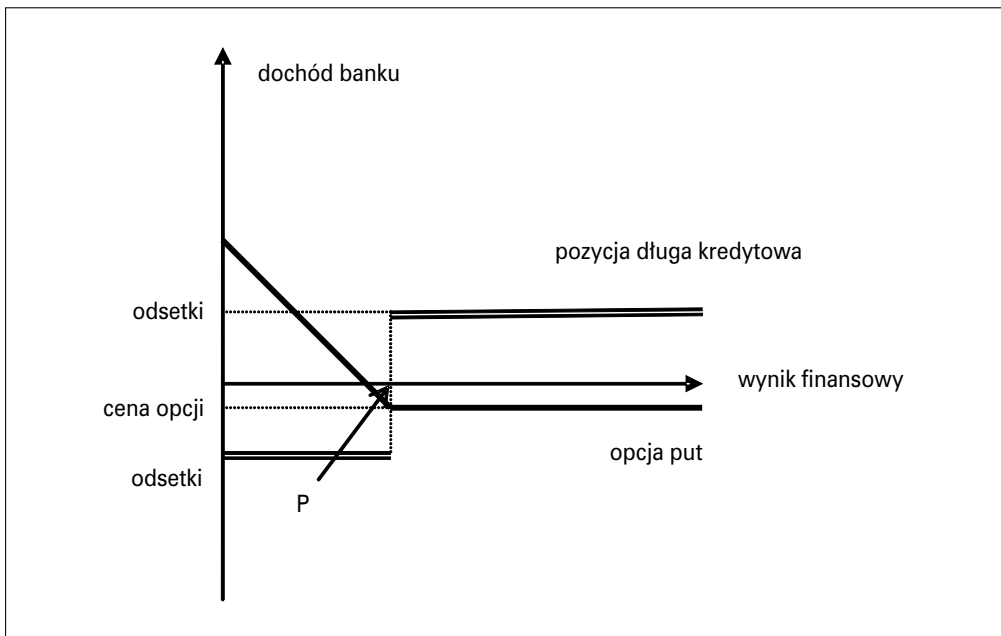
Jeśli przedsiębiorstwo płaci odsetki w zależności od stopy procentowej WIBOR + marża, to można założyć, że właśnie wysokość marży jest odzwierciedleniem

⁴ Ekonomiczna wartość dodana została szczegółowo opisana przez: J. M. Stern, J. S. Shiely, I. Ross, *The EVA Challenge – Implementing Value-Added Change in an Organization*, John Wiley & Sons, Inc., New York, 2001. S. D. Young, S. F. O’Byrne, *EVA and Value-Based Management: A Practical Guide to Implementation*, McGraw-Hill, New York, 2001. V. K. Bhalla, *Creating Wealth – Corporate Financial Strategy and Decision Making*, „Journal of Management Research”, Vol. 4, No. 1, 13–34, April 2004. Maksymalizacja wartości firmy na skutek realizowanej strategii zabezpieczenia jest omówiona przez: C. W. Smith, R. M. Stulz, *The Determinants of Firms’ Hedging Policies*, „Journal of Finance and Quantitative Analysis”, Vol. 20, No 4, 391–405, December 1985.

ryzyka banku z tytułu udzielonego nam kredytu. Postaramy się udowodnić, że niezależnie od szeregu rodzaju wskaźnikowych kryteriów oceny danego przedsiębiorstwa, marża ta jest powiązana ze zmiennością naszych wyników finansowych.

Udzielając nam kredytu bank zakłada, że będziemy go regularnie obsługiwać, spłacając zgodnie z umową zarówno odsetki, jak i raty kapitałowe. Pozycję banku możemy więc określić jako „długą pozycję kredytową”, na której bank może stracić w momencie zaprzestania terminowego regulowania zaciągniętego przez nas zobowiązania. Aby przed taką ewentualnością się zabezpieczyć, bank mógłby kupić opcję *put* na wynik finansowy naszej firmy. W sytuacji kiedy kredyt byłby normalnie obsługiwany, opcja pozostałaby niezrealizowana, a dochód banku równałby się płaconym przez nas odsetkom minus cena zakupionej opcji. Opcja byłaby wykonana dopiero w sytuacji pogorszenia się naszego wyniku, w sytuacji w której nie byliśmy w stanie regulować swojego zobowiązania wobec banku. Bank traciłby wtedy co prawda na kredycie, ale zyskiwał na opcji.

Rysunek 3. Analiza długiej pozycji kredytowej



Źródło: opracowanie własne.

Jako P określono poziom naszego wyniku finansowego, który gwarantuje jeszcze regulowanie zobowiązania kredytowego, P to także „cena” wykonania opcji *put*. Zejście poniżej P powoduje, że nie jesteśmy już w stanie normalnie regulo-

wać swojego zobowiązania wobec banku. Osiągnięcie wyniku poniżej P oznacza, że odsetki przestają wpływać do banku, który odnotowuje stratę w wysokości „odsetki”, a dochody zaczyna przynosić kupiona opcja⁵. Jeżeli chodzi o determinanty ceny opcji *put*, to zwrócimy uwagę tylko na zmienność. Mianowicie jeżeli wiadomo, że wzrost zmienności instrumentu bazowego podnosi wartość opcji⁶, co tłumaczy się wzrostem prawdopodobieństwa wykonania opcji, to w naszym przypadku oznaczałoby to, że wyższą cenę trzeba zapłacić za opcję wystawioną na przedsiębiorstwo, którego wynik charakteryzuje się większą zmiennością. Ponieważ zakup opcji jest kosztem dla banku oznacza to, że droższa opcja poprzez wzrost marży banku podniesie koszt kredytu dla przedsiębiorstwa. Powinno nas więc interesować zmniejszenie amplitudy wahań naszego wyniku finansowego⁷.

Podobną jak bank strategię może wykazywać inwestor giełdowy, dostawca kapitału własnego, mający dostęp zarówno do akcji danej spółki, jak i do opcji na te akcje. Opcje na akcje charakteryzujące się dużą zmiennością będą drożej wyceniane, a inwestor mający takie akcje będzie oczekiwał wyższej stopy zwrotu z inwestycji w dane przedsiębiorstwo. Rozwinięcie tej myśli przedstawimy w części dotyczącej kosztu kapitału własnego.

Przykładem kolejnym potwierdzającym zalety niższej zmienności naszego wyniku finansowego jest tabela 3. Załóżmy, że mamy do czynienia z dwoma identycznymi przedsiębiorstwami, różniącymi się tylko podejściem do zabezpieczania się przed ryzykiem walutowym.

Przedsiębiorstwo I **nie zabezpiecza się** przed ryzykiem walutowym, dlatego też zakres wahań waluty jest tu szerszy, a co za tym idzie wynik finansowy podlega tu większym wahaniom. Mimo, że przy niekorzystnym ukształtowaniu się kursu walutowego istnieje 40% ryzyko zejścia poniżej zera przedsiębiorstwo, to nie zabezpiecza się, licząc na korzystny kurs walutowy oraz wynik netto w okolicy miliona złotych.

Przedsiębiorstwo II **zabezpiecza się** przed ryzykiem walutowym, poświęcając temu co prawda swój maksymalny wyniki netto, ale otrzymując w zamian bezpieczeństwo i pewność nie zejścia poniżej zera.

⁵ Przedstawiona sytuacja, kiedy to przedsiębiorstwo zupełnie przestaje regulować swoje zobowiązania jest jednym z kilku możliwych wariantów, można bowiem przypuszczać, że wraz z pogarszaniem się wyniku zobowiązania byłyby co prawda regulowane ale w niepełnych, malejących wielkościach.

⁶ Szczegółowo wycenę opcji opisują: F. Black, M. Scholes, *The Pricing of Options and Corporate Liabilities*, „Journal of Political Economy”, 81, 637–654, May–June 1973.

⁷ O tym, że zabezpieczenie przed ryzykiem kursowym wpływa poprzez zmniejszenie wahań przepływów pieniężnych na wzrost wartości firmy piszą: D. R. Nance, C. W. Smith, Jr., C. W. Smithson, *On the Determinants of Corporate Hedging*, „The Journal of Finance”, Vol. XLVIII, No. 1, 267–284, March 1993.

Tabela 3. Wpływ zabezpieczania się przed ryzykiem walutowym na wynik finansowy firmy

Przedsiębiorstwo I		Przedsiębiorstwo II	
Prawdopodobieństwo	Wynik finansowy	Prawdopodobieństwo	Wynik finansowy
20%	-1.500.000,- PLN	33,33%	0,- PLN
20%	-750.000,- PLN	33,33%	250.000,- PLN
20%	0,- PLN	33,33%	500.000,- PLN
20%	750.000,- PLN		
20%	1.500.000,- PLN		
Wynik zważony prawdopodobieństwem	0,- PLN	Wynik zważony prawdopodobieństwem	250.000,- PLN

Źródło: obliczenia własne.

Pierwsze przedsiębiorstwo ma zmienność (+1,5 mln PLN/-1,5 mln PLN), co daje wynik po uwzględnieniu prawdopodobieństwa 0,- PLN. Drugie przedsiębiorstwo mimo, że maksymalny wynik jest znacznie niższy w stosunku do przedsiębiorstwa pierwszego, ponieważ charakteryzuje się niższą zmiennością, osiąga wyższy wynik zważony prawdopodobieństwem, tj. 250.000,- PLN.

Warto więc pomyśleć o zabezpieczeniu i uniknąć tak dużej zmienności, aby nie doprowadzić do spadku naszego wyniku do -1,5 mln PLN, nawet kosztem tego, że maksymalny wynik spadnie z 1,5 mln PLN do 0,5 mln PLN⁸.

2.1. Koszt kapitału własnego

Koszt kapitału własnego zależy od alternatywnych możliwości inwestycyjnych oraz premii za ryzyko inwestycji w nasze przedsiębiorstwo. Wszystko to łączy w sobie model CAPM, znany jako „Model wyceny dóbr kapitałowych”, umożliwiający nam oszacowanie kosztu kapitału własnego⁹. Zgodnie z metodą CAPM, koszt kapitału własnego wyliczyć można w następujący sposób:

$$K_{Kw} = R_f + (r_m - R_f) \times \text{beta},$$

R_f – stopa wolna od ryzyka (dochodowość rządowych papierów wartościowych),
 r_m – oczekiwana stopa zwrotu z całego rynku (średni zwrot z rynku akcji, oczekiwana zmiana indeksu np. WIG, WIG20, MIDWIG),
 beta – wskaźnik ryzyka systematycznego (niedywersyfikowalnego), obrazujący zmienność zwrotu z danej spółki w stosunku do zmienności zwrotu z całego rynku.

⁸ Na wymianę; niższa zmienność wyniku finansowego za niższy oczekiwany wynik finansowy wskazują: R. Grant, L. Soenen, Strategic Management of Operating Exposure, „European Management Journal”, Vol. 22, No. 1.

⁹ S. D. Young, S. F. O’Byrne, EVA and Value-Based Management..., *op. cit.*, s. 165–180. Analizę i ocenę kilku podejść do średnioważonego kosztu kapitału przedstawiają w swojej pracy: M. S. Pagano, D. E. Stout, Calculating a Firm’s Cost of Capital, „Management Accounting Quarterly”, Vol. 5, No. 3, 13–19, Spring 2004.

Przeciętne przedsiębiorstwo nie ma wpływu na wysokość stopy wolnej od ryzyka czy też na oczekiwaną stopę zwrotu z całego rynku (pomijamy tu wpływ wyniku jednej ze spółek wchodzących w skład relatywnie wąskiego indeksu, np. WIG20 na rynkową stopę zwrotu). Oznacza to, że aby obniżyć koszt kapitału własnego, przedsiębiorstwo musi zmniejszyć współczynnik beta, tj. zmniejszyć zmienność cen swoich akcji, czyli zmniejszyć zmienność i wrażliwość swojego wyniku finansowego.

Wróćmy jeszcze raz do naszej tabeli.

- z jednej strony możemy na nią spojrzeć, jak na dwa zupełnie odmienne przedsiębiorstwa, działające w innych branżach, których wyniki mimo tego samego otoczenia gospodarczego, politycznego i społecznego podlegają większym lub mniejszym wahaniam. Przedsiębiorstwo I może reprezentować branżę informatyczną, bardziej wrażliwą na wahania koniunktury, ale jednocześnie mogącą przynieść wyższą stopę zwrotu. Przedsiębiorstwo II może być natomiast typowym przedstawicielem branży użyteczności publicznej. Wyraźnie mniej wrażliwym na wahania koniunktury, ale zarazem przynoszącym mniejsze stopy zwrotu;
- drugie podejście zostało co prawda już opisane, jednak warto je tu jeszcze raz przypomnieć. Mianowicie zakładamy, iż mamy do czynienia z dwoma identycznymi przedsiębiorstwami, różniących się tylko podejściem do zabezpieczania się przed ryzykiem walutowym.

Mimo, że podejścia te różnią się od siebie założeniami, wniosek powinien być taki sam: **beta przedsiębiorstwa I jest wyższa od bety przedsiębiorstwa II.**

Słowo wyjaśnienia na temat współczynnika beta. Jeżeli współczynnik beta dla danych akcji jest większy od jedności, to oznacza, że dany walor charakteryzuje się wyższą zmiennością stopy zwrotu od zmienności stopy zwrotu indeksu giełdowego. Jeśli więc dane akcje posiadają współczynnik beta równy 1,5, oznacza to, że kiedy rynek zmienia swoją wartość o $\pm 10\%$ to cena tych akcji zmieni się o $\pm 15\%$. Od walorów z betą ponad 1 inwestorzy oczekują ponadrynkowej stopy zwrotu co, zgodnie z naszym równaniem na koszt kapitału własnego, oznacza wyższy dla takiej spółki koszt kapitału własnego.

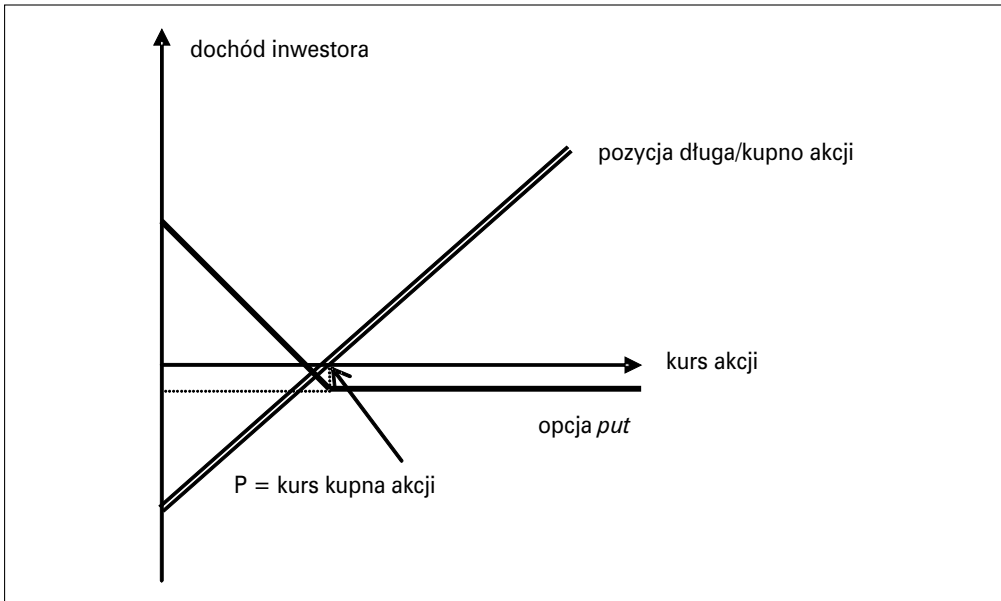
Zawsze były i będą spółki (branże) charakteryzujące się z racji swojej działalności podstawowej większą zmiennością i większą betą. Jako przykład może posłużyć branża informatyczna.

W tym momencie nie jest naszym zadaniem ograniczenie tego typu zmienności. Jeśli jednak zmienność wyników finansowych danej firmy powodowana jest w znacznej mierze poprzez zmiany kursów walut, to ze względu na koszt kapitału własnego zmienność ta powinna być ograniczana. Innymi słowy chodzi

nam o zmniejszenie ryzyka wywołanego nieprzewidywalnością wyniku finansowego, dzięki temu bowiem zmniejsza się zmienność cen akcji danej spółki, a co za tym idzie – niższy staje się współczynnik beta i w konsekwencji niższy koszt kapitału własnego.

Zgodnie z zapowiedzią rozwiemy teraz temat strategii inwestora giełdowego, dostawcy kapitału własnego, mającego dostęp zarówno do akcji danej spółki, jak i opcji na te akcje. Kupując akcje naszej spółki, inwestor oczekuje wzrostu kursu ponad cenę zakupu. Możemy powiedzieć więc, że inwestor zajął długą pozycję na naszych akcjach, która przyniesie mu straty w momencie spadku kursu. Aby przed taką ewentualnością się zabezpieczyć, inwestor mógłby kupić opcję *put* na zakupione akcje, opcję z ceną wykonania równą kursowi kupna akcji. W sytuacji, kiedy zgodnie z oczekiwaniem nastąpiłby wzrost kursu akcji, opcja pozostałaby niezrealizowana, a wynik na całej transakcji byłby równy różnicy dochodu z akcji i ceny opcji. Opcja byłaby wykonana dopiero w sytuacji spadku kursu akcji, inwestor traciłby na kupionych akcjach, ale zyskiwałby na opcji.

Rysunek 4. Analiza długiej pozycji inwestycyjnej



Źródło: opracowanie własne.

Wiemy już, że wzrost zmienności instrumentu bazowego podnosi wartość opcji, co oznacza, że wyżej wyceniane będą opcje wystawione na akcje o większej zmienności. Ponieważ zakup opcji jest kosztem dla inwestora oznacza to, że

droższa opcja (poprzez wzrost premii za ryzyko) podniesie oczekiwaną stopę zwrotu inwestora, czyli ostatecznie podniesie koszt kapitału własnego. W naszym interesie pozostaje więc ograniczenie zmienności cen akcji, w czym może nam tylko pomóc przyjęcie strategii zabezpieczania się przed ryzykiem walutowym.

3. Wnioski

Różnice w rozwoju gospodarczym oraz wzrost znaczenia przepływów kapitałowych sprawiają, że rzeczą naturalną stają się obserwowane przez nas codzienne wahania na rynkach walutowych. Ograniczenie zmienności kursowej w przedsiębiorstwie może przełożyć się na wzrost wartości, a niejednokrotnie może zapobiec problemom finansowym firmy. Jeśli poważnie w przedsiębiorstwie traktowany jest proces planowania, analizy oraz oceny efektywności projektów inwestycyjnych, to równie poważnie powinno zostać potraktowane ograniczenie ryzyka wynikającego ze zmienności kursowej. Nie można bowiem mówić o budowaniu wartości przedsiębiorstwa oraz koncentracji na projektach podnoszących tę wartość, jeśli w projektach inwestycyjnych – w których istotnym determinantem sukcesu jest kurs walutowy – zapominamy o ograniczeniu zmienności kursowej. Zarządzanie ryzykiem walutowym w przedsiębiorstwie powinno być traktowane jako bardzo istotny i nierozłączny element zarządzania finansami, nie jako element dodatkowy, w domyśle mniej istotny.

4. Bibliografia

1. Bennett D., Ryzyko walutowe, Dom Wydawniczy ABC, Kraków 2000.
2. Bettis J. C., Bizjak J. M., Lemmon M. L., Managerial Ownership, Incentive Contracting and the Use of Zero-Cost Collars and Equity Swaps by Corporate Insiders, „Journal of Financial and Quantitative Analysis”, Vol. 36, No 3, September 2001.
3. Bhalla V. K., Creating Wealth – Corporate Financial Strategy and Decision Making, „Journal of Management Research”, Vol. 4, No. 1, April 2004.
4. Black F., Scholes M., The Pricing of Options and Corporate Liabilities, „Journal of Political Economy”, 81, May–June 1973.
5. Chang E. C., Kit Pong Wong, Cross-Hedging with Currency Options and Futures, „Journal of Financial and Quantitative Analysis”, Vol. 38, No 3, September 2003.
6. Clyde W. C., Gislason J., Foreign Exchange Options Markets Inefficiency: The Abnormal Profits Generated by an Implied Volatility Based Rule, „Global Financial Journal”, 6 (1), 1995.

7. Coyle B., Hedging Currency Exposure, Glenlake Publishing Company, Ltd, Chicago, 2000.
8. Grant R., Soenen L., Strategic Management of Operating Exposure, „European Management Journal”, Vol. 22, No. 1, February 2004.
9. Lessard D. R., Lightstone J. B., Volatile Exchange Rates Can Put Operations at Risk, „Harvard Business Review”, July–August 1986.
10. Linden D. V., Denomination of Currency Decision and Zero-Cost Options Collars, „Journal of Multinational Financial Management”, 15 (2005).
11. Miller M. A., Hedging Strategies for Protecting Appreciation in Securities and Portfolios, „Journal of Financial Planning”, August 2002.
12. Nance D. R., Smith C. W., Jr., Smithson C. W., On the Determinants of Corporate Hedging, „The Journal of Finance”, Vol. XLVIII, No. 1, March 1993.
13. Pagano M. S., Stout D. E., Calculating a Firm’s Cost of Capital, „Management Accounting Quarterly”, Vol. 5, No. 3, Spring 2004.
14. Smith C. W., Stulz R. M., The Determinants of Firms’ Hedging Policies, „Journal of Financial and Quantitative Analysis”, Vol. 20, No 4, December 1985.
15. Smithson C. W., Smith C. W., Jr., Wilford D. S., Zarządzanie ryzykiem finansowym, ABC, Kraków 2000.
16. Stern J. M., Shiely J. S., Ross I., The EVA Challenge – Implementing Value-Added Change in an Organization, John Wiley & Sons, Inc., New York, 2001.
17. Young S. D., O’Byrne S. F., EVA and Value-Based Management: A Practical Guide to Implementation, McGraw-Hill, New York 2001.

Ubezpieczenie kredytu jako forma zabezpieczenia wierzycelności handlowych

1. Wprowadzenie

W obliczu radykalnych zmian zachodzących w polskiej gospodarce rynkowej, postępującej globalizacji, przyspieszenia procesów gospodarczych, a co za tym idzie – wzrostu konkurencji i skali ryzyka związanego z działalnością wolnorynkową, coraz większego znaczenia nabierają instrumenty mające na celu ochronę interesu ekonomicznego przedsiębiorstwa. Rozwój współpracy międzynarodowej stwarza nie tylko szanse i możliwości rozwoju polskiej przedsiębiorczości, ale również i zagrożenia wnikające w sferę działalności poszczególnych podmiotów gospodarczych, zakłócając i hamując ich prawidłowe funkcjonowanie z bankrutem włącznie. Przedkładany materiał prezentuje jedną z form zabezpieczenia wierzycelności handlowych przedsiębiorstwa w formie ubezpieczenia kredytu.

2. Ryzyko sprzedaży z odroczonym terminem płatności

W 2004 roku mogliśmy zaobserwować znaczny wzrost polskiego eksportu zarówno do krajów Unii Europejskiej, jak również na Wschód (głównie do państw byłego WNP, a w szczególności do Rosji, na Ukrainę i Białoruś)¹. Już w pierwszych miesiącach po akcesji Polski do Unii Europejskiej odnotowaliśmy wzmożony eksport towarów głównie z branży spożywczej, a także meblarskiej, drzewnej, sprzętu AGD, odzieżowej i materiałów budowlanych. Do października 2004 roku ogólna wartość polskiego eksportu do krajów Unii europejskiej wzrosła o blisko 26%².

Polscy eksporterzy dostrzegają również chłonność rynków zza naszej wschodniej granicy, co ma swoje potwierdzenie we wzroście eksportu do tych krajów (Rosja i Ukraina, obok krajów z Unii Europejskiej, znajdują się w pierwszej dziesiątce największych partnerów handlowych pod względem ich udziału w polskim

¹ Szczecińska A., KUKI S.A. Wstępne wyniki finansowe w 2004 r., Informacja Prasowa z 08.03.2005, www.prnews.pl.

² Skiba A., Handel zagraniczny. Zyskały branże nastawione na eksport. Polskie produkty podbijają unijne rynki, artykuł, „Gazeta Prawna”, Nr 166(1275) z 25.08.2004, s. 1.

eksportcie)³. Sprzedaż eksportowa coraz częściej odbywa się na zasadach kredytu, tj. z odroczonym terminem płatności. W dobie rosnącej konkurencji takie udogodnienie warunków płatności pozwala polskim eksporterom zwiększyć wolumen sprzedaży, a co za tym idzie, zysk przedsiębiorstwa.

Sprzedaż z odroczonym terminem płatności to forma rozliczeń powszechnie stosowana w gospodarce rynkowej, gdzie rosnąca konkurencja pozwala kupującemu wybierać wśród najatrakcyjniejszych ofert, a zarazem żądać coraz korzystniejszych warunków zawarcia transakcji, w tym coraz dłuższych terminów zapłaty za sprzedany towar bądź wyświadczoną usługę. Ta forma rozliczeń niesie jednak za sobą zagrożenie zwłoki w zapłacie lub braku płatności za sprzedany towar czy świadczoną usługę. Taka sytuacja, szczególnie w przypadku kumulacji „zamrożonych” lub nieściągalnych wierzytelności, może negatywnie odbić się na kondycji finansowej przedsiębiorstwa eksportującego poprzez pogorszenie jego płynności finansowej, a dla tzw. małego i średniego biznesu może oznaczać bankructwo. Zdarza się bowiem, iż firmy wykorzystują do granic możliwości udzielony im przez dostawcę kredyt handlowy i opóźniają bądź zawieszają płatność swoich zobowiązań między innymi poprzez:

- zagubienie faktury,
- wysłanie niepodpisanego czeku,
- wpisanie na czeku nieprawidłowej daty,
- tłumaczenie, że jedyna uprawniona do podpisu czeku osoba jest nieobecna,
- powtarzające się prośby o odroczenie terminu zapłaty,
- nieuzasadnione zarzuty przeciwko żądaniom zapłaty,
- ukrywanie się przed wierzycielami,
- zaprzestanie działalności gospodarczej, założenie nowej firmy.

Brak płatności może być również następstwem okoliczności niezależnych od woli zobowiązanego, np.:

- narastające należności nieściągalne z powodu niewypłacalności dłużników (tzw. efekt domina),
- utrzymująca się dekonunktura w danym sektorze gospodarki bądź sektorach pokrewnych,
- straty spowodowane działaniem siły wyższej (powódź, pożar itp.).

Celem zapobieżenia stratom wynikłym z nieotrzymania płatności za sprzedany towar lub świadczoną usługę, przedsiębiorstwa poszukują różnych form zabezpieczenia. Jedną z nich jest ubezpieczenie należności handlowych. Decyzja o ubezpieczeniu wierzytelności przysługujących z tytułu zrealizowanych dostaw

³ I. W. (brak imienia i nazwiska), Firmy wykorzystały sprzyjające warunki. Eksport z perspektywą, artykuł, „Rynki Zagraniczne” z 01.01.2004, s. 1.

czy świadczonych usług, jest jak najbardziej uzasadniona z ekonomicznego punktu widzenia, gdyż celem działalności przedsiębiorstwa nie jest ponoszenie ryzyka niewypłacalności innych podmiotów gospodarczych.

3. Istota i zakres ubezpieczenia należności handlowych

W wyniku zawarcia umowy ubezpieczenia, przedsiębiorstwo dokonuje transferu ryzyka związanego z brakiem płatności na zakład ubezpieczeń, który w zamian za płaconą składkę ubezpieczeniową zobowiązuje się do pokrycia strat finansowych ubezpieczającego w formie wypłaty odszkodowania.

Przedmiotem ubezpieczenia wierzytelności handlowych są należności ubezpieczającego płatne w odroczonym terminie, które powstały w okresie obowiązywania umowy ubezpieczenia i przysługują mu od kontrahentów objętych tą umową.

Umowa ubezpieczenia należności handlowych posiada wiele cech umowy zobowiązaniowej. Jak każda umowa ubezpieczenia jest umową o świadczenie usług, tzn. jej strony zobligowane są do wzajemnych świadczeń. Świadczenie ubezpieczyciela jest uwarunkowane zajściem przewidzianego w umowie zdarzenia, natomiast świadczenie ubezpieczającego – w postaci opłaconej składki ubezpieczeniowej – jest bezwarunkowe. Innymi słowy, jeśli w okresie objętym ochroną ubezpieczeniową nie zajdzie przewidziany w umowie ubezpieczenia wypadek (warunkujący powstanie obowiązku zakładu ubezpieczeń do spełnienia świadczenia), nie uprawnia to ubezpieczającego do żądania od ubezpieczyciela zwrotu pobranej składki ubezpieczeniowej.

Ochrona ubezpieczeniowa jest zagwarantowana przez ubezpieczyciela na czas trwania umowy ubezpieczenia. Stąd też możemy mówić o trwałym charakterze tej umowy.

Umowa ubezpieczenia należności handlowych jest umową kwalifikowaną, tzn. jej stroną jest zawsze ubezpieczyciel, czyli zakład ubezpieczeń, spełniający określone prawem warunki i uprawniony do prowadzenia określonych rodzajów ubezpieczeń. Jest to umowa konsensualna tzn. jej zawarcie warunkuje złożenie zgodnych oświadczeń woli przez strony umowy.

Umowa ubezpieczenia wierzytelności handlowych, jak każda umowa ubezpieczenia, ma charakter umowy odpłatnej, który wynika z obowiązku ubezpieczającego do opłacenia składki ubezpieczeniowej (odpłatność za usługę ubezpieczeniową). Jest to także umowa adhezyjna, tzn. zawierana na zasadzie przystąpienia ubezpieczającego do warunków ubezpieczenia jednostronnie ustalanych przez ubezpieczyciela. W praktyce istnieje jednak – na wniosek ubezpieczającego – możli-

wość dokonania modyfikacji jej postanowień lub wyłączenia niektórych z nich w formie stosownych zapisów w treści umowy.

Ubezpieczenie wierzytelności oferuje ubezpieczającemu pokrycie strat finansowych, będących bezpośrednim następstwem zaistnienia pierwszego ze zdarzeń skutkujących niewypłacalnością dłużnika. Dokonując analizy postanowień Ogólnych warunków ubezpieczenia należności handlowych, oferowanych przez ubezpieczycieli w Polsce, można wyróżnić następujące rodzaje niewypłacalności dłużnika, zakwalifikowane do ryzyk ubezpieczeniowych:

- 1) prawnie stwierdzoną, przejawiającą się zaistnieniem jednej z poniższych okoliczności:
 - ogłoszenie przez sąd upadłości dłużnika lub oddalenie wniosku o ogłoszenie upadłości (na przykład z powodu braku majątku dłużnika na pokrycie kosztów tego postępowania),
 - zawarcie układu dłużnika z wierzycielami,
 - prawomocne ukończenie postępowania egzekucyjnego wobec majątku dłużnika, w wyniku którego nie nastąpiło pełne zaspokojenie roszczeń wierzyciela;
- 2) faktyczną – w przypadku, gdy spłata należności jest niemożliwa, ponieważ dłużnik nie ma środków finansowych ani majątku, jednak od strony formalno-prawnej nie został uznany za bankruta (dochodzenie tych należności na drodze sądowej lub egzekucyjnej byłoby nieskuteczne lub nieopłacalne);
- 3) domniemaną – czyli opóźnienie (zwane również zwłoką lub przewlekłą zwłoką) dłużnika w spełnieniu świadczenia pieniężnego w odniesieniu do należności już wymagalnych.

Ubezpieczenie należności handlowych obejmujące wyżej wymienione zdarzenia dotyczy:

- obrotu krajowego lub
- eksportu towarów, ew. świadczenia usług do państw będących członkami Unii Europejskiej i/lub OECD (tj. Australii, Austrii, Belgii, Kanady, Republiki Czeskiej, Danii, Finlandii, Francji, Niemiec, Grecji, Węgier, Islandii, Irlandii, Włoch, Japonii, Korei, Luksemburga, Meksyku, Holandii, Nowej Zelandii, Norwegii, Portugalii, Republiki Słowackiej, Hiszpanii, Szwecji, Szwajcarii, Turcji, Zjednoczonego Królestwa, USA).

Przedmiotem ubezpieczenia należności krajowych są wierzytelności pieniężne przysługujące ubezpieczającemu od dłużników z siedzibą (lub miejscem zamieszkania) w Polsce z tytułu realizacji transakcji na warunkach kredytowych. Tytułem do żądania zapłaty od dłużnika jest faktura podpisana przez niego (w przypadku braku podpisu niezbędne jest ważne oświadczenia dłużnika o wystawia-

niu faktur VAT bez podpisu odbiorcy), wystawiona zgodnie z obowiązującymi przepisami, potwierdzająca fakt sprzedaży towarów lub świadczenia usług, które miały miejsce w okresie obowiązywania ochrony ubezpieczeniowej.

Ubezpieczenie należności eksportowych dotyczy wierzytelności pieniężnych (płatnych w kredycie), które powstały w wyniku zrealizowania przez polskiego eksportera wysyłki do kontrahenta zagranicznego lub świadczenia usług na jego rzecz. Dokumentami potwierdzającymi prawo eksportera do żądania zapłaty od dłużnika zagranicznego są faktura oraz dokument odprawy celnej (w przypadku wywozu do krajów spoza Unii Europejskiej), datowane w okresie obowiązywania ochrony ubezpieczeniowej.

Ubezpieczenie należności handlowych może obejmować również straty będące następstwem urzeczywistnienia się ryzyka politycznego lub katastrofalnego. Zgodnie z Ustawą z 7 lipca 1994 roku o gwarantowanych przez Skarb Państwa ubezpieczeniach kontraktów eksportowych⁴ w skład ryzyka politycznego wchodzi następujące zdarzenia:

- ogłoszenie powszechnego moratorium płatniczego przez rząd państwa dłużnika lub państwa uczestniczącego w regulowaniu należności,
- wydanie lub zmianę aktów prawnych lub decyzji rządu bądź innego organu państwowego państwa dłużnika lub państwa trzeciego, które uczestniczy w realizacji kontraktu, uniemożliwiających wykonanie kontraktu lub świadczenie zamówionych usług,
- niemożność lub opóźnienie w wykonaniu przez dłużnika transferu należności w walucie płatności, spowodowane wydarzeniami politycznymi, trudnościami gospodarczymi albo aktami prawnymi lub decyzjami administracyjnymi władz w kraju dłużnika,
- odmowę dokonania zapłaty z przyczyn nie związanych z wykonaniem kontraktu, gdy dłużnikiem jest państwo, dłużnik publiczny lub inny dłużnik, za którego poręczyło państwo lub dłużnik publiczny,
- wydanie przepisów prawnych lub decyzji przez Rząd Rzeczypospolitej Polskiej w zakresie handlu zagranicznego, które uniemożliwiają realizację kontraktu lub świadczenie zamówionych usług,
- wybuch poza granicami Rzeczypospolitej Polskiej działań wojennych, powstania, rewolucji, zamieszek, przewlekłych masowych strajków,
- ogłoszenie aktów nacjonalizacji.

Wymieniona ustawa precyzuje również wypadki ubezpieczeniowe zaliczane do grupy ryzyka katastrofalnego, tj.:

- trzęsienie ziemi,

⁴ Dz.U. Nr 86, poz. 398 ze zm.

- wybuch wulkanu,
- cyklon,
- tajfun,
- powódź,
- gwałtowny przypływ morski,
- pożary o rozmiarach katastrofalnych.

Lista powyższych zdarzeń nie jest zamknięta, gdyż ustawodawca użył w treści ustawy zwrot „w szczególności”. Zatem do ryzyka katastrofalnego można zaliczyć każde zdarzenie wywołane przez żywioły naturalne i mające rozmiary katastrof naturalnych.

Ubezpieczenie należności handlowych od ryzyka politycznego i katastrofalnego jest oferowane przez instytucje ubezpieczeniowe działające w formie agencji rządowych, posiadających gwarancje Skarbu Państwa. W Polsce jest ono sprzedawane przez Korporację Ubezpieczeń Kredytów Eksportowych Spółkę Akcyjną jako produkt gwarantowany przez Skarb Państwa, obejmujący wymienione zdarzenia losowe i zdarzenia objęte ryzykiem handlowym łącznie. Produkt ten dotyczy zabezpieczenia wierzytelności ubezpieczającego płatnych w kredycie, powstałych z tytułu realizacji kontraktów eksportowych do państwa spoza Unii Europejskiej i do krajów spoza OECD, do których należy Algieria, Armenia, Azerbejdżan, Białoruś, Birma, Bułgaria, Dominikana, Ekwador, Federalna Republika Jugosławii (Serbia i Czarnogóra), Gambia, Gujana, Iran, Kazachstan, Kirgistan, Kuba, Libia, Macedonia, Mołdowa, Mongolia, Nigeria, Pakistan, Rosja, Rumunia, Somalia, Turkmenistan, Ukraina, Uzbekistan, Wenezuela i Wietnam.

Ubezpieczenie należności handlowych dotyczy wierzytelności głównej ubezpieczającego i nie obejmuje:

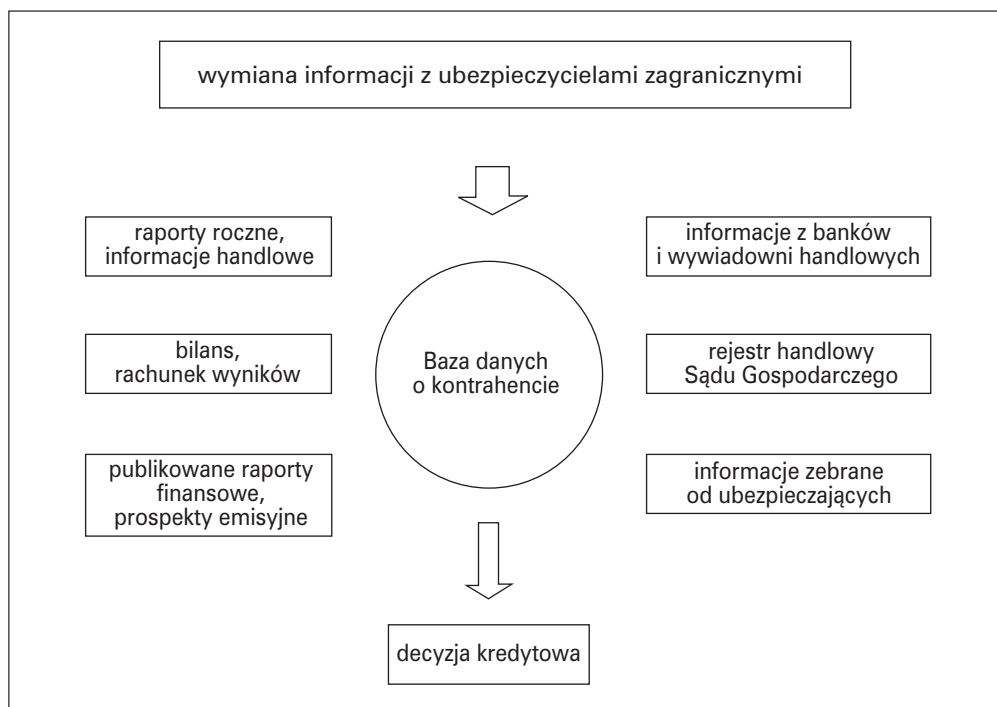
- należności ubocznych (np. kar umownych, odsetek, opłat manipulacyjnych),
- należności od dłużników, w których kapitale ubezpieczający posiada większościowy udział lub w stosunku do których może wywierać istotny wpływ na kierowanie ich działalnością,
- szkód nie będących bezpośrednim następstwem ubezpieczonych ryzyk,
- strat z tytułu różnic kursowych,
- kosztów powstałych wskutek reklamacji dotyczących wad lub innych zarzutów ze strony dłużnika,
- należności z tytułu dostaw i usług, dla których realizacji brak jest wymaganych zezwoleń, oraz należności z tytułu dostaw towarów, których wwożenie do kraju przeznaczenia lub ich wywożenie narusza istniejące zakazy,
- należności płatnych przed wydaniem towarów lub wykonaniem usługi (przedpłata),

- szkód powstałych w wyniku urzeczywistnienia się zdarzeń objętych ryzykiem niehandlowym.

4. Ocena i monitoring ubezpieczonego kontrahenta

W ramach zawartej umowy ubezpieczenia zakład ubezpieczeń dokonuje również analizy zgłoszonego do ubezpieczenia kontrahenta i ocenia, czy kondycja finansowa płatnika pozwala na udzielenie mu odroczonego terminu zapłaty za sprzedany towar, jeśli tak – na jaki maksymalnie okres oraz przy jakim maksymalnym zaangażowaniu wolumenu sprzedaży (rysunek 1).

Rysunek 1. Źródła informacji pozwalające oszacować zdolność kredytową kontrahenta zgłoszonego do ubezpieczenia



Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów reklamowych Hermes Kreditversicherung AG, 1997.

Ponadto w ramach usługi ubezpieczeniowej ubezpieczyciel dokonuje bieżącego monitoringu ryzyka kredytowego związanego z ubezpieczonym kontrahentem. W ten sposób przedsiębiorstwo (ubezpieczający) może bezpiecznie handlować z wybranym partnerem, a w przypadku powstania szkody zdefiniowanej

w warunkach umowy ubezpieczenia otrzymać finansową rekompensatę poniesionych strat w postaci wypłaconego odszkodowania.

Warto w tym miejscu wspomnieć, iż instytucje ubezpieczeniowe dysponują sztabem analityków kredytowych (zwanym anglojęzycznym terminem *underwriters*) odpowiedzialnych za ocenę i monitoring ryzyka związanego z ubezpieczonym kontrahentem. Ich działania nie ograniczają się jedynie do analizy publikowanych danych finansowych przedsiębiorstw. Korzystają oni z obszernych baz danych, a działając lokalnie (np. poprzez własnych korespondentów) utrzymują bezpośredni kontakt z odbiorcami i ich finansowymi partnerami.

I tak np. Korporacja Ubezpieczeń Kredytów Eksportowych Spółka Akcyjna ma dostęp do jednej z największych w świecie baz danych Credit Alliance (grupa ta zrzesza 56 agencji ubezpieczeniowych z 50 krajów), zawierającej informacje ekonomiczne, finansowe i prawne o milionach firm, a oprócz tego posiada własną bazę danych budowaną przez ponad 10 lat działalności.

Grupa Coface, działająca na polskim rynku ubezpieczenia kredytu jako oddział austriackiej spółki Österreichische Kreditversicherung Coface AG od sierpnia 2003 roku (licencję otrzymała w lipcu 2003 roku), dysponuje podobnymi danymi o 44 mln firm.

Atradius, który oficjalnie rozpoczął działalność w Polsce 01.10.2004 roku jako oddział zagranicznej firmy Atradius Credit Insurance N.V., posiada bazę danych o 45 mln firm na całym świecie.

Tacy partnerzy stanowią zatem istotne wsparcie w procesie zarządzania przedsiębiorstwem celem zmniejszenia następstw i rozmiarów potencjalnych szkód finansowych.

5. Windykacja ubezpieczonych wierzytelności

Analizując ubezpieczenie należności handlowych jako instrumentu wspomagającego zarządzanie wierzytelnościami przedsiębiorstwa, należy również wspomnieć o funkcji ubezpieczyciela jako windykatora ubezpieczonych należności. Samodzielne dochodzenie przez przedsiębiorstwo niezapłaconych wierzytelności pociąga za sobą znaczne koszty, związane:

- z zatrudnieniem windykatora lub windykatorów (w zależności od ilości spraw w windykacji i rodzaju dłużników), ewentualnie prawnika lub kancelarii prawnej w przypadku reprezentowania interesu wierzyciela przed sądem,
- bezpośrednio z samym procesem dochodzenia należności na drodze polubownej lub sądowej, co w efekcie osłabia działalność podstawową firmy.

Obarczenie obowiązkiem windykacji należności dotychczasowych pracowników firmy niesie za sobą ryzyko spadku ich efektywności w wywiązywaniu się z dotychczasowych obowiązków, ponadto nie zawsze dysponują oni predyspozycjami i doświadczeniem w tym zakresie. Zdarza się bowiem, iż duże firmy pozwalają sobie na lekceważenie swoich dostawców oraz ich upomnień o zapłatę, a dotychczasowe dobre kontakty handlowe pomiędzy pracownikami dostawcy a pracownikami dłużnika często stanowią barierę skutecznej windykacji należności.

Ubezpieczenie należności handlowych umożliwia przedsiębiorstwu skorzystanie z usług podmiotu zewnętrznego – ubezpieczyciela i ograniczenie kosztów administracyjnych związanych z koniecznością zatrudnienia windykatorów wewnątrz firmy. Ponadto fakt, iż do windykacji należności przedsiębiorstwa włączył się podmiot trzeci, tzn. zakład ubezpieczeń, często dyscyplinuje kontrahentów i mobilizuje ich do regulowania zaległych należności lub podjęcia rozmów na temat ich spłaty (w tym również ratalnej, gdy kondycja finansowa nie pozwala na jednorazową spłatę zobowiązań).

6. Ubezpieczenie jako proces zarządzania ryzykiem

Ubezpieczenie należności handlowych stanowi nie tylko zabezpieczenie wiarytelności płatnych w kredycie, ale jest także instrumentem wspomagającym proces zarządzania przedsiębiorstwem, a dokładniej – ryzykiem kredytu związanym z jego działalnością gospodarczą. Produkt ten łączy w sobie elementy różnych metod podporządkowanych pojęciu *risk management*, a w szczególności:

- 1) dokonuje zatrzymania ryzyka w formie udziału własnego ubezpieczającego w powstałej szkodzie,
- 2) kontroluje ryzyko:
 - na etapie zawierania umowy ubezpieczenia, oraz
 - na etapie tzw. obsługi polisowej,
- 3) dokonuje transferu ryzyka na wyspecjalizowaną instytucję finansową,
- 4) dywersyfikuje ryzyko,
- 5) finansuje ryzyko w zamian za opłatę jaką stanowi pobrana składka ubezpieczeniowa.

7. Cesja praw z umowy ubezpieczenia

W ramach ubezpieczenia wiarytelności istnieje ponadto możliwość dokonania na rzecz banku cesji praw z tytułu zawartych umów ubezpieczenia należności handlowych. Przedmiotem cesji są prawa ubezpieczającego do przyszłych odszkodowań.

wań przysługujących mu od ubezpieczyciela z powodu braku płatności ze strony dłużnika w odniesieniu do ubezpieczonych należności. Cesja praw z umowy ubezpieczenia może stanowić zabezpieczenie:

- kredytu bankowego,
- transakcji factoringowych,
- transakcji forfaitingowych.

Polisy niektórych zakładów ubezpieczeń – dotyczące ubezpieczenia należności z tytułu zawartych kontraktów eksportowych – mogą zainteresowane firmy wykupić bezpośrednio w bankach, z którymi dany ubezpieczyciel zawarł porozumienie w tej kwestii. Wówczas polisa taka stanowi zabezpieczenie kredytu udzielonego przez dany bank na sfinansowanie kontraktu eksportowego.

8. Korzyści wynikające z ubezpieczenia kredytu

Głównym celem ubezpieczenia należności handlowych jest ochrona interesu ekonomicznego wierzyciela. Zakład ubezpieczeń wypłaca ubezpieczonemu przedsiębiorstwu odszkodowanie mające pokryć stratę związaną z niezapłaconą przez dłużnika należnością. W przypadku urzeczywistnienia się ubezpieczonego ryzyka, ubezpieczający otrzymuje należność od ubezpieczyciela niezwłocznie po zlikwidowaniu szkody. Nie musi zatem dłużej kredytować dłużnika, czekając na wywiązanie się przez niego z warunków kontraktu.

Ma to szczególnie istotne znaczenie w przypadku upadłości dłużnika lub otwarcia przez niego postępowania układowego. Wówczas wierzyciel nie może liczyć na pełne zaspokojenie swoich roszczeń przez dłużnika (upadłość, pomimo wpisania na listę uznanych wierzytelności, zazwyczaj nie zapewnia dywidendy, a w postępowaniu układowym należność główna ulega umorzeniu nawet do 60%).

Ponadto ubezpieczenie wierzytelności handlowych zapewnia przedsiębiorstwu:

- uniezależnienie się od niekorzystnych sytuacji czy zdarzeń w kraju płatnika, które w momencie zawierania kontraktu i realizowania wysyłki towaru były nie do przewidzenia,
- złagodzenie niekorzystnych skutków zdarzeń objętych ryzykiem.

Transfer ryzyka towarzyszącego transakcjom handlowym na zakład ubezpieczeń umożliwia:

- skoncentrowanie sprzedaży na wiarygodnych partnerach handlowych,
- bezpieczeństwo w handlu,
- wzrost atrakcyjności oferty handlowej firmy,
- stabilny udział w rynku,

- możliwość ekspansji o zasięgu lokalnym, krajowym a również międzynarodowym.

Ubezpieczenie należności handlowych przyczynia się również w sposób wymierny do polepszenia zysku przedsiębiorstwa poprzez zwiększenie jego obrotów i wolumenu sprzedaży, które następuje jako efekt:

- wzrostu ilości transakcji zawieranych na warunkach kredytu handlowego, co jest dla klienta znacznie korzystniejsze niż płatność gotówką,
- zwiększenia atrakcyjności oferty sprzedaży dzięki wprowadzeniu korzystniejszych niż konkurencja warunków płatności (np. poprzez wydłużenie okresu kredytowania dotychczasowych klientów, co do których istniała niepewność, czy są wystarczająco wiarygodni i wypłacalni),
- pozyskania nowych klientów,
- utrzymania dotychczasowych klientów dzięki wdrażaniu tzw. programów lojalnościowych, polegających na uproszczeniu procedury rozliczeń z odbiorcami w branżach produktów nie zróżnicowanych jakościowo i cenowo (np. sektor paliwowy),
- poszerzenia kręgu odbiorców dzięki rezygnacji z ustanawiania dodatkowych zabezpieczeń wierzytelności,
- zwiększenia aktywów krótkoterminowych przedsiębiorstwa przy niezmienności jego zobowiązań krótkoterminowych.

Wymienione czynniki uzupełniają się nawzajem i mają swoje przełożenie na wynik finansowy przedsiębiorstwa, kształtując na rynku (lokalnym, krajowym, a także międzynarodowym – w zależności od obszaru działania) jego pozytywny wizerunek, opinię, wzmacniając pozycję przetargową i poprawiając konkurencyjność. Ponadto ubezpieczenie należności dotyczących sprzedaży poza granicami kraju na warunkach kredytu handlowego ma wymiar proeksportowy i zapewnia przedsiębiorstwu dofinansowanie jego działalności eksportowej.

Zarządzanie portfelem wierzytelności za pośrednictwem profesjonalnej instytucji windykacyjnej, co gwarantuje ubezpieczenie należności handlowych, umożliwia przedsiębiorstwu:

- uniknięcie dodatkowych wysokich kosztów samodzielnej windykacji należności,
- uniknięcie kolejnego ryzyka porażki nieściągniętych wierzytelności,
- przeciwdziałanie samowoli dłużników,
- kontrolę spływu należności,
- windykację wierzytelności przedsiębiorstwa,
- poświadczenie niewypłacalności dłużnika w ramach prowadzonego monitoringu jego kondycji finansowej celem uprawdopodobnienia nieściągalności.

Reasumując, ubezpieczenie należności handlowych jest produktem obejmującym pakiet usług wspomagających politykę kredytową przedsiębiorstwa, będącego stroną umowy ubezpieczenia. Oprócz głównej funkcji – wypłaty odszkodowania w przypadku braku płatności od ubezpieczonego kontrahenta – oferuje również:

- ocenę wiarygodności kontrahentów,
- zarządzanie ryzykiem kredytowym,
- windykację należności,
- doradztwo prawno-handlowe.

Zdaniem autora jest to korzystna forma zabezpieczenia interesu ekonomicznego przedsiębiorstwa, wspierająca jednocześnie jego struktury zarządcze w podejmowaniu trafnych decyzji biznesowych celem maksymalizacji zysku.

9. Ubezpieczenie kredytu w polskich realiach gospodarczych

Mimo wszystkich wyżej przytoczonych pozytywnych aspektów omawianego produktu, udział ubezpieczeń finansowych (do których zaliczane jest ubezpieczenie należności handlowych w ramach grupy 14) w ubezpieczeniach działu II pozostałych osobowych i majątkowych ogółem jest relatywnie niski i nie przekracza 4,4%.

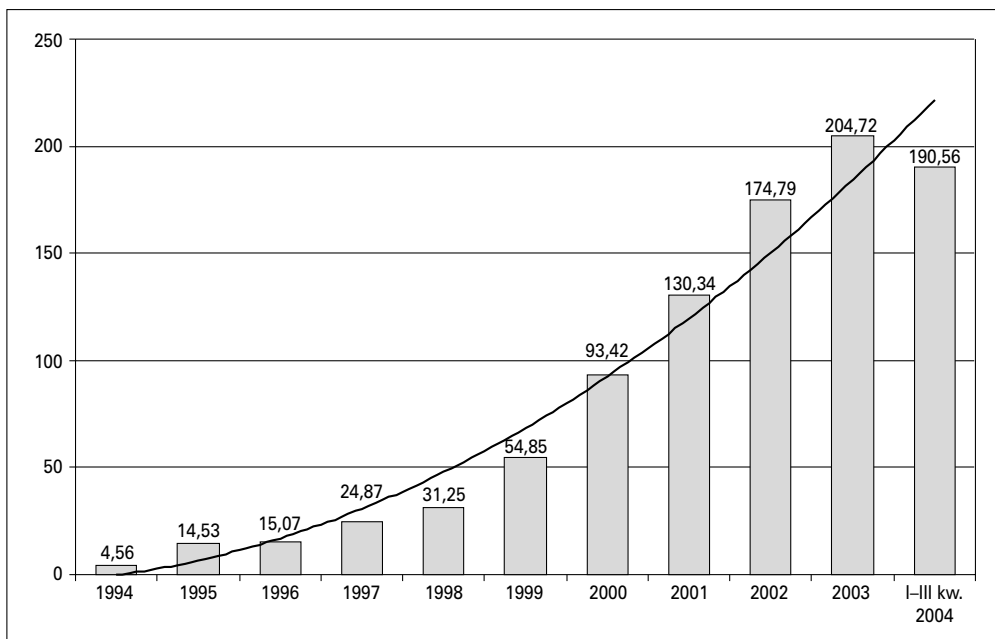
Z drugiej jednak strony godny odnotowania jest fakt, iż w Polsce z roku na rok wzrasta zainteresowanie podmiotów prowadzących działalność gospodarczą ubezpieczeniem kredytu (grupa 14), w tym również ubezpieczeniem należności handlowych, co ma swoje odzwierciedlenie między innymi w wielkości przychodu składki ubezpieczeniowej brutto (rysunek 1).

Linia trendu zmian przypisu składki ubezpieczeniowej brutto zgromadzonej przez zakłady ubezpieczeń w grupie 14 w okresie od 1994 roku do III kwartału 2004 roku, wraz z prognozą tego trendu na koniec 2004 roku, wykazuje tendencję wzrostową.

Według danych Komisji Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych na 30 września 2004 roku – za pierwsze III kwartały 2004 roku odnotowano sprzedaż 228.828 umów ubezpieczenia finansowego, w tym około 52% polis dotyczyło ubezpieczenia kredytu, co w porównaniu do analogicznego okresu 2003 roku oznacza ponad 42% wzrost.

Wzrost popytu na ubezpieczenia kredytu, w tym ubezpieczenia należności handlowych, przejawiający się m.in. wzrostem sprzedaży umów ubezpieczenia, determinuje tempo rozwoju ubezpieczeń finansowych w Polsce oraz przekłada się na wyniki finansowe firm ubezpieczeniowych.

Rysunek 1. Rozwój ubezpieczenia kredytu w Polsce w okresie od 1994 roku do III kwartału 2004 roku wraz z linią trendu zmian – na podstawie przypisu składki brutto (dane w mln zł)



Źródło: na podstawie danych Komisji Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych, Raport o sytuacji sektora ubezpieczeń na podstawie niezweryfikowanych sprawozdań finansowych zakładów ubezpieczeń na 31.12.2002 oraz Rocznika Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych i Biuletynu Kwartalnego 3/2004.

Polski rynek stanowi duży potencjał dla rozwoju tego typu ubezpieczeń, co z kolei może stymulować wzrost i rozwój gospodarczy naszego kraju, stwarzać warunki dla nowych inwestycji, przysparzać przychodów budżetowi państwa oraz zapewnić poczucie bezpieczeństwa i stabilizacji podmiotom gospodarczym.

10. Bibliografia

1. I. W. (brak imienia i nazwiska), Firmy wykorzystały sprzyjające warunki. Eksport z perspektywą, artykuł, „Rynki Zagraniczne” z 01.01.2004, s. 1.
2. Komisja Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych, „Biuletyn Kwartalny” 3/2004.
3. Komisja Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych, Raport o sytuacji sektora ubezpieczeń na podstawie niezweryfikowanych sprawozdań finansowych zakładów ubezpieczeń na 31.12.2002.

4. Komisja Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych, Rocznik Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych.
5. Materiały reklamowe Hermes Kreditversicherung AG, 1997.
6. Skiba A., Handel zagraniczny. Zyskały branże nastawione na eksport. Polskie produkty podbijają unijne rynki, artykuł, „Gazeta Prawna”, Nr 166(1275) z 25.08.2004, s. 1.
7. Szczecińska A., KUKI S.A. Wstępne wyniki finansowe w 2004 r., Informacja Prasowa z 08.03.2005, www.prnews.pl.
8. Ustawa z 7 lipca 1994 r. o gwarantowanych przez Skarb Państwa ubezpieczeniach kontraktów eksportowych (Dz.U. Nr 86, poz. 398 ze zm.).

CZĘŚĆ II

**ARTYKUŁY Z ZAKRESU ZARZĄDZANIA
I EKONOMII**

Prawne aspekty *corporate governance* – cz. I

1. Wprowadzenie

Analiza współczesnych zjawisk społeczno-gospodarczych zwraca uwagę na wyjątkową złożoność i współzależność poszczególnych elementów i wymaga podejścia interdyscyplinarnego. Trend ten od dłuższego już czasu jest wyraźnie obserwowany w badaniach z zakresu nadzoru korporacyjnego (ang. *corporate governance*), które to szeroko czerpią z analiz prawno-ekonomicznych dynamicznie rozwijającego się kierunku *law and economics*. Badacze nadzoru korporacyjnego zwracają bowiem uwagę, iż zrozumienie funkcjonowania poszczególnych struktur nadzorczych, procesy ich powstawania czy wreszcie przyszłe działania w kierunku poprawy efektywności są niezwykle mocno osadzone w ramach prawnych, instytucjonalnych czy politycznych. Kwestie formułowania i tworzenia adekwatnych regulacji wspierających rozwój ładu instytucjonalnego oraz mechanizmów rynkowych są niezwykle istotne w kontekście gospodarek transformujących się. W tym miejscu należy odnieść się do kwestii polskiego odpowiednika angielskiego terminu *corporate governance*. Choć w literaturze przedmiotu ekonomiści używają pojęcia „nadzór korporacyjny”, prawnicy opowiadają się raczej za terminem „ład korporacyjny”. Na potrzeby niniejszego opracowania poświęconego kwestiom prawnym z ekonomicznego punktu widzenia oba terminy będą stosowane zamiennie.

Niniejszy artykuł bardzo skrótowo prezentuje przegląd podstawowych aktów prawnych, jakie tworzą regulacyjne ramy rozwoju i funkcjonowania systemu ładu korporacyjnego w Polsce. Należy zauważyć, iż omawiane regulacje dotyczą firm działających w formie spółki akcyjnej notowanej na giełdzie. Pierwszy podpunkt stanowi wprowadzenie do prawnych aspektów nadzoru korporacyjnego z zaznaczeniem znaczenia prawa w gospodarce. W drugim podpunkcie w dużym skrócie analizowany jest porządek prawny obowiązujący w Polsce przez pryzmat istniejących aktów prawnych, stanowiących ramy dla kształtowania się systemu nadzoru korporacyjnego. Szczególną uwagę zwrócono na kształtujący się porządek instytucjonalny oraz ramy funkcjonowania rynku kapitałowego i spółek ka-

¹ Stypendystka Fundacji na rzecz Nauki Polskiej.

pitalowych. Podsumowanie w trzecim podpunkcie analizuje systemu regulacyjnego w Polsce w odniesieniu do innych krajów regionu.

2. Uwarunkowania prawne nadzoru korporacyjnego

Międzynarodowe analizy dotyczące zjawisk gospodarczych jednoznacznie wskazują na ogromne znaczenie prawa w procesie wykształcania się struktur i mechanizmów rynkowych (por. La Porta *et al.*, 1998; La Porta *et al.*, 2000; Pistor, 2001; Roe, 2003; Hopt *et al.*, 2004). Poszczególne regulacje określające zasady funkcjonowania przedsiębiorstw, banków i innych instytucji finansowych, a także przepisy określające prawa, obowiązki i uprawnienia poszczególnych grup społecznych wywierają wpływ na strukturę oraz poziom konkurencyjności gospodarki. Dodatkowo, wskazuje się na znaczenie układów polityczno-społecznych, które zgodnie z tak zwaną ścieżką zależności (*path dependence*) pochodną wcześniejszego porządku instytucjonalnego (Bebchuk i Roe, 1999) oraz w drodze ścierania się interesów różnych grup prowadziły do wytworzenia danego ładu regulacyjno-instytucjonalnego.

Przykładowo, badania wykazują, iż silny rozwój rynku kapitałowego i tak zwanego *investor capitalism* w Stanach Zjednoczonych był możliwy dzięki regulacjom ograniczającym udział banków w strukturze w własności (*Glass-Steagall*), a także przepisom o ochronie interesów inwestorów przy dużym poziomie ujawnianych informacji oraz elastycznemu systemowi prawa zwyczajowego (*common law*), który umożliwia sprawną egzekucję i dochodzenie swoich praw przez udziałowców przed sądem (*shareholder litigation*). Z kolei dominacja banków i innych firm w systemie niemieckim przy relatywnie słabszym rozwoju giełdy była wynikiem wprowadzenia możliwości deponowania posiadanych akcji spółek w bankach, które reprezentują akcjonariusza na WZA (*Depositionstimmrecht*) czy niskich wymogów ujawniania informacji o spółce faworyzujących tym samym udziałowca, a nie inwestora. Istotne z punktu widzenia są także regulacje prawa upadłościowego oraz procedury zaspokajania zobowiązań wobec wierzycieli.

Silna ochrona kredytodawców w Niemczech, zwłaszcza w porównaniu do ochrony inwestorów, wywarła wpływ na rozwój systemu prowierzycielskiego. Ponadto, obecnie obserwuje się wiele inicjatyw prawnych, które mają zmienić strukturę nadzoru w poszczególnych krajach. Podczas gdy Niemcy, Japonia i Francja dążą do liberalizacji przepisów o rynku kapitałowym, większej przejrzystości i ochrony inwestorów, w Stanach Zjednoczonych *Sarbanes-Oxley Act* ma zwiększyć indywidualną odpowiedzialność menedżerów po fali skandali korporacyjnych. Naturalnie na kształt struktury nadzorczej w danym kraju ma szereg regulacji

i praktyk związany np. z istniejącym systemem emerytalnym (szczególnie widoczny w Wielkiej Brytanii), rynkiem pracy (ogromne znaczenie tych regulacji w Niemczech) czy systemem bankowym (Japonia). Dodatkowo, obok regulacji prawnych na kształt struktur gospodarczych, w tym i nadzorczych, ogromne znaczenie wywierają czynniki społeczno-kulturowe (np. niechęć do przejęć w Niemczech i Japonii) oraz zakres ingerowania państwa w gospodarkę (np. Wielka Brytania vs. Francja).

Bardzo ciekawym obszarem analiz zarówno w kontekście gospodarek rozwiniętych, jak i transformujących się jest proces budowy i rozwoju rynku kapitałowego. Jak wykazują bowiem badania regulacje prawne, w tym zabezpieczenia ochrony interesów inwestorów i zakres informacji, jakich spółka obowiązkowo udziela szerokiej grupie uczestników giełdy, stanowią czynnik decydujący o rozwoju rynku kapitałowego i jego znaczenia w procesie pozyskiwania kapitału (La Porta *et al.*, 1998; La Porta *et al.*, 2000). Autorzy wskazują, iż poziom rozwoju i regulacje rynku kapitałowego będą się następnie przekładały na strukturę własności, a także na przykład polityka dywidendowa i systemy motywacyjne. Dla przykładu, przedsiębiorstwa kraje o wyższym wskaźniku ochrony inwestorów, takie jak Stany Zjednoczone, Wielka Brytania, Kanada, Australia charakteryzuje rozdrobniona struktura własności, podczas gdy w gospodarkach Europy kontynentalnej dominuje struktura skoncentrowana (La Porta *et al.*, 1998; Becht i Röell, 1999).

Z powyższych rozważań wynika, iż omawianie uwarunkowań prawnych nadzoru korporacyjnego w dużej mierze opiera się na analizie przede wszystkim regulacji i aktów prawnych dotyczących np. regulacji o rynku kapitałowym, zakładania i funkcjonowaniu przedsiębiorstw, rachunkowości czy przepisów upadłościowych. Obok jednak tych aktów prawnych, analiza taka powinna objąć kwestie orzecznictwa sądowego i roli zwyczaju w danym systemie prawnym. Wiadomo bowiem, iż formułowane regulacje zawsze opierają się i są reakcją na problemy z przeszłości, a nie mogą przewidywać przyszłych potrzeb. Taka „niekompletność prawa” (Pistor i Xu, 2003) jest rozwiązywana w praktyce przez podniesienie znaczenia orzeczeń sądowych. Choć praktyka ta jest głównym elementem systemów prawa zwyczajowego, czasem jest też wykorzystywana w krajach o tradycji prawa cywilnego (*civil law*), zwłaszcza w sytuacjach, gdy złożoność i dynamika procesów gospodarczych powoduje pojawianie się nowych, nie przewidzianych prawem problemów. W rezultacie, rola zwyczaju² staje się bardzo cennym elementem analizy prawnych uwarunkowań *corporate governance*. Dodatkowo źródło regulacji stanowią kodeksy dobrych praktyk, które z uwagi na dobrowolność ich sto-

² Autorka dziękuje za tę cenną uwagę recenzentowi artykułu, dr Tomaszowi Siemiątkowskiemu z Katedry Prawa Gospodarczego SGH.

sowania określa się mianem prawa miękkiego (*soft law*) w odróżnieniu od przepisów prawa twardego (*hard law*). Kodeksy te zawierają listę zaleceń, które powinny przestrzegać spółki np. notowane na giełdzie. Kodeksy dobrych praktyk stanowią znaczny element ładu korporacyjnego w Europie, podczas gdy w Stanach Zjednoczonych ich rola jest znacznie mniejsza.

Przypadek krajów transformujących natomiast umożliwia obserwację i analizę z jednej strony kształtowania się poszczególnych regulacji jako wynik współpracy czy rywalizacji poszczególnych grup interesu, a z drugiej strony efektywności wprowadzanych przepisów. Analiza poszczególnych przepisów prawnych ułatwia zrozumienie procesu rozwoju struktur gospodarczych i nadzorczych, a także wskazuje na przyszłe kierunki zmian. Jednym z interesujących obszarów, jakie można porównywać w skali regionu, jest np. program i procedury prywatyzacji powszechnej (Coffee, 1996). Dla przykładu inne regulacje i strukturę prywatyzacji masowej wprowadzono w Rosji, gdzie program ten opierał się w głównej na transakcjach MBO umożliwiających przejęcie dotychczasowej kadry menedżerskiej kontroli nad firmami. W rezultacie, powstała grupa bardzo silnych menedżerów, którzy poprzez kolejne prywatyzacje i przejęcia firm zdołali budować ogromne imperia (system oligarchów). W Czechach przeprowadzono natomiast tzw. prywatyzację kuponową, w trakcie której przydzielano społeczeństwu udziały w wielu firmach czeskich, jakie następnie były notowane na giełdzie, a stworzone fundusze inwestycyjne miały za zadanie pełnić nadzór nad prywatyzowanymi spółkami. W rezultacie, struktura własności była w początkowym etapie bardzo rozdrobniona, funduszom brakowało doświadczenia i możliwości w zakresie prowadzenia efektywnego nadzoru, z wielu firm wyprowadzano wartość, a 1300 firm notowanych na giełdzie musiano wycofać z publicznego obrotu (Coffee, 1999).

Analiza prawnych uwarunkowań systemu nadzoru korporacyjnego jest procesem bardzo złożonym i skomplikowanym. Na potrzeby niniejszego artykułu zostanie ona przedstawiona w dużym uproszczeniu. Uwaga będzie koncentrowana na najistotniejszych elementach regulacji w Polsce, jakie tworzą ramy dla rozwoju systemu nadzoru korporacyjnego. W opracowaniu z punkt wyjścia przyjęto (za: Monks, 2001), iż efektywny system nadzoru korporacyjnego winien opierać się na trzech podstawowych filarach:

- 1) przejrzystości odnośnie ujawnianych o firmie danych,
- 2) odpowiedzialności poszczególnych aktorów za wyniki działania oraz
- 3) legitymizacji realizacji celu wzrostu wartości przedsiębiorstwa.

Funkcje te powinny być zatem widoczne w porządku prawnym tworzonych aktów i regulacji i tak definiować ramy funkcjonowania przedsiębiorstwa, by funkcje były realizowane przez poszczególne instytucje i graczy na rynku. Przytoczono

na perspektywa będzie postawą analizy regulacji wprowadzanych w Polsce analizowanych w kolejnym punkcie.

3. Porządek prawny w Polsce w kontekście nadzoru korporacyjnego

Porządek prawny odnoszący się do warunków kształtowania się nadzoru korporacyjnego jest w Polsce szczególnie złożony i skomplikowany. Różnorodne opcje reform, ścieranie się poszczególnych grup interesów oraz długie debaty polityczno-społeczne zaowocowały wieloma metodami prywatyzacyjnymi, znaczącą różnorodnością prawnych form przedsiębiorstw oraz szerokim wachlarzem regulacji.

3.1. Prawodawstwo z zakresu prywatyzacji

W zakresie prawodawstwa z zakresu prywatyzacji wyróżnia się Ustawę o komercjalizacji i prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych z 30 sierpnia 1996 roku oraz Ustawę o Narodowych Funduszach Inwestycyjnych. Oba akty prawne stworzyły warunki do odpowiednio prywatyzacji pośredniej i bezpośredniej, a także likwidacji i komercjalizacji przedsiębiorstw państwowych, oraz prywatyzacji powszechnej. Autorzy zwracają jednocześnie uwagę, iż głównym fundamentem niniejszych regulacji było dążenie do uzyskania akceptacji społecznej przekształceń i prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych, co wymagało rozszerzenia zakresu współuczestnictwa pracowników tak w zarządzaniu spółkami powstałymi w wyniku przekształceń, jak i w efektach ekonomicznych prywatyzacji (Grabowski, 1998; Chróścicki, 2001). Regulacje prawne w Polsce omówione niżej następujące programy prywatyzacyjne:

1. **Komercjalizacja** przedsiębiorstwa państwowego polega na utworzenie jednoosobowej spółki Skarbu Państwa, której jedynym akcjonariuszem jest Skarb Państwa reprezentowany przez Ministra Skarbu (Grabowski, 1998).

W spółce takiej funkcjonuje walne zgromadzenie, rada nadzorcza, zarząd i ewentualnie komisja rewizyjna. Ustalanie statutu oraz nominacje do rady nadzorczej leżą w wyłącznej kompetencji Ministra Skarbu. Zgodnie z Ustawą 2/5 członków rady stanowią osoby wybrane przez pracowników lub w 1/5 przez pracowników (Chróścicki, 2001). JsSP krytykowane są za nieefektywne zarządzanie, realizowanie polityczno-społecznych celów oraz polityczny klucz doboru członków zarządu i rady nadzorczej (Grzeszak, 2003). Niemniej, wielu badaczy zauważa, iż sama idea komercjalizacji miała na celu wprowadzenie choć w minimalnym stopniu pewnych mechanizmów nadzorczych i przygotowanie zarówno kadry,

jak i samych przedsiębiorstw o konieczność obowiązywania takiego porządku. Naturalnie powodzenie komercjalizacji zależy od tego, kiedy i w jaki sposób spółka wciąż przecież państwowa zostanie sprywatyzowana.

2. **Prywatyzacja pośrednia** (art. 31–38), która zakłada zbywanie³ akcji należących do Skarbu Państwa w trybie oferty ogłoszonej publicznie, przetargu publicznego, rokowań podjętych na podstawie publicznego zgłoszenia oraz przyjęcia oferty złożonej przez podmiot ogłaszających wezwanie.

Szczególną uwagę zwracają uprawnienia pracowników do nieodpłatnego nabywania do 15% akcji należących do Skarbu Państwa (art. 36–38) (Grabowski, 1998; Chróścicki, 2001).

3. **Prywatyzacja bezpośrednia** (art. 39–54) polega na rozporządzeniu wszystkimi składnikami materialnymi i niematerialnymi majątku przedsiębiorstwa państwowego przez: sprzedaż przedsiębiorstwa, wniesienie przedsiębiorstwa do spółki lub oddanie przedsiębiorstwa od odpłatnego korzystania (Grabowski, 1998; Chróścicki, 2001).

4. **Program Powszechnej Prywatyzacji (NFI)** przewidywał stworzenie 15 narodowych funduszy inwestycyjnych, które objęły udziały w większościowe w wysokości 33% w 33–34 przedsiębiorstwach oraz udziały mniejszościowe (1,9%) w każdym z pozostałych 477.

Cała procedura i doświadczenia PPP są bardzo cennym źródłem dla zrozumienia kwestii rozwoju mechanizmów nadzoru korporacyjnego, w niniejszej analizie uwaga zostanie skoncentrowana na kilku najistotniejszych kwestiach struktury nadzorczej powstałej w ramach NFI (więcej w Koładkiewicz, 2002). Regulacje dotyczące polskiego programu prywatyzacji masowej miały na celu uniknięcie wykształcenia się bardzo rozdrobnionej struktury własności, która groziła wystąpieniem próżni nadzorczej. W miejsce tego powstały struktury z dominującym udziałowcem oraz wieloma udziałowcami mniejszościowymi. Z drugiej jednak strony, struktura polskich NFI okazała się bardzo kosztowna, gdyż podstawowe organy, jakie obowiązują w spółkach (rada nadzorcza, WZA i zarząd) występowały zarówno w prywatyzowanych spółkach parterowych, samych funduszach, jak i firmach zarządzających funduszami, które to z kolei często były związywane na mocy porozumienia kilku inwestorów instytucjonalnych (Coffee, 1999). Jakkolwiek program NFI ma wielu krytyków, instytucje finansowe preferują dalsze inwestycje poza strukturą NFI a wyniki badań nie dają jednoznacznej odpowiedzi na efektywność procesów restrukturyzacyjnych, należy przyznać,

³ Propozycja nabycia i nabycie akcji, jakie są przedmiotem niniejszych uregulowań są wyłączone spod przepisów Ustawy o publicznym obrocie papierami wartościowymi.

iż polskie NFI uniknęły wielu problemów, jakie miały miejsce w Czechach, Rosji czy na Słowacji (Hashi, 1999).

3.2. Regulacje rynku kapitałowego

Rynek kapitałowy pełni bardzo istotną rolę w kontekście nadzoru korporacyjnego. Z jednej strony stanowi jedno z głównych, obok banków źródeł pozyskiwania przez przedsiębiorstwa kapitału zarówno w formie notowanych udziałów, jak i zróznicowanych papierów dłużnych. Jak wspomniano we wstępie regulacje prawne, w tym zabezpieczenia ochrony interesów inwestorów, stanowią czynnik decydujący o rozwoju rynku kapitałowego i jego znaczenia w procesie pozyskiwania kapitału (La Porta *et al.*, 1998; La Porta *et al.*, 2000). W kontekście gospodarki transformującej się wielu badaczy podkreśla, iż Polska wypracowała bardzo spójny i silny porządek prawny i instytucjonalny (McDermott, 2002; Pistor *et al.*, 2001), co przyczyniło się do rozwoju rynku kapitałowego. Jakkolwiek jego rola jest nieporównywalna z gospodarkami Stanów Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii, Japonii czy Niemiec, na tle innych krajów Europy Środkowo-Wschodniej wypada imponująco, a GPW w Warszawie stawiana jest za wzór (Pajuste, 2002; Fox *et al.*, 2003). Ich choć niektórzy badacze kwestionowali znaczenie rynku kapitałowego w przypadku krajów transformujących się, giełdy niewątpliwie stanowiły pas transmisyjny zasad i standardów prowadzenia działalności, rozwiązywania sporów i współpracy zarówno między akcjonariuszami a zarządem, jak i między poszczególnymi grupami udziałowców, oraz szczególnie ważnych z punktu widzenia nadzoru korporacyjnego obowiązków informacyjnych (McDermott, 2002).

Funkcjonowanie rynku kapitałowego w Polsce reguluje Ustawa – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi z dnia 21 sierpnia 1997 ze zm., która jest nowelizacją ustawy z dnia 22 marca 1991 Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych. Wiele przepisów wynika również z regulaminu Giełdy Papierów Wartościowych. Zgodnie z obowiązującymi regulacjami głównym celem rynku kapitałowego jest zapewnienie dopływu kapitału do podmiotów, które go potrzebują i jednocześnie potrafią go zgromadzić. Przepisy regulujące zasady publicznego obrotu papierami wartościowymi, które jednocześnie mają przełożenie na kształt i ramy zasad w zakresie nadzoru korporacyjnego obejmują (Socha, 2003):

- zasady wprowadzenia papierów wartościowych do publicznego obrotu;
- obowiązki przekazywania przez spółki raportów;
- zasady i warunki umożliwiające wycofanie akcji z publicznego obrotu;
- rolę i zadania Komisji Papierów Wartościowych i Giełd;
- zasady działalności domów maklerskich;

- zasady działania i zadań Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych;
- postępowanie w przypadku zbycia lub nabycia znacznych pakietów akcji.

Ład instytucjonalny

Z punktu widzenia ładu instytucjonalnego szczególną uwagę zwraca pozycja i uprawnienia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd, która jest centralnym organem administracji rządowej. Komisja m.in. (art. 13.1) sprawuje nadzór nad przestrzeganiem reguł uczciwego obrotu i konkurencji w publicznym obrocie papierami wartościowymi, zapewnia powszechny dostęp do rzetelnych informacji na rynku, podejmuje działania zapewniające sprawne funkcjonowanie rynku i ochronę inwestorów, a także przygotowuje projekty aktów prawnych związanych z funkcjonowaniem rynku papierów wartościowych. Ograniczone kompetencje nadzorcze wobec Komisji wynikają z innych przepisów. Np. Minister Finansów zatwierdza statut Komisji, Prezes Rady Ministrów powołuje i odwołuje Przewodniczącego Komisji oraz zastępcy Przewodniczącego na wniosek Przewodniczącego Komisji. Ani Minister Finansów, ani Prezes Rady Ministrów nie dysponuje środkami nadzoru merytorycznego wobec rozstrzygnięć Komisji.

Zgodnie z art. 107 w stosunku do instytucji rynku kapitałowego (Giełdy, KDPW, domów maklerskich, funduszy inwestycyjnych) Komisja ma prawo do prowadzenia postępowań administracyjnych, a uprawnieni przedstawiciele Komisji mają prawo wstępu do siedziby podmiotów i ich lokali, wglądu do ksiąg i dokumentów oraz zbierania wyjaśnień. W stosunku do giełd, rynków pozagiełdowych oraz KDPW Komisja może upoważnić swojego przedstawiciela do uczestniczenia w posiedzeniach rady giełdy, rad nadzorczych rynku pozagiełdowego i Krajowego Depozytu, a także może także nakazać tym radom niezwłoczne podjęcie w określonej sprawie. Na jej pisemne żądanie zarządy wszystkich trzech instytucji zobowiązane są do zwołania NWZA lub umieszczenia w porządku walnego zgromadzenia spraw wskazanych przez Komisję. Ma ona także prawo do zaskarżania do sądu uchwał WZA lub odpowiednich rad, jeżeli zostały one podjęte z naruszeniem przepisów prawa, postanowień statutu, regulaminu lub je naruszają albo naruszają zasady bezpieczeństwa obrotu. Zakres władztwa, jaki ustawa zapewnia Komisji nad spółką prowadzącą giełdę jest zatem bardzo szeroki. Poza tym uprawnienie organu administracji rządowej do nakazania radzie nadzorczej spółki akcyjnej podjęcia uchwały w określonej sprawie jest bardzo daleko idącym uprawnieniem.

Znaczne pakiety akcji (art. 147–158)

Na GPW przyjęto zasadę informowania inwestorów o poziomie udziału znaczących akcjonariuszy w kapitałach spółek akcyjnych. Ustalono także wielko-

ści graniczne stanowiące o powstaniu obowiązku informacyjnego. Każdy, kto nabył lub zbył odpowiednią liczbę akcji zobowiązany jest do zawiadomienia o transakcji Komisję, spółkę oraz Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów w ciągu 4 dni od dokonania zapisu na rachunku papierów wartościowych, który z reguły następuje po 3 dniach od zawarcia transakcji (art. 147). Spółka zobowiązana jest do natychmiastowego poinformowania agencji informacyjnej oraz rynku regulowanego, na którym jest notowana. Wielkości uruchamiające obowiązek informacyjny to (art. 148) (Czerniawski i Wierzbowski, 2002; Regulamin GPW, 2002):

- nabycie akcji dających 5% lub więcej albo 10% lub więcej ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu oraz zbycie i zejście do tych poziomów;
- nabycie lub zbycie akcji zmieniające posiadaną dotychczas liczbę powyżej 10% głosów na walnym zgromadzeniu o co najmniej 2% w przypadku spółki publicznej, której akcje są dopuszczone do obrotu na regulowanym rynku giełdowym, 5% w przypadku pozostałych spółek publicznych. Obowiązek powstaje zarówno w przypadku zawarcia pojedynczej transakcji, jak i kilku transakcji łącznie.

Obowiązek informacyjny dotyczy również nabycia lub zbycia obligacji zamiennych na akcje, kwitów depozytowych oraz innych papierów wartościowych, z których wynika prawo lub obowiązek nabycia akcji dopuszczonych do obrotu (art. 154). Obowiązek zawiadomienia spoczywa także na podmiocie, który: w wyniku nabycia akcji spółki publicznej osiągnął lub przekroczył próg 10% głosów oraz w wyniku zbycia stał się posiadaczem akcji zapewniających nie więcej niż – odpowiednio 25%, 50% lub 75% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu. Osiągnięcie lub przekroczenie progu 10% głosów na walnym zgromadzeniu nakłada obowiązek przekazania dodatkowych informacji dotyczących zamiarów dalszego zwiększania udziałów w spółce publicznej w okresie 12 miesięcy od złożenia zawiadomienia oraz celu zwiększania tego udziału. Nabycie akcji spółki publicznej lub wystawionych w związku z tymi akcjami kwitów depozytowych w liczbie powodującej osiągnięcie lub przekroczenie odpowiednio 25%, 33% lub 50% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu wymaga zezwolenia Komisji, wydanego na wniosek podmiotu nabywającego (Czerniawski i Wierzbowski, 2002; Regulamin GPW, 2002; Socha 2003). Dla ochrony akcjonariusza mniejszościowego zastrzeżono, iż jeżeli ogłaszający nabywał – bezpośrednio, pośrednio przez podmioty od niego zależne lub przez podmioty, z którymi łączy go porozumienie – akcje będące przedmiotem wezwania, to cena zapłacona za te akcje w wezwaniu nie może być niższa niż najwyższa cena zapłacona przez nie w okresie 12 miesięcy przed ogłoszeniem wezwania. Kwestia ta może być przedmiotem badania biegłego.

Obowiązki informacyjne (art. 81 i 82) § 21, 22, 178–181

Wszelkie informacje przekazywane przez spółkę publiczną w celu ich upublicznienia, przesyłane są do Komisji i do spółki prowadzącej rynek regulowany, po 20 minutach przesyłane są do agencji informacyjnej (PAP). Przepisy dotyczące przekazywania informacji akcjonariuszom są bardzo ogólne. Spółka akcyjna ma obowiązek zbadania przez biegłego rewidenta rocznych sprawozdań finansowych oraz przedstawienie na koniec roku wyników finansowych w Monitorze Gospodarczym. Kolejne obowiązki zawarte są w Kodeksie spółek handlowych. Zgodnie z tymi regulacjami (Czerniawski i Wierzbowski, 2000; Regulamin GPW, 2002; Socha, 2003) akcjonariusz spółki posiada prawo otrzymania przed WZA odpisów sprawozdania zarządu z działalności spółki i sprawozdania finansowego wraz z odpisem sprawozdania rady nadzorczej oraz opinii biegłego rewidenta. Akcjonariuszowi dodatkowo przysługuje prawo otrzymania od zarządu spółki informacji dotyczących spółki w trakcie walnego zgromadzenia, jeżeli jest to uzasadnione dla oceny sprawy objętej porządkiem obrad. Zarząd może odmówić udzielenia informacji w przypadku, gdy mogłoby to wyrządzić szkodę spółce, np. przez ujawnienie tajemnic technicznych, handlowych lub organizacyjnych. Zakres ujawnianych informacji obejmuje raporty bieżące (informacje, jakie należy przekazać do wiadomości niemalże natychmiast, ponieważ mają istotny wpływ na cenę papieru wartościowego) oraz okresowe (roczne, półroczne, kwartalne). Warto przy tym zauważyć, iż raporty są dokumentami prawnie chronionymi, co oznacza, że podanie nieprawdziwych lub niepełnych informacji traktowane jest jak przestępstwo i zagrożone karą więzienia od 6 miesięcy do 5 lat i karą grzywny do 5 mln złotych.

3.3. Kodeks spółek handlowych

Dnia 15 września 2000 Sejm RP uchwalił ustawę – Kodeks spółek handlowych⁴, która weszła w życie z dniem 1 stycznia 2001 roku i tym samym zastąpiła obowiązujący od 66 lat, od 1 lipca 1934 roku, wprowadzony rozporządzeniem z dnia 27 czerwca 1934 Kodeks handlowy.

KSH określa się mianem tzw. prawa kontynentalnego, która jest odmieniana od tradycji anglo-amerykańskiego systemu prawa *common law*. Polskie prawo chroni interes: spółki (w konflikcie ze współnikiem), wierzycieli (w konflikcie ze spółką) oraz współników (w konflikcie pomiędzy nimi samymi, zwłaszcza w konflikcie pomiędzy współnikami większościowymi i mniejszościowymi). Kodeks spółek handlowych zawiera przepisy o ochronie kapitału firmy w przypadku

⁴ Ustawa ta została znowelizowana w styczniu 2004 roku. Niniejsze omówienie obejmuje przepisy z uwzględnieniem tej nowelizacji.

spółek kapitałowych, które mają chronić interes wierzycieli wobec ograniczenia odpowiedzialności wspólników za zobowiązania spółek kosztem interesu akcjonariuszy. System ten określa się mianem prowierzycielskiego⁵ (Uruszczak, 2001). Z punktu widzenia uwarunkowań nadzoru korporacyjnego kluczowe znaczenie mają regulacje dotyczące praw i obowiązków akcjonariuszy, organów działających w spółce, a także zasady podwyższania kapitału zakładowego oraz kwestie łączenia i przejmowania spółek.

Prawa i obowiązki akcjonariusza

Zgodnie z KSH akcjonariuszowi przysługują (Sołtysiński *et al.*, 2003):

- prawa majątkowe, które obejmują prawo do udziału w zysku spółki oraz prawo do udziału w majątku spółki w przypadku jej rozwiązania) oraz
- prawa korporacyjne, na które składają się trzy rodzaje praw: 1) przysługujące każdemu akcjonariuszowi (prawo do udziału w walnym zgromadzeniu, prawo głosowania, prawo zaskarżania uchwał walnego zgromadzenia), 2) prawa służące mniejszości akcjonariuszy (prawo żądania zwołania walnego zgromadzenia) oraz 3) prawa większości realizowane na walnym zgromadzeniu. Statut może rozszerzać zakres praw korporacyjnych.

Prawo do uczestnictwa w spółce akcyjnej oznacza, że akcjonariusz nie może zostać usunięty ze spółki i pozbawiany przysługujących mu praw. Każdy, kto chce wystąpić ze spółki, może to uczynić, sprzedając swoje akcje lub wyzbywając się ich w inny sposób. Uczestnictwo w spółce oznacza posiadanie prawa do (Socha, 2003; Sołtysiński *et al.*, 2003): do przeglądania księgi akcyjnej w każdym czasie, przeglądania listy akcjonariuszy uprawnionych do uczestnictwa w walnym zgromadzeniu, zapoznania się z listą obecności na WZA, przeglądania w każdym czasie księgi protokołów oraz żądania odpisów sprawozdań przedstawionych na walnym zgromadzeniu.

Wśród innych praw przysługujących akcjonariuszowi (pod warunkiem, że takie regulacje są przewidziane w statucie spółki) warto wymienić tak zwane prawa mniejszości. Mogą one dotyczyć istotnych spraw związanych z działalnością spółki, takich jak: wybór osób do rady nadzorczej czy komisji rewizyjnej, zwoływanie ZWZA. Warto zauważyć jednak, iż KSH przewiduje instrumenty prawne umożliwiające wyłączenie akcjonariusza ze spółki w sytuacji, gdy ten naduży-

⁵ System *common law* natomiast bazuje na zasadzie *caveat emptor* (niech kupujący uważa), co w praktyce oznacza, iż strony powinny same zapewnić sobie ochronę prawną na podstawie zawieranej umowy. Autorzy przedmiotu wskazują, iż system *common law* umożliwia tym samym obniżenie formalizacji spółki i kosztów jej działania.

wa swych praw podmiotowych w spółce. Dodatkowe instrumenty wyłączenia ze spółki obejmują: 1) umorzenie przymusowe akcji (jeżeli przyczyny umorzenia są wymienione w statucie, art. 359 § 1), które działa tylko w odniesieniu do akcji nowych emisji po ewentualnej zmianie statutu, dopuszczającej taką możliwość (art. 359 § 5) oraz 2) przymusowy wykup akcji (*squeeze out*) należących do akcjonariuszy, którzy reprezentują mniej niż 5% kapitału zakładowego, przez pozostałych akcjonariuszy w liczbie nie większej niż pięciu i reprezentujących co najmniej 90% kapitału zakładowego tej spółki. Uchwała wymaga większości dziewięciu dziesiątych głosów oddanych (art. 418). Warto jednak podkreślić, iż zgodnie z § 4 art. 418 przepisów o przymusowym wykupie akcji nie stosuje się do spółek publicznych.

Akcjonariusz może dysponować akcjami zwykłymi lub uprzywilejowanymi w obrębie poszczególnych praw mu przysługujących. Akcje uprzywilejowane powinny być imienne oraz określone w statucie (art. 351 § 1). Mogą one dotyczyć prawa głosu, prawa do dywidendy lub podziału majątku w razie likwidacji spółki (art. 351 § 2). Jednej akcji nie można przyznać więcej niż dwa głosy, a w przypadku zamiany akcji na akcje na okaziciela uprzywilejowanie wygasa (art. 352).

Współpraca WZA, zarządu i rady nadzorczej

Biorąc pod uwagę strukturę organów spółki regulacje KSH sytuują polski system nadzorczy w grupie systemów dwupoziomowych (*two tier system*), co oznacza, że rada nadzorcza i zarząd stanowią oddzielne organy, a ich mandaty nie mogą się pokrywać. W niniejszym ujęciu rada sprawuje nadzór nad pracą i wynikami zarządu, nie mogąc jednocześnie ingerować w zarządzanie. Walne zgromadzenie stanowi natomiast miejsce spotkań akcjonariuszy, w celu podejmowania kluczowych dla spółki decyzji takich jak: zatwierdzanie sprawozdań zarządu, udzielanie absolutorium, poważne inwestycje, emisje akcji czy obligacji, wybór rady nadzorczej (art. 393–395). Z tego też względu bardzo istotne są zasady współpracy organów, w tym przepływ informacji o kondycji spółki i podział ich kompetencji. Zgodnie z art. 382 rada nadzorcza powoduje i odwołuje zarząd, choć nie ma prawa wydawać zarządowi wiążących poleceń dotyczących prowadzenia spraw spółki. Dodatkowo, rada ma możliwość ustalenia wynagrodzeń członków zarządu spółki (art. 382, 392). Minimalna liczba członków rady⁶ wynosi 5, których kadencja trwa 5 lat (art. 369). Do szczególnych obowiązków rady należy:

⁶ Jednocześnie bardzo szczegółowo określono zakaz sprawowania funkcji członka rady nadzorczej (art. 387) (Szwaja, 2001b). Członkiem rady nadzorczej nie może być członek zarządu, prokurent, likwidator (art. 18), osoba karana za przestępstwa (art. 211, 380), osoba prowadząca działalność konkurencyjną wobec działalności spółki, a także poseł, senator, radny.

- ocena sprawozdań w zakresie ich zgodności z księgami i dokumentami, jak i ze stanem faktycznym;
- ocena wniosków zarządu dotyczących podziału zysku albo pokrycia straty;
- składanie walnemu zgromadzeniu corocznego pisemnego sprawozdania z wyników tej oceny (art. 382 p. 3).

W celu wykonania swoich obowiązków rada nadzorcza może badać dokumenty spółki, żądać od zarządu i pracowników sprawozdań i wyjaśnień oraz dokonywać rewizji stanu majątku spółki (art. 382 p.4). Do kompetencji rady należy również:

- zawieszanie, z ważnych powodów, w czynnościach poszczególnych lub wszystkich członków zarządu;
- delegowanie członków rady nadzorczej do czasowego wykonywania czynności członków zarządu niemogących sprawować swoich czynności;
- w przypadku niemożności sprawowania czynności przez członka zarządu rada powinna niezwłocznie podjąć odpowiednie działania w celu dokonania zmiany w składzie zarządu (art. 383).

Chociaż z przepisów jasno wynika, iż zarząd działa samodzielnie i nie jest podporządkowany radzie nadzorczej, w razie potrzeby statut może rozszerzyć kompetencje rady nadzorczej, a w szczególności przewidywać, że zarząd jest zobowiązany uzyskać zgodę rady przed dokonaniem określonych w statucie czynności (art. 384 p. 1).

Zgodnie z regulacjami KSH zarząd prowadzi sprawy spółki i reprezentuje spółkę (art. 386). Kadencja zarządu nie może przekroczyć 5 lat, choć dopuszcza się ponowne powołanie (art. 369 § 1). Powołanie zarządu następuje na okres wspólnej kadencji, co dotyczy również wygaśnięcia mandatu, z tym że statut może przewidywać częściowe odnawianie zarządu (art. 369 § 2). Wygaśnięcie mandatu następuje najpóźniej z dniem odbycia WZ zatwierdzającego sprawozdanie finansowe za ostatni pełny rok obrotowy pełnienia funkcji członka zarządu. KSH stworzył dla zarządu możliwość odwołania się do WZA w razie, gdy rada nadzorcza odmówiła zezwolenia na dokonanie określonej czynności przez zarząd spółki (art. 384 § 2).

Podwyższanie kapitału zakładowego oraz łączenie spółek

Zgodnie z KSH podwyższenie kapitału zakładowego wymaga zmiany statutu i następuje w drodze emisji nowych akcji lub podwyższenia wartości nominalnej dotychczasowych akcji. Zmiany statutu dokonuje walne zgromadzenie akcjonariuszy przez głosowanie, a za uchwałą musi głosować co najmniej 75% obecnych na walnym. KSH przewiduje również podwyższenie kapitału własnego ze środków własnych, o czym decyzję podejmuje WZA.

Podwyższenie kapitału zakładowego może być dokonane w trybie zwykłym w drodze uchwały walnego zgromadzenia. KSH przewiduje szczególne zasady podwyższania kapitału: 1) w drodze kolejnych podwyższeń (instytucja kapitału docelowego) oraz 2) w trybie warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego. Podwyższanie kapitału zakładowego w trybie kapitału docelowego polega na upoważnieniu przez walne zgromadzenie w drodze uchwały zmieniającej statut zarządu do dokonania jednego lub kilku podwyższeń kapitału. Upoważnienie może być udzielone na kolejne okresy, nie dłuższe niż 3 lata. Wysokość kapitału docelowego nie może przekraczać $\frac{3}{4}$ kapitału zakładowego. W przypadku warunkowego podwyższenia kapitału wartość nominalna nie może przekraczać kapitału zakładowego.

Zliberalizowane regulacje dotyczące łączenia (art. 492), przekształcania i podziału spółek są zaliczane do zalet kodeksu spółek handlowych (Woś, 2001). Dopuszcza się łączenie spółek różnego typu oraz tworzy wspólną regulację łączenia się przez przejęcie i przez zawiązanie nowej spółki. Kodeks liberalizuje też postępowanie łączeniowe w przypadku przejmowania przez spółkę dominującą swej jednoosobowej lub prawie jednoosobowej spółki zależnej, a także podział spółki, w formie rozdzielenia bądź wydzielenia.

4. Bibliografia

1. Bebchuk L. A., Roe M. J., A theory of path dependence in corporate ownership, Columbia Law School Working Papers, <http://www.law.columbia.edu/lawec/>, 1999.
2. Becht M., Röell A., Blockholdings in Europe: An international comparison, „European Economic Review”, Vol. 43, s. 1049–1056, 1999.
3. Chróścicki A., Ustawa o komercjalizacji i prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2001.
4. Coffee J. C. Jr., Inventing a corporate monitor for transitional economics: The uncertain lessons from the Czech and Polish experiences, Columbia Law School, Center for Law and Economics Studies, „Working Paper”, No. 106, 1996, <http://www2.law.columbia.edu/law-economicstudies/papers/workp106.pdf>.
5. Coffee J. C. Jr., Privatization and corporate governance: The lessons from securities market failure, Columbia Law School, Center for Law and Economics Studies, „Working Paper”, No. 158, 1999, <http://www2.law.columbia.edu/law-economicstudies/papers/workp158.pdf>.
6. Czerniawski R., Wierzbowski M., Ustawa prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2002.
7. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Regulamin, Warszawa 2001.

8. Grabowski J., Ustawa o komercjalizacji i prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych. Komentarz, Wydawnictwa Prawnicze PWN, Warszawa 1998.
9. Grzeszak, Goście z kraju rad, „Polityka”, Nr 35, s. 20–22, 2003.
10. Hashi I., The Polish National Investment Fund Programme: Mass privatization with a difference, Working Paper No. 99.5, Staffordshire University, 1999, <http://www.staffs.ac.uk/schools/business/economics/papers/ec1999-05.pdf>.
11. Hopt K., Garrido G. Jose, Rickford J., Rossi G., Christensen J. S., Joëlle S., Winter J., European Corporate Governance in company law and codes, European Corporate Governance Conference, Haga 2004.
12. Kodeks spółek handlowych.
13. Kołodkiewicz I., Nadzór korporacyjny w Narodowych Funduszach Inwestycyjnych, Wydawnictwo WSPiZ, Warszawa 2002.
14. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Corporate ownership around the world, Working Paper Series, National Bureau of Economic Research, „Working Paper” 6625, 1998.
15. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Investor protection and corporate governance, „Journal of Financial Economics”, Vol. 58, s. 3–27, 2000.
16. Mc-Dermott G., Network restructuring and firm creation in East-Central Europe: A public-private venture, William Davidson „Working Paper”, No. 361, 2000, <http://eres.bus.umich.edu/docs/workpap-dav/wp361.pdf>.
17. Monks R., Corporate governance and value: appearance and reality, „European Business Forum”, Issue 5, Spring 2001.
18. Pistor K., Chenggang X., Incomplete Law, NYU „Journal of International Law and Politics” 931, 2003.
19. Pistor K., Law as a determinant for equity market development. The experience of transition economies, in Murrell P., (red.), *Assessing the Value of Law in Transition Economics*, University of Michigan Press, Ann Arbor, pp. 249–287, 2001.
20. Pistor K., Raiser M., Gelfer S., Law and finance in transition economies, *Economics of Transition*, Vol. 8, pp. 325–368, 2000.
21. Roe M. J., Political determinants of corporate governance. Political conspect, political impact, Oxford University Press, Oxford 2003.
22. Socha J., Rynek papierów wartościowych w Polsce, Olympus, Warszawa 2003.
23. Sołtysiński S., Szajkowski A., Szumański A., Szwaja J., Kodeks spółek handlowych, Tom III, Warszawa 2003.
24. Szwaja J., Nowy kodeks spółek handlowych, cz. II, Prawo spółek, Nr 3 (51), 2001.
25. Uruszczak A., O wykładni pieniaczej, profesjonalizmie i apolityczności – rozmowa z prof. dr hab. Andrzejem Szumańskim, „Prawo i Życie”, Nr 7 (1787), 2001.
26. Ustawa o komercjalizacji i prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych z dnia 30 sierpnia 1996, Dz.U. Nr 118, poz. 561.

27. Ustawa o zmianie ustawy o narodowych funduszach inwestycyjnych z dnia 11 kwietnia 1997, Dz.U. Nr 47, poz. 298.
28. Ustawa Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, z dnia 21 sierpnia 1997, Dz.U. Nr 118, poz. 754.
29. Ustawa: Kodeks spółek handlowych z dnia 15 września 2004, Dz.U. Nr 94, poz. 1037.
30. Woś T., Blaski i cienie kodeksu spółek handlowych, „Państwo i prawo”, Nr 7 (665), KNP PAN 2001.

Nowy konsument w e-przestrzeni

Współcześnie coraz częściej spotykamy się z terminami „nowy konsument”, „e-konsument”. Nowy konsument określany jest jako osoba lub organizacja, która konsumuje towary i usługi przy wykorzystaniu Internetu, aby w ten sposób ułatwić sobie proces konsumpcji, identyfikację potrzeb, wyszukiwanie rozwiązań, zakup towarów i usług, odpowiadanie na pytania i rozwiązywanie problemów¹.

Potencjalnymi e-konsumentami są wszyscy przynależący do społeczeństwa informacyjnego. Mogą oni zaspokajać potrzeby w nowej przestrzeni – na e-rynku, czyli praktycznie na rynkach całego świata. Z badań CBOS przeprowadzonych we wrześniu 2004 roku wynika, iż dostęp do Internetu ma jedna piąta dorosłych Polaków, a korzysta z niego 26%. Częściej niż co ósmy dorosły Polak kupił coś przez Internet, a 4% populacji (15% wśród Internautów) skorzystało w płatnych usług.

Z badań przeprowadzonych wśród wielkomiejskich gospodarstw domowych wynika, iż 8% badanych kupuje za pośrednictwem Internetu, a 13,5% zamierza skorzystać z tej formy zaspokajania potrzeb. Najczęściej są to mężczyźni, pracujący na własny rachunek, oceniający swoją sytuację dochodową jako bardzo dobra i dobrą, osoby mieszkające w Warszawie².

Dane przedstawione w *Diagnozie Społecznej 2003* wskazują, iż komputer posiada co trzecie polskie gospodarstwo domowe, a podłączenie do Internetu co szóste³ – tabela 1.

Sytuację gospodarstw istotnie różnicuje miejsce zamieszkania i źródło utrzymania. Ponad 71% gospodarstw pracujących na własny rachunek posiada komputer, a 43% podłączenie do Internetu. Natomiast wśród gospodarstw utrzymujących się z niezarobkowych źródeł tylko 15% posiada komputer, a 6% podłączenie do Internetu.

¹ L. Windham, K. Orrton, Dusza Nowego Konsumenta. Postawy, zachowania i preferencje e-klientów, CeDeWu, Warszawa 2000, s. 15–16.

² Por. M. Bombol, A. Dąbrowska, M. Janoś-Kresło, B. Mróz, Model konsumpcji w polskich gospodarstwach domowych na początku lat 2000-cznych, SGH, Warszawa 2004 (maszynopis powielony). Badania przeprowadzono wśród 200 gospodarstw domowych zlokalizowanych w Białymstoku, Łodzi, Katowicach, Warszawie, Wrocławiu.

³ Diagnoza Społeczna 2003. Warunki i jakość życia Polaków, pod red. J. Czapińskiego, T. Panka, Wyższa Szkoła Finansów i Zarządzania, Warszawa 2004, s. 197.

W miastach powyżej 500 tysięcy mieszkańców komputer posiada co drugie gospodarstwo domowe, na wsi co piąte. Podobne rozpiętości dotyczą podłączenia do Internetu.

Tabela 1. Komputer i Internet w polskich gospodarstwach domowych

Typ gospodarstwa	Gospodarstwa, które mają komputer	Liczba osób na 1 komputer	Gospodarstwa, które chciałyby mieć komputer	Gospodarstwa, które mają podłączenie do Internetu	Internet wśród gospodarstw z komputerem	Gospodarstwa, które chciałyby mieć dostęp do Internetu
Ogółem	33,50	3,84	34,62	17,01	50,78	31,82
Klasa miejscowości zamieszkania						
– miasta ponad 500 tys.	50,89	3,48	24,46	29,85	58,66	27,86
– miasta 200–500 tysięcy	40,48	3,45	26,80	22,32	55,14	27,80
– miasta 100–200 tysięcy	40,46	3,51	27,06	23,37	57,76	29,71
– miasta 20–100 tysięcy	34,27	3,70	33,79	17,28	50,42	32,54
– miasta poniżej 20 tysięcy	34,90	4,03	33,50	16,70	47,85	33,74
– wieś	21,03	4,53	44,00	8,11	38,56	34,34
Źródło utrzymania						
– gosp. pracowników	49,82		11,97	26,16	52,51	38,33
– gosp. pracowników użytkuj. gosp. rolne	32,77		15,82	11,24	34,30	44,38
– gosp. rolników	18,18		24,70	8,54	46,97	40,36
– gosp. pracuj. na własny rachunek	71,48		10,55	43,12	60,32	25,45
– gosp. emerytów	13,09		64,28	6,02	45,99	17,46
– gosp. rencistów	13,52		48,93	3,01	22,26	31,12
– gosp. utrzym. się z niezarobk. źródeł	15,15		26,63	6,09	40,20	44,44

Źródło: Diagnoza Społeczna 2003. Warunki i jakość życia Polaków, pod red. J. Czapińskiego, T. Panka, Wyższa Szkoła Finansów i Zarządzania, Warszawa 2004, s. 197.

Stosowanie nowych technologii wywołuje zarówno pozytywne, jak i negatywne skutki. Wśród negatywnych konsekwencji należy wymienić problem wykluczenia, zarówno ze wspólnoty społeczeństw krajów wysoko rozwiniętych, jak i postawienie grupy konsumentów nie obcujących z komputerem i Internetem poza możliwością zaspokajania potrzeb w inny sposób niż tradycyjny i bez przekraczania granic.

Wśród użytkowników Sieci można wyróżnić:

- 1) osoby należące do pierwszych entuzjastów, korzystają z Sieci od kilku lat,
- 2) osoby, które niedawno nabrały wprawy w obcowaniu z Siecią,
- 3) prawdziwi internetowi neofici.

Czas obcowania z komputerem i Internetem, a także technologiami mobilnymi wpływa na kształtowanie się nowej sylwetki e-konsumenta, powstawanie nowych segmentów. Nowe profile e-konsumentów różnicują takie elementy, jak: oczekiwane korzyści, stosunek do ceny, marki, stosunek do tradycyjnego handlu.

Można wyróżnić następujące segmenty e-konsumentów⁴:

- kupujący dla wygody – konsumenci ci z reguły dokonują zakupów wciąż na tych samych witrynach i dla tych samych kategorii produktów. Powód – te witryny już znają, a ten sposób robienia zakupów, co jest dla nich niezmiernie istotne, oszczędza ich czas. Są zachowawczy jeżeli chodzi o podawanie swoich danych – tylko jednej witrynie, jak i opanowywanie nowych narzędzi nawigacyjnych, nawet jeśli oznacza to wyższy koszt tych samych produktów;
- konsumenci wrażliwi na ceny – nie są lojalni wobec witryny, wybierają te, które oferują niższe ceny, bowiem są na nie wrażliwi;
- konsumenci porównujący – traktują zakupy przez Internet jako przygodę, bardzo lubią zakupy, wyszukują okazje, przed podjęciem decyzji porównują produkt, cenę, opłaty za dostawę, specjalne oferty promocyjne;
- konsumenci lojalni wobec marki – zwyczajowo skłonni do zakupów na tej samej witrynie, do której mają zaufanie. Brak skłonności do zmiany witryny wynika z poczucia komfortu, zadowolenia, a nie z wygody;
- konsumenci skoncentrowani – wchodzi do określonych-konkretnych witryn z zamiarem zakupu określonych produktów. Do e-zakupów podchodzą beznamiętnie, bez emocji, czyli wybierają produkt, dokonują transakcji i surfują dalej;
- konsumenci niechętni wszelkim sklepom – dla niektórych wyjście do sklepu detalicznego jest stresem, niemiłym przeżyciem, bowiem nie znoszą tłumów, procedury zakupów. Dla nich e-zakupy są wybawieniem.

⁴ *Ibidem*, s. 70–76.

Głównymi przesłankami, które decydują o atrakcyjności zakupów w sklepach internetowych jest wygoda i oszczędność czasu. Istotną rolę w powstaniu i rozwoju e-rynków i e-handlu odegrało upowszechnienie się kart płatniczych, jako metody zapłaty (w 2004 roku w portfelach Polaków znajdowało się ponad 16 milionów kart płatniczych, z czego zdecydowanej większości nie można użyć do płatności w sklepach internetowych).

E-zakupy wymagają minimalnego wysiłku ze strony konsumenta, potrzebny jest komputer podłączony do Internetu i środek płatniczy. Jest to także możliwość bycia konsumentem ponad granicami państw, tzn. pokonana została bariera czasu i przestrzeni. Dla polskich konsumentów dodatkową korzyścią e-zakupów jest fakt, iż zagraniczne sklepy internetowe sprzedają setki tysięcy artykułów. Oferują towary często niedostępne w naszym kraju, bądź pojawiające się u nas z większym lub mniejszym opóźnieniem (elektronika, filmy na płytach DVD). Nie bez znaczenia jest fakt, iż zwiększa się możliwość wyszukiwania i porównywania ofert poszczególnych sklepów, a także że częste przeceny i promocje czynią te towary tańsze od polskich od kilku do kilkudziesięciu procent.

W Internecie, konsument praktycznie może kupić wszystko – począwszy od książek, poprzez płyty z muzyką i filmami, artykuły spożywcze, bilety lotnicze i wycieczki turystyczne, aż po odzież, wyroby jubilerskie, sprzęt RTV i AGD, a nawet samochody i domy. Do najpopularniejszych kategorii asortymentów w sklepach internetowych należą: książki i wydawnictwa, sprzęt komputerowy⁵ (rysunek 1).

Należy podkreślić, iż są pewne grupy artykułów, które można kupić wyłącznie przy pomocy komputera, np. niektóre programy.

Sklepy internetowe konkurują z tradycyjnymi sklepami szerszą ofertą oraz cenami. Badania I-Metrii wskazują, że ponad 26% Polaków uważa, że ceny w sklepie internetowym są niższe. Jednocześnie ponad 93% właścicieli sklepów internetowych stwierdza, że ma stałych klientów i coraz więcej z nich prowadzi politykę premiowania stałych klientów (najpopularniejszą formą są upusty cenowe). Inną formą zachęty są darmowe dostawy, szczególnie powyżej pewnej kwoty.

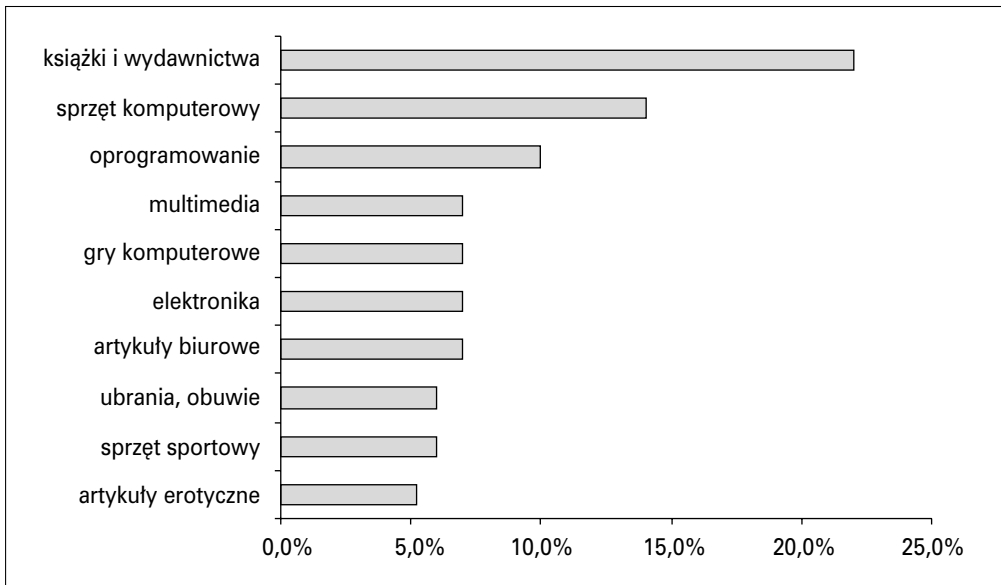
Dodatkowymi atutami zakupów w e-przestrzeni jest fakt, iż nie ruszając się z domu można łatwo dotrzeć do informacji o produkcie, obejrzeć go i zapoznać się z innymi ofertami, opiniami użytkowników, co pozwala konsumentom podjąć bardziej racjonalną decyzję.

Przy e-zakupach kluczową jest kwestia zapłaty za nabywany towar. W Polsce najbardziej popularnym rozwiązaniem są płatności za zaliczeniem pocztowym (67%) i przy odbiorze (kurierowi) – 51%. Innym sposobem jest zapłata kar-

⁵ Szerzej badania I-Metrii omówiono w: *Elektroniczna gospodarka w Polsce*, pr. zb. pod red. G. Szyszko i B. Śliwczyńskiego, Biblioteka Logistyka, Poznań 2004.

tą płatniczą, płatność przelewem bankowym, bądź przekazem pocztowym. W przypadku zakupów w zagranicznych sklepach internetowych konsument jest „skazany” na użycie karty płatniczej. Większość sklepów internetowych akceptuje płatność kartami płatniczymi spod znaku Visa i MasterCard oraz mniej popularnymi w Polsce: American Express, Diners Club, Discover itd. Płatności w Internecie można dokonać jedynie wypukłymi kartami płatniczymi (wyjątkiem jest Visa Electron Inteligo).

Rysunek 1. Najpopularniejsze kategorie asortymentowe w sklepach internetowych



Źródło: I-Metria S.A.

Dla konsumenta ważne są także informacje o kosztach przesyłki, czy to krajowej, czy zagranicznej. Koszty wysyłki składają się najczęściej z dwóch elementów – jednorazowego kosztu za wysyłkę (stawka *Per Shipment*) oraz kosztu dodatkowego za każdy kupiony przedmiot (stawka *Per Item*).

E-handlowcy nie są zbyt optymistyczni, jeżeli chodzi o rozwój e-handlu w Polsce. W skali od 1 do 5 przeważały oceny 3. Owa powściągliwość wynikała z poziomu dostępu do Internetu, braku należytego bezpieczeństwa zakupów, braku wiedzy na temat zakupów on-line.

Podobnie jak przy zakupach tradycyjnych, wiele osób zastanawia się, jaki wpływ na e-zakupy wywrze członkostwo Polski w UE. Otóż na terenie Unii Europejskiej:

- zostaną zniesione cła na towary wyprodukowane w państwach należących do Unii,
- zostaną zniesione wszelkie ograniczenia w handlu, nie będą obowiązywały ograniczenia ilościowe, ani wartościowe towarów pochodzących z UE,
- zwiększy się bezpieczeństwo i szybkość przesyłek, wzrośnie wykorzystanie poczty ekspresowej i kurierskiej,
- powinny się obniżyć koszty przesyłki nabywanych towarów,
- wejście do Unii z biegiem czasu będzie skutkowało większym dostępem do usług finansowych, bankowych i parabankowych,
- utrzymane zostaną cła na towary handlowe pochodzące spoza UE o wartości powyżej 22 euro. Przesyłki o niższej wartości są zwolnione z cła i VAT'u. W przypadku „prezentów” od osób fizycznych limit stanowi 45 euro.

W 2004 roku odnotowano podwojenie obrotów handlu elektronicznego w Polsce. Łączna wartość transakcji w handlu elektronicznym, bez uwzględnienia platform aukcyjnych, wyniosła blisko 300 mln zł, szacuje spółka eCard, obsługująca transakcje w sklepach internetowych⁶.

Polska jest członkiem Międzynarodowej Sieci Ochrony Konsumentów i Rozwoju Sieci – ICPEN (*International Consumer Protection and Enforcement Network*). Jedną z inicjatyw tej organizacji, w której Polska bierze czynny udział, jest organizowanie corocznie międzynarodowych dni przeszukiwania Internetu.

Celem tej akcji jest:

- promocja uczciwej przedsiębiorczości w drodze edukacji środowisk przedsiębiorców,
- edukacja konsumentów za pomocą rozpowszechniania w mediach informacji zdobytych w ramach prowadzonych akcji,
- demonstracja obecności organów kontroli i nadzoru w przestrzeni internetowej.

Podjęta przez Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów w sierpniu 2004 roku akcja kontrolna wynikała z konieczności przystosowania witryn internetowych do wymagań przepisów konsumenckich regulujących świadczenie usług na odległość, które sygnalizowane jest w Strategii Polityki Konsumenckiej na lata 2004–2006. Zagadnienia te regulują⁷:

- 1) Kodeks cywilny,
- 2) ustawa z dnia 18 lipca 2002 roku o świadczeniu usług drogą elektroniczną (Dz.U. Nr 144, poz. 1204),

⁶ Handel zamiast tradycyjnych sklepów: E-zakupy za 300 mln złotych, „Gazeta Prawna” z dnia 5 kwietnia 2004 roku.

⁷ E-commerce, Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów, Warszawa, sierpień 2004.

3) ustawa z dnia 2 marca 2000 roku o ochronie niektórych praw konsumentów oraz odpowiedzialności za szkodę wyrządzoną przez produkt niebezpieczny (Dz.U. Nr 22, poz. 271 ze zm.).

Jednym z założeń Strategii Polityki Konsumenckiej na lata 2004–2006 jest wypromowanie handlu elektronicznego jako bezpiecznej sfery obrotu konsumencckiego, funkcjonującej w ramach Wspólnego Rynku UE, dostosowanego jednocześnie do standardów międzynarodowych określanych przez Organizację Współpracy Gospodarczej i Rozwoju.

Strategia zakłada przeprowadzenie kontroli w zakresie usług dostępu do Internetu (podłączenie, zakładanie kont pocztowych, witryn WWW itp. oraz w zakresie sprzedaży on-line.

Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów zebrał dane nt. zgodności z prawem zasobów polskich witryn internetowych. Kontrolą objęto 186 witryn internetowych (przybory toaletowe, kosmetyki – 10 witryn, sprzęt RTV – 20, muzyka – 28, sprzęt elektroniczny/elektryczny – 15, książki – 28, ubrania – 16, zabawki, gry – 17, sprzęt komputerowy, oprogramowanie komputerowe – 9, produkty bankowe – 10).

W wyniku przeprowadzonych kontroli sprzedaży *on-line* stwierdzono szereg nieprawidłowości, a mianowicie:

- we wszystkich witrynach brakowało informacji o stosowanych kodeksach etycznych;
- w 183 przypadkach nie wskazano sądu właściwego do rozpatrzenia ewentualnych sporów. Tylko jeden z badanych przedsiębiorców zastrzegł, że jest to sąd właściwy ze względu na jego siedzibę (zapis ten jest sprzeczny z art. 385 pkt. 23 k.c.);
- w 178 przypadkach stwierdzono niekompletną informację o przedsiębiorcy. Udostępniane informacje były niepełne, najczęściej brakowało numeru REGON lub/oraz oznaczenia organu, który zarejestrował działalność gospodarczą wykonywaną przez dany podmiot. Zdarzały się przypadki, kiedy udostępniano jedynie nazwę bez danych teleadresowych. Częstym zjawiskiem było umiejscawianie informacji w sposób trudny do odnalezienia;
- w 176 przypadkach brakowało wskazania języka, w którym może być zawarta umowa;
- w 165 przypadkach brakowało informacji o czasie, w którym oferta oraz materiały są wiążące (tzw. *warming up*). Polskie przepisy wyraźnie określają taki obowiązek wiążąc z jego niedochowaniem określone konsekwencje związane z terminem odstąpienia od umowy. Brak tych informacji może wpływać na redukcję zaufania konsumentów do handlu elektronicznego;

- w 158 przypadkach nie wskazano terminu składania reklamacji;
- w 148 przypadkach brakowało możliwości korygowania błędów w zamówieniu;
- w 132 przypadkach nie wskazano sposobu rozpatrywania reklamacji;
- w 94 przypadkach nie wskazano sposobu składania reklamacji;
- w 92 przypadkach nie było informacji o prawie do odstąpienia od umowy, niekiedy podawano sprzeczne informacje z treścią przepisów ustawy o ochronie niektórych praw konsumentów oraz odpowiedzialności za szkodę wyrządzoną przez produkt niebezpieczny – np. możliwość odstąpienia w terminie 3–5 dni roboczych od daty odebrania przesyłki;
- w 73 przypadkach wykorzystano dane osobowe niezgodnie z przepisami, mimo że przedsiębiorcy zastrzegają na swoich stronach, że dane będą przetwarzane zgodnie z ustawą z dnia 29 sierpnia 1997 roku o ochronie danych osobowych;
- w 67 przypadkach brakowało informacji o czynnościach technicznych składających się na procedurę zawarcia umowy;
- w 56 przypadkach nie udostępniano regulaminu;
- w 53 przypadkach nie zapewniono, że zamówienie zostanie potwierdzone;
- w 6 przypadkach niewłaściwie określono termin, w którym konsumenci mogą odstąpić od umowy albo pominięto tę informację.

Najmniej zastrzeżeń budziły sposoby prezentacji produktów. Każda z badanych witryn handlowych zawierała wymagane logistyczne dane o cenie (zwykle podawano ceny brutto), kosztach oraz sposobach zapłaty.

Badanie wykazało także wzrastające zaufanie do transakcji przy wykorzystaniu karty kredytowej (z autoryzacją *on-line*).

Zawieranie umów za pośrednictwem Internetu pociąga dla konsumenta wiele niebezpieczeństw na różnych etapach transakcji, a mianowicie⁸:

- 1) na etapie dokonywania czynności przedkontraktowych – czyli przesyłanie niezamówionych materiałów, informacji, ofert, nielegalne przetwarzanie danych osobowych,
- 2) na etapie zawierania umowy – brak dostatecznych danych o przedsiębiorcy, z którym konsument zawiera umowę, brak pełnej informacji o treści umowy – przedmiocie umowy, brak informacji o prawie do odstąpienia przez konsumenta od umowy zawartej na odległość,
- 3) na etapie wykonywania umowy,
- 4) na etapie dochodzenia roszczeń.

⁸ S. Stanisławska-Kloc, Skuteczność dostępnych środków prawnych w handlu elektronicznym a bezpieczeństwo konsumentów. Aspekty cywilnoprawne, Instytut Prawa Własności Intelektualnej, Uniwersytet Jagielloński (materiały konferencyjne).

Wobec powyższych spostrzeżeń istotne jest tworzenie klimatu zaufania konsumentów do e-zakupów. W procesie tym uczestniczą różne organizacje międzynarodowe, np. OECD. Organizacja ta wskazuje na potrzebę określenia ram prawnych dla współpracy pomiędzy krajami na rzecz wyeliminowania nieuczciwych praktyk handlowych wobec konsumentów w odniesieniu do transakcji internetowych, czyli na potrzebę budowania zaufania konsumentów poprzez⁹:

- tworzenie mocnych podstaw dla wzrostu zaufania konsumentów,
- promowanie i zwiększenie dostępu konsumentów do systemów informacyjnych,
- zapewnienie stabilnych regulacji w zakresie prawa ochrony konsumentów,
- wypracowywanie elastycznych i pragmatycznych wytycznych w celu zwiększenia efektów wdrażania prawa ochrony konsumentów.

Do tej akcji włączyły się także instytucje i organizacje ochrony i edukacji konsumentów w Polsce, przede wszystkim Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów, Federacja Konsumentów, Stowarzyszenie Konsumentów Polskich.

⁹ www.oecd.org/sti/consumer-policy.

Znaczenie kultury w organizacji zarządzającej wiedzą

1. Wprowadzenie

W ciągu ostatnich kilkunastu lat wzrosło zainteresowanie kulturą organizacyjną w nauce o zarządzaniu. Wraz z pojawieniem się nowych koncepcji w zarządzaniu – szczególnie odnosi się to do zarządzania wiedzą – kultura organizacyjna stała się przedmiotem wielu badań teoretycznych i empirycznych. Z badań tych wynika, że źródeł niepowodzenia wdrożenia koncepcji zarządzania wiedzą można upatrywać w lekceważącym stosunku do różnych aspektów kultury organizacyjnej.

Zarządzanie wiedzą samo w sobie jest holistyczną, interdyscyplinarną koncepcją, obejmującą swym zasięgiem całą organizację, a więc wszystkie jej aspekty funkcjonowania. Dlatego na zarządzanie wiedzą ma wpływ wiele czynników, m.in.: technologiczny, kulturowy, procesowy, ludzki, strategiczny, pomiarowy i strukturalny. Przedmiotem moich zainteresowań w tym artykule jest czynnik kulturowy.

W takim razie, jakie powinny być cechy kultury organizacyjnej, aby sprzyjała ona zarządzaniu wiedzą organizacyjną? Jak zarządzanie wiedzą wpływa na kulturę organizacyjną? Jakie powinny być funkcje i założenia kultury organizacji zarządzającej wiedzą? Poniższy artykuł jest próbą odpowiedzi na powyższe pytania.

2. Kultura organizacji zarządzającej wiedzą

Pojęcie „kultura organizacyjna” pojawiło się w literaturze anglojęzycznej już w latach 60. Wśród badaczy kultury organizacji nie ma do tej pory jednoznaczności co do tego, czym ona jest i w czym się przejawia. I tak, *kultura organizacyjna jest przez jednych autorów przedstawiana jako coś, co dana organizacja ma, przez innych zaś jako coś, czym organizacja jest* (Smircich, 1983). *Większość menedżerów i konsultantów traktuje kulturę jako atrybut organizacji, przez co zakładają, że możliwe jest jej analizowanie i wprowadzanie zmian*¹.

¹ Hofstede G., Kultury i organizacje. Zaprogramowanie umysłu, PWE, Warszawa 2000, s. 267–268.

L. Smircich prezentuje trzy ujęcia kultury organizacyjnej:

- kultura traktowana jako jeden z podsystemów organizacji, jako jej część składowa, czyli organizacja „ma” swoją kulturę,
- kultura jako synonim organizacji, czyli organizacja „jest” kulturą,
- kultura jako część składowa otoczenia organizacji².

Natomiast V. Neuman i K. Chaharbaghi nadali nowe znaczenie pojęciu „kultura organizacyjna”, traktując ją jako efekt procesów uczenia³.

Uchylając się od dyskusji terminologicznych prowadzonych, ponadto m.in. przez takich badaczy, jak A. Ch. Trompenaars, Ch. Hampden-Turner, R. D. Lewis, R. Haus czy G. Hofstede, proponuję ograniczyć się do dwóch definicji zaproponowanych przez E. Scheina, a opartych na założeniach kulturowych i psychologicznym podejściu do kultury.

Według E. Scheina kultura jest *całością fundamentalnych założeń, które dana grupa wymyśliła, odkryła lub stworzyła, ucząc się rozwiązywania problemów adaptacji do środowiska i integracji wewnętrznej*⁴ oraz jest to *zespół psychologicznych predyspozycji członków organizacji, które determinują określone zachowania*⁵.

Pierwsza z przytoczonych definicji podkreśla, że normy i wartości kształtowane przez przyjęte założenia kulturowe, stanowią fundament kultury organizacyjnej oraz element scalający organizację. Potwierdza ona również fakt, iż *normy i wartości stanowią swoistego rodzaju kierunkowskazy, pokazujące jakiego rodzaju wiedzę oraz jakimi metodami zdobywać. Są one także elementem kontrolnym, eliminującym sprzeczne z nimi źródła wiedzy i metody jej zdobywania*⁶. Druga z definicji wskazuje na szczególne predyspozycje, jakie powinien posiadać członek organizacji, aby z powodzeniem wspierać proces cyrkulacji i dzielenia się wiedzą, a także być propagatorem i obrońcą wiedzy oraz procesów uczenia się, ale również, może sugerować, że podzielane wartości i przekonania mają wpływ na podejmowane działania i zachowania członków organizacji.

Definicje E. Scheina wychodzą poza postrzeganie kultury organizacyjnej przez pryzmat jej twardych czynników (struktura, strategia, systemy) i bardziej zbliżają się ku miękkim czynnikom (umiejętności, członkowie organizacji, cele,

² Morgan G., *Creative organization theory*, SAGE Publication 1989, pp. 157.

³ Więcej w: Gładys-Jakóbiak J., Stobińska K., *Kultura organizacyjna w organizacji uczącej się – efekt uboczny czy źródło zmian?*, w: Wawrzyniak B., red., *Zarządzanie wiedzą w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. L. Koźmińskiego, Polska Fundacja Promocji Kadr, Warszawa 2003, s. 93.

⁴ Strategor, *Zarządzanie firmą. Strategie. Struktury. Decyzje. Tożsamość*, PWE, Warszawa 1999, s. 512.

⁵ Fazlagić A., *Osobowość na sprzedaż, czyli jak funkcjonuje profesjonalista w gospodarce wiedzy*, „Personel i zarządzanie”, 16–30 czerwca 2002, s. 30–34.

⁶ Płoszajski P. i studenci Koła Naukowego Zarządzania Wiedzą SGH, *Wdrażanie nowych metod zarządzania: zarządzanie wiedzą (maszynopis powielany)*, SGH, Warszawa 2001.

style kierowania), czyli „osobowości” danej organizacji. Jak twierdzi bowiem Schein: *kultura jest wszechobecna w całym przedsiębiorstwie*⁷.

Przytoczone definicje kultury zamierzam odnieść do organizacji zarządzającej wiedzą, aby w rezultacie określić kulturę takiej organizacji.

Zarządzanie wiedzą to zespół procesów obejmujących identyfikację, pozyskiwanie, transfer, kodyfikację, wykorzystanie i kreację wiedzy w celu budowania trwałej przewagi konkurencyjnej organizacji⁸. Organizacja zarządzająca wiedzą kreuje sprzyjającą uczeniu się oraz wymianie wiedzy kulturę organizacyjną, wykorzystuje kreatywne i innowacyjne możliwości członków organizacji, a także potencjał technologii informatycznej do tworzenia wartości, czyli produktów i usług bogatych w wiedzę. Zarządzanie wiedzą jest organicznym sposobem funkcjonowania organizacji, które ułatwia jej ciągłe uczenie się.

Kultura organizacji zarządzającej wiedzą jest zbiorem wartości odnoszących się do wiedzy⁹. Wiedza, jako efekt uczenia się, staje się kluczową wartością organizacji i determinuje jej zdolność do wprowadzania zmian. Kultura organizacji jest tworzona przez jej członków, stosowane instrumenty zarządzania (struktury, strategie, procedury, systemy kierowania) oraz otoczenie organizacji. Uważam, że powinna ona służyć rozwojowi procesu zarządzania wiedzą i uczenia się organizacji.

Jakie powinny być zatem podstawowe cechy kultury organizacyjnej, aby mogły, jak najlepiej służyć realizacji procesu zarządzania wiedzą i uczenia się organizacji? Zadane pytanie ma swoje głębokie uzasadnienie. Wynika z faktu, że liczne wyniki badań empirycznych wskazują na brak kultury dzielenia się wiedzą, jako kluczową przeszkodę we wdrażaniu organizacyjnej koncepcji zarządzania wiedzą¹⁰

⁷ Żelazo J., *Ku synergii kulturowej, czyli o kulturze organizacyjnej w korporacjach*, „Problemy zarządzania. Innowacje”, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania UW, Nr 1, 2004, s. 125.

⁸ Dla przykładu podam, że firma konsultingowa Andersen wymienia następujące procesy zarządzania wiedzą: Identyfikacja wiedzy, Gromadzenie wiedzy, Dostosowanie wiedzy, Organizowanie wiedzy, Zastosowanie wiedzy, Dzielenie się wiedzą, Kreowanie wiedzy. Natomiast w firmie konsultingowej KPMG Aspekt procesowy identyfikuje następujące procesy zarządzania wiedzą: Tworzenie Wiedzy, Kodyfikację Wiedzy, Transfer Wiedzy. Zob.: maszynopis powielony, Andersen Global Best Practices, Knowledge Management Assessment Questionnaire, 2001 oraz maszynopis powielony, M. Strojny, CKO Coordinator CEE, *Zarządzanie wiedzą w KPMG*, Warszawa, 18 lipca 2002.

⁹ *W socjologii i psychologii organizacji kulturę rozumie się najczęściej w sposób niewartościujący. Kultura organizacyjna obejmuje wówczas normy i wartości wyznaczające specyficzny sposób zachowania się uczestników danej organizacji, różniące tę organizację od innych*. Cyt. za: Sikorski Cz., *Ludzie nowej organizacji. Wzory kultury organizacyjnej wysokiej tolerancji niepewności*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 1998, s. 56.

¹⁰ Zob.: KPMG, *KPMG European Knowledge Management Survey. Insights from the 2002/2003 Survey* (maszynopis powielony), wyniki badań przeprowadzone na 500 organizacjach, m.in. w Wielkiej Brytanii, Francji, Niemczech pokazały, że około 82% ankietowanych twierdzi, że zarządzanie wiedzą nie jest codziennym priorytetem, a około 65% uważa brak kultury dzielenia się wiedzą za poważne utrudnienie we wdrażaniu programu zarządzania wiedzą oraz w: Wyniki badań sondażowych

oraz na brak motywacji do dzielenia się wiedzą¹¹. Przejawami braku kultury dzielenia się wiedzą wśród członków organizacji są: nie traktowanie dzielenia się wiedzą jako priorytetu i nie włączenie go do codziennej pracy, brak systemu nagradzania dzielenia się wiedzą¹².

Podstawowe, pożądane cechy kultury w organizacji zarządzającej wiedzą przedstawia rysunek 1. Należy podkreślić, że zidentyfikowane poniżej kluczowe wartości kulturowe – w tym wyodrębniona, najważniejsza wartość, jaką jest wiedza – pełnią funkcje spoiwa wobec różnych wyzwań organizacji (np.: budowanie trwałej przewagi konkurencyjnej).

Spojrzenie na kulturę organizacji zarządzającej wiedzą przez pryzmat zarządzania strategicznego, operacyjnego, działań indywidualnych i grupowych pozwala dostrzec, że kultura organizacyjna powinna być zgodna z celami organizacji i realizowanymi strategiami¹³, w tym strategią zarządzania wiedzą. Jak również powinna umożliwiać zrozumienie misji i strategii organizacji (w tym strategii zarządzania wiedzą), integrować członków organizacji wokół celów, które definiuje misja i strategia organizacji¹⁴. W procesie konkurencyjności ważne jest dopasowanie kultury do warunków otoczenia, ponieważ otoczenie wymusza pewne zachowania organizacji¹⁵.

Kultura organizacji zarządzającej wiedzą powinna być kulturą konstruktywną, zdolną do kreacji rozwiązań, służących osiągnięciu sukcesu. Troska o potencjał ludzki powinna wyrażać się w traktowaniu wszystkich członków organizacji i jej klientów z jednakową uwagą oraz na zaspokojeniu ich potrzeb. Organizacja powinna dążyć do tego, aby każdy jej członek stale pogłębiał swoją wiedzę, był otwarty na poszukiwanie i ryzyko oraz na tworzenie innowacji.

Spojrzenie na kulturę organizacyjną przez pryzmat jej strategii pozwala dostrzec pewną, korzystną zależność. Wspólna wizja (poziom strategiczny) pozwala ukierunkować działania członków organizacji w zespołach i wszystkich ze-

nad zarządzaniem wiedzą w Polsce, w: Błaszczuk A., Brdulak J. J., Guzik M., Pawluczek A., Zarządzanie wiedzą w polskich przedsiębiorstwach, SGH, Warszawa 2003, s. 95. Badania te przeprowadzono na 33 firmach działających w Polsce. Ankietowani uznali słabą komunikację i opór przed dzieleniem się wiedzą jako główne bariery w zarządzaniu wiedzą.

¹¹ Wen Chong Ch., Holden T., Wilhelmij P., Schmidt R. A., Where does knowledge management add value?, „Journal of Intellectual Capital”, Vol. 1, No 4, 2000, pp. 366–380.

¹² Własne badania ankietowe przeprowadzone na 50 organizacjach działających w Polsce, realizujących i podejmujących inicjatywy z zakresu zarządzania wiedzą.

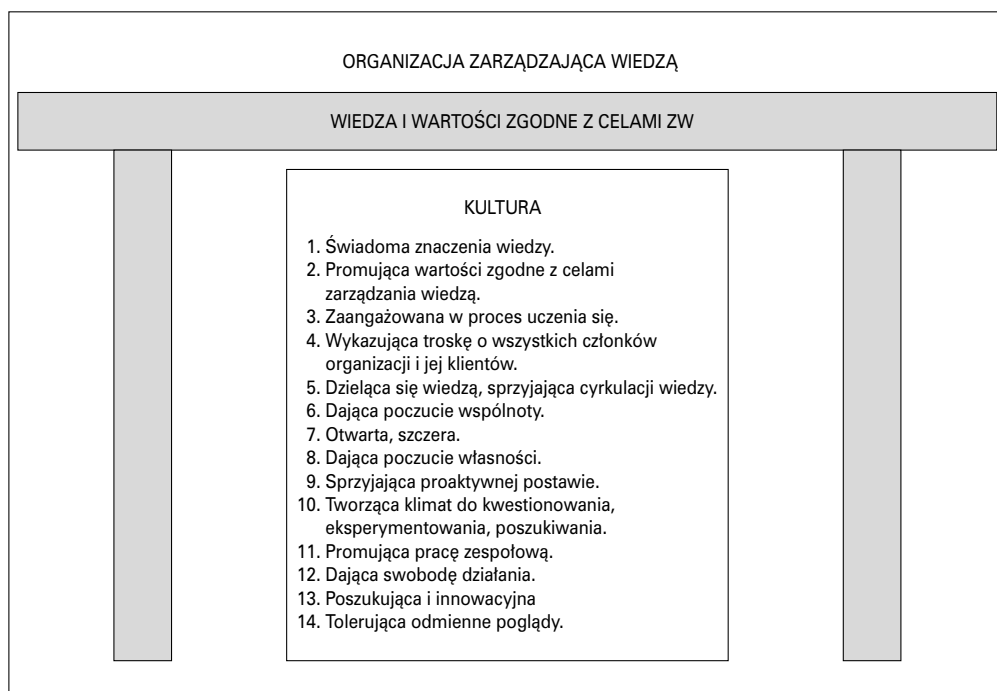
¹³ Urbanowska-Sojkin E., Zarządzanie przedsiębiorstwem. Od kryzysu do sukcesu, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Poznań 2003, s. 289.

¹⁴ Ochnik-Płonka J., Integracja europejska a kultura organizacji, w: Budzowski K., red., Materiały konferencyjne: Administracja, zarządzanie i handel zagraniczny w warunkach integracji, Krakowska Szkoła Wyższa im. A. Frycza Modrzewskiego, Kraków 2002, s. 265.

¹⁵ Aniszewska G., Rola kultury organizacyjnej w zarządzaniu, „Przegląd Organizacji”, TNOiK, Nr 1, 2004, s. 9.

społów razem oraz wzmacnia identyfikację organizacyjną, opartą na zespołowej tożsamości kulturowej. Minimalizuje poziom konfliktu międzyzespołowego i międzygrupowego. Poczucie wspólnoty wytwarza u pracowników silną motywację do zaangażowania się w sprawy organizacji oraz poczucie lojalności. Ułatwia nieformalną integrację. Otwartość, szczerłość sprzyjają sprawnej komunikacji, zarówno pionowej, jak i poziomej, zorientowaniu kulturowemu na osiągnięcie celów, ułatwiają dostęp do różnych informacji w organizacji oraz w jej otoczeniu.

Rysunek 1. Podstawowe cechy kultury organizacji zarządzającej wiedzą



Źródło: opracowanie własne na podstawie: Bratnicki M., Podstawy współczesnego myślenia o zarządzaniu, Wyższa Szkoła Biznesu, Dąbrowa Górnicza 2000; Consortium Learning Forum Best-Practice Report, Successfully Implementing Knowledge Management. Knowledge For Improvement, APQC American Productivity & Quality Center, Texas 2000; Gładys-Jakóbiak J., Stobińska K., Kultura organizacyjna..., *op. cit.*; Hesselbein F., Goldsmith M., Beckhand R., red., Organizacja przyszłości, Business Press, Warszawa 1998; Jagoda H., Lichtarski J., red., Nowe kierunki w zarządzaniu przedsiębiorstwem – ciągłość i zmiana, Wydawnictwo AE, Wrocław 2000; Mertins K., Heisig P., Vorbeck J. (editors), Best Practices in Europe, Springer-Verlag Berlin. Heidelberg 2001; Sajkiewicz A., Kreacja kapitału ludzkiego przez kulturę: Rybak M., red., Kapitał ludzki, a konkurencyjność przedsiębiorstw, Poltext, Warszawa 2003; Sikorski Cz., Ludzie nowej organizacji. Wzory kultury..., *op. cit.*; Sobolewska S., Kultura firmy dająca przewagę, „Manager” 2004, INFOR, Nr 4.

Należy w tym miejscu zwrócić uwagę na pewną zależność. Proaktywna postawa sprzyja kształtowaniu proaktywnej kultury, w której członkowie organizacji powinni być przekonani co do możliwości kształtowania własnych warunków działania, poprzez wpływanie na otoczenie bliższe i dalsze. Zaangażowanie w proces uczenia się, tworzenie klimatu organizacyjnego do kwestionowania, eksperymentowania i poszukiwania, sprzyjają tworzeniu kultury uczenia się, opartej na różnicach wynikających z umiejętności członków organizacji, ich kwalifikacji, wyznawanych zasad i przyjętych wartości.

Praca zespołowa przynosi organizacji synergiczny efekt, daje o wiele więcej niż suma indywidualnej pracy wszystkich jej członków. Pozwala na szybkie podejmowanie trafniejszych decyzji, dzięki porozumieniom i kompromisom.

Organizacja zarządzająca wiedzą w porównaniu do organizacji tradycyjnej *wymaga zastosowania odmiennego, silnie zaakcentowanego profilu kultury organizacyjnej*¹⁶. Przejawia się on w *obszarze optymalizacji działalności nowoczesnego przedsiębiorstwa na zasobach ludzkich i niematerialnych oraz elastyczności i ekspansji jego granic*¹⁷. W takim razie, zasadna jest próba stwierdzenia, że kultura organizacji zarządzającej wiedzą powinna być budowana na wartościach profesjonalnych, takich jak: jakość, kompetencje, przywództwo, innowacje, a również na wartościach uniwersalnych, do których należą: zaufanie, otwartość, szczerłość, tolerancja dla odmiennych poglądów, aktywność, swoboda działania, troskliwość o wszystkich członków organizacji i klientów. W firmie zarządzającej wiedzą dzielenie się wiedzą zajmuje ważną pozycję obok innych kluczowych wartości kulturowych, takich jak: zaufanie, komunikacja, docenianie, porządek, przywództwo, praca zespołowa, zarządzanie procesem, stałe ulepszanie, ucząca się organizacja, pomiar wyników¹⁸.

Wydaje się inspirujące dla dalszych rozważań dokonanie porównania funkcji kultury w ujęciu tradycyjnym z funkcjami kultury w organizacji zarządzającej wiedzą i nastawionej na uczenie się.

3. Funkcje kultury organizacji zarządzającej wiedzą

Kultura rozumiana w kategoriach funkcjonalnych stanowi szczególny kontekst, który wywiera wpływ na proces zarządzania wiedzą.

¹⁶ Cyt.: materiały konferencyjne, Jagoda H., Lichtarski J., red., *Nowe kierunki...*, *op. cit.*, s. 457.

¹⁷ *Ibidem*, s. 457.

¹⁸ Consortium Learning Forum Best-Practice Report, *Successfully...*, *op. cit.*, pp. 74.

Tabela 1. Porównanie funkcji kultury w ujęciu tradycyjnym z funkcjami kultury w organizacji zarządzającej wiedzą i nastawionej na uczenie się

Funkcje kultury w ujęciu tradycyjnym	Funkcje kultury w organizacji zarządzającej wiedzą i nastawionej na uczenie się
Funkcja integracyjna	
Tworzenie stałej grupy odniesienia, zapewniającej poczucie tożsamości i przynależności. Stalność więzi społecznych. Budowanie i utrwalanie tożsamości organizacji.	Umiejętność łatwego integrowania się z różnymi grupami społecznymi. Luźne i tymczasowe więzi społeczne. Umiejętność otwierania się na inne grupy społeczne i organizacje.
Funkcja percepcyjna	
Umiejętność przetwarzania obserwowanych procesów i faktów na powszechnie zrozumiały język własnej kultury. Pozwala wyjaśnić złożoność zachodzących zjawisk poprzez przyjęte wzorce myślowe.	Zrozumienie rzeczywistych uwarunkowań i znaczeń obserwowanych faktów, procesów. Rozszerzenie płaszczyzny rozumienia i wyjaśniania procesów.
Funkcja adaptacyjna	
Dopasowanie otoczenia do własnych wymagań kulturowych.	Przystosowanie się do zmieniającego się otoczenia i umiejętność kreowania własnej przyszłości.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Sikorski Cz., Ludzie nowej organizacji..., *op. cit.*, s. 30–77; Czop K., Wiedza, zmiana i uczenie się jako determinanty kultury nowoczesnej organizacji, Koło Naukowe OiZ „Strateg” z Archiwum „Zarządzanie wiedzą – koncepcja firmy przyszłości”.

Przedstawione w tabeli 1 funkcje kultury organizacyjnej, integracyjna, percepcyjna i adaptacyjna, zmierzają do zmniejszenia poczucia niepewności członków organizacji. Służą temu kolektywizm, konformizm, poczucie stabilności i porządku.

Skoro nakreśliłam pożądane cechy i omówiłam założenia oraz funkcje kultury organizacji zarządzającej wiedzą, zasadna jest próba omówienia najważniejszych aspektów kultury.

Z punktu widzenia zarządzania wiedzą i procesów uczenia się organizacji, za najważniejsze uważa się trzy poniższe aspekty kultury:

- 1) normatywny – dotyczący tworzenia norm, wzorów kulturowych i reguł zachowania członków organizacji sprzyjających zarządzaniu wiedzą;
- 2) psychologiczny – podkreślający psychiczne mechanizmy rozwoju kultury, zachodzące dzięki procesom adaptacji i uczenia się członków organizacji;
- 3) strukturalistyczny – skupiający się na integrowaniu kultury organizacyjnej i jej całościowym systemowym charakterze¹⁹.

Kultura rozumiana w kategoriach funkcjonalnych stanowi szczególnie kontekst, wywierający wpływ na proces zarządzania wiedzą. Organizacja jest tu pewnym systemem wiedzy i wartości, które określają jej tożsamość.

¹⁹ Sułkowski Ł., Problemy poznawcze..., *op. cit.*, s. 7.

Organizacja kreuje podłoże wzorów kulturowych o nieformalnych charakterze. Takie podejście powinno dotyczyć każdej części składowej organizacji, *gdyż w ten sposób promuje się zdolność do personalizacji wartości w codziennym procesie podejmowania decyzji*²⁰. Te wzory kulturowe są wynikiem konfrontacji indywidualnego systemu wartości każdego członka organizacji, z tym co oferuje organizacja.

4. Porównanie kultury organizacji tradycyjnej i zarządzającej wiedzą

Kultura organizacji tradycyjnej, oparta na posłuszeństwie, nie sprzyja lub słabo sprzyja podejmowaniu odpowiedzialnego ryzyka. Kultura organizacji zarządzającej wiedzą, oparta na zaufaniu, sprzyja pielęgnowaniu kultury odmiennych zdań. W organizacji tradycyjnej otwartość komunikacyjna i dostęp do informacji jest na niskim poziomie, natomiast w organizacji zarządzającej wiedzą nauka wbudowana jest w kulturę, co sprzyja nauczaniu technicznych, społecznych, organizacyjnych i komunikacyjnych umiejętności.

Tabela 2 prezentuje podejście wartościujące do kultury organizacyjnej (tzw. normatywny aspekt). Wskazuje na wzory kulturowych zachowań, normy i wartości (które są znaczące dla osiągnięcia celów organizacji i wpływają na jej sprawność funkcjonowania) w organizacji tradycyjnej i zarządzającej wiedzą.

Kultura organizacji tradycyjnej oparta jest na władzy i zasobach (materialnych), na biurokracji i bierności społecznej.

Kultura organizacji zarządzającej wiedzą i nastawionej na procesy uczenia się daje przyzwolenie dla niekonwencjonalnych poglądów i zachowań. Relacje z otoczeniem są na tyle złożone, że sytuacja ta prowadzi do heterogenizacji kultury organizacji. A wynika ona z przynależności członków organizacji do wielu grup społecznych. Instrumentalny stosunek do wzorów kulturowych jest spowodowany tymczasowością ról organizacyjnych i jest skutkiem procesu uczenia się członków organizacji. Relatywizm ról społecznych w organizacji jest skutkiem wzrastającej presji na innowacje techniczne i organizacyjne. W organizacji zarządzającej wiedzą i nastawionej na procesy uczenia się ludzie często pracują w różnych miejscach, stają się członkami różnych zespołów, uczestnicząc w realizacji różnych projektów. Zespoły posiadają dużą autonomię w realizacji procesów. Pozwala im ona dynamizować twórcze kreowanie zasobów wiedzy²¹.

²⁰ Zacytuję za: Hesselbein F., Goldsmith M., Beckhand R., red., *Organizacja przyszłości...*, *op. cit.*, s. 57.

²¹ Hebler J. W., Van Doren D. C., *Unfettered Leverage: The Ascendancy of Knowledge Rich Products and Processes*, „Business Horizons”, No 3, 1997, pp. 9.

Tabela 2. Zestawienie różnic pomiędzy kulturami organizacji tradycyjnej i zarządzającej wiedzą

Kultura organizacji tradycyjnej	Kultura organizacji zarządzającej wiedzą (nastawionej na procesy uczenia się)
Skoncentrowana na rolach odgrywanych przez członków organizacji.	Skoncentrowana na jakości dialogu i więzi między członkami organizacji.
Kultura wspólnoty, której ideałami są: ograniczone kanały komunikacji i interakcji, silna hierarchia, wyraźnie określona rola i miejsce każdego członka wspólnoty.	Spontaniczna, otwarta i woluntarystyczna o nieograniczonych możliwościach w dziedzinie myślenia i zachowania. Wzory kulturowe znajdują odzwierciedlenie w wymianie idei między członkami organizacji. Zmienność ról odgrywanych przez członków organizacji.
Przekonanie o niewielkim wpływie na otoczenie.	Przekonanie o dużym wpływie na otoczenie.
Relacje społeczne oparte na zasadach współpracy.	Relacje społeczne oparte na poszukiwaniu harmonii z otoczeniem.
Kultura niskiej tolerancji niepewności.	Kultura wysokiej tolerancji niepewności, zorientowana na zadania, skoncentrowana na celach, procesach.
Kultura zespołów nakierowana na rozwiązywanie bieżących problemów.	Kultura zespołów sprzyjająca rozwiązywaniu złożonych problemów i wytwarzaniu innowacji.
Mała elastyczność zachowań, przeważa sztywność i rutyna w zachowania.	Duża elastyczność zachowań, unikanie rutyny.
Ograniczone formy współpracy, najczęściej w ramach obowiązującej struktury.	Różne formy współpracy ludzi w organizacji. Połączenie różnych stylów i wyznawanych wartości w organizacji w celu uaktywnienia zapału jej członków do dzielenia się wiedzą.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Sikorski Cz., Ludzie nowej organizacji..., *op. cit.*, s. 66–67.

Należy dodać, że w takiej organizacji „poczucie własności” powinno być jedną z podstawowych wartości kulturowych. Według Cz. Sikorskiego, „własność” w znaczeniu psychologicznym, związana jest z przekonaniem, że *wszystko to, co ludzie robią w firmie, robią dla siebie, dla własnego zadowolenia, rozwoju kariery i zwiększenia własnej konkurencyjności, jako pracowników*²².

W organizacjach, w których członkowie wykazują silne poczucie własności, widoczna jest większa dbałość o cudze interesy. Za A. K. Koźmińskim, mogą stwierdzić, że oznacza to przybliżenie kultury organizacyjnej do wzorców kulturowych panujących w zespołach naukowych. A. K. Koźmiński wymienia następujące wzorce naukowe: *pasja poznawcza, poszukiwanie prestiżu opartego na uznanych*

²² Cyt. za: Sikorski Cz., Ludzie nowej organizacji..., *op. cit.*, s. 66.

*osiągnięciach naukowych, swoboda twórcza, działanie w swobodnie kształtujących się zespołach naukowych, złożonych z ludzi o podobnych zainteresowaniach, otwartość na świat i inne środowiska naukowe*²³.

Członek organizacji pracuje w zmiennym otoczeniu organizacyjnym. Chodzi tu o to, że zmienia się konfiguracja współpracowników, różniących się cechami osobowościowymi, doświadczeniem zawodowym, zwyczajami i formami zachowania. Ważna jest umiejętność adaptacji społecznej. Każdy uczestnik zespołu musi wnieść do zespołu coś nowego. Powinien być elastyczny i starać się rozpoznać system wartości oraz normy społeczne innych członków i podporządkować się kulturze zespołu. Siła zespołu tkwi we wzmacnianiu odmienności jego członków. Jeżeli członek organizacji będzie świadomy faktu, że praca dla organizacji jest jednocześnie pracą dla siebie, dla własnego zadowolenia, poszerzenia wiedzy, horyzontów myślowych i gdy się umożliwi mu rozwój oraz daje się samodzielność, wtedy jest on w stanie dać z siebie wszystko. Dzięki uznawaniu pewnych metod postępowania za oczywiste oraz dzięki wspólnym wartościom, przekonaniom i celom, ułatwione zostają interakcje międzyludzkie w organizacji. Radzenie sobie ze złożonością staje się o wiele łatwiejsze, kiedy członkowie organizacji dzielą sposoby zachowania, myślenia, współdziałania. Dodatkowo wzajemne zaufanie dodatkowo wpływa na skłonność do podejmowania ryzyka przez członków organizacji, na poczucie bezpieczeństwa i sprzyja otwartości informacyjnej.

Po zaprezentowaniu pożądanых norm, wzorów kulturowych i reguł zachowania w organizacji zarządzającej wiedzą, przejdę do omówienia mechanizmów rozwoju kultury, zachodzących dzięki procesom adaptacji i uczenia się członków organizacji.

5. Uwarunkowania rozwoju kultury organizacji zarządzającej wiedzą

Kultura kształtuje się w dłuższym okresie czasu, pod wpływem wielu zjawisk zachodzących w organizacji i jej otoczeniu. I dlatego jednym z zasadniczych, funkcjonalnych trzonów kulturowych organizacji zarządzającej wiedzą i przekształcającej się w organizację uczącą się, powinno być zaangażowanie się jej członków w proces uczenia się i wprowadzania zmian. Bo jedyną, stałą wartością organizacji jest jej proces nieustannego uczenia się i zmian.

Aby dana kultura mogła się rozwijać i umocnić, musi zaistnieć odpowiedni klimat ku temu²⁴. Kultura sprzyjająca dzieleniu się wiedzą najlepiej rozwija

²³ Koźmiński A. K., red., Zarządzanie wiedzą warunkiem konkurencyjności firm, VII Kongres Ekonomistów Polskich, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, 2001, s. 10.

²⁴ Rapacki R., red., Problemy kształtowania się kultury przedsiębiorstwa w Polsce w okresie transformacji, SGH, Warszawa 1995, s. 83.

się w organizacjach, w których jest lokalna autonomia, a rozwiązywanie problemów odbywa się poprzez poddanie dyskusji różnych kwestii.

M. Bratnicki wskazuje na następujące cechy kultury organizacyjnej, sprzyjające transferowi wiedzy: *zaufanie, czas i miejsce dla uczenia się, nagradzanie za dzielenie się wiedzą, jakość idei liczącej się bardziej niż jej źródło, akceptowanie i nagradzanie twórczych błędów oraz współpracy* itp.²⁵

Główne czynniki, pomagające kreować kulturę dzielenia się wiedzą, to:

- włączenie dzielenia się wiedzą w biznesową strategię,
- sieć kontaktów międzyludzkich sprzyja tworzeniu trwałych relacji opartych na dzieleniu się wiedzą,
- dzielenie się wiedzą w codziennej pracy,
- menedżerowie i liderzy wiedzy głoszą potrzebę dzielenia się wiedzą,
- nagradzanie za dzielenie się wiedzą, organizowanie treningów i specjalnych spotkań.

Najczęściej źródłem pojawiających się problemów w zarządzaniu wiedzą jest lekceważący stosunek organizacji do ludzi i aspektów kultury organizacyjnej²⁶.

Badania przeprowadzone przez Delphi Group pokazały, że aż 52% badanych organizacji uważa, że najważniejszymi czynnikami sukcesu wdrożenia zarządzania wiedzą są organizacyjna kultura oraz powiązanie jej ze strategią biznesu²⁷. Inne, niezależnie przeprowadzone badania również wykazały, że kultura organizacyjna jest najważniejszym czynnikiem sukcesu wdrożenia zarządzania wiedzą²⁸. A przeprowadzone przez Delphi Consulting Group badania w 1998 roku wśród 650 fachowców od technologii informacyjnej jeszcze raz pokazały, że kultura korporacyjna ma duży wpływ na udane wdrożenie koncepcji zarządzania wiedzą²⁹.

Zaufanie musi być zakorzenione w kulturze organizacyjnej. Oznacza to, że kultura organizacyjna powinna wykazywać tolerancję dla błędów, charakteryzować się obopólnym zaufaniem i otwartością³⁰.

²⁵ Bratnicki M., Podstawy współczesnego myślenia..., *op. cit.*, s. 58.

²⁶ Szerzej na ten temat pisze: Santosus M., Surmacz J., The ABC's of knowledge management, „CIO Magazine”, 23 May 2001, www.cio.com.

²⁷ Romańczuk A., Inicjatywy zarządzania wiedzą w korporacjach zachodnich – główne czynniki sukcesu i obszary problemowe (przegląd badań), w: materiałach na konferencję, Zarządzanie wiedzą w przedsiębiorstwie, Polska Fundacja Promocji Kadr-Zarząd, Warszawa 2001, s. 189.

²⁸ Badania Fraunhofer IPK 2000, gdzie było aż 47,1% wskazań na kulturę organizacyjną, drugi z kolei czynnik decydujący o sukcesie zarządzania wiedzą został określony jako strukturalny/zewnętrzny i miał 29,8% wskazań. Zob.: Mertins K., Heisig P., Vorbeck J., editors, Knowledge Management..., pp. 106.

²⁹ Morey D. J. D., Maybury M., Thuraisingham B., editors, Knowledge Management. Classic and Contemporary Works, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts., pp. 109.

³⁰ Podobną opinię można znaleźć, m.in. w: Mertins K., Heisig P., Vorbeck J., editors, Knowledge Management. Best Practices in Europe, Springer-Verlag Berlin, Heidelberg 2001, pp. 111.

Wszyscy członkowie organizacji powinni mieć do siebie i swoich pomysłów wzajemny szacunek. *Jeśli chcesz budować środowisko wzajemnego zaufania musisz stawić czoło wielu problemom. Nie powinieneś robić tego przy pomocy konsultantów. Musisz mówić o tym otwarcie, pytać członków organizacji jak ulepszyć ją, słuchać ich i robić to o co proszą* – stwierdził B. Hackett – Specjalista ds. Zarządzania Zasobami Ludzkimi podczas konferencji w USA³¹.

Zaufanie można przyrównać do kleju, który scala razem wiedzę zachęconych do dzielenia się nią członków organizacji. Tutaj wiedza wywodzi się z otwartego dialogu, popartego wzajemnym zaufaniem. Głównym celem jest budowanie poczucia wspólnoty i wspólnej własności.

Najważniejszym założeniem zarządzania wiedzą powinno być budowanie kultury organizacyjnej, opartej na świadomości znaczenia wiedzy³².

Jak twierdzi D. J. Skyrme, odpowiednia kultura organizacyjna jest jedynie w stanie zachęcić do dzielenia się wiedzą, uczenia się, eksperymentowania i innowacji³³.

Przywódcy nie są sami w stanie stworzyć nowej kultury, mogą oni co najwyżej stworzyć nową organizację, działającą w oparciu o nowe procedury działania.

Charyzmatyczni liderzy powinni pomagać w swobodnym przepływie myśli i doświadczeń członków organizacji, współuczestnicząc w tworzeniu kultury organizacyjnej, ze sprawnym systemem obiegu informacji i z rodzinną atmosferą³⁴. Formowanie kultury wymaga wspólnego procesu uczenia się oraz doświadczania sukcesów, jak i porażek³⁵. Liderzy powinni cieszyć się zaufaniem i dążyć do integrowania członków organizacji wokół priorytetów zarządzania wiedzą, w tym dzielenia się wiedzą.

Cenię i podzielam podejście E. H. Scheina, jednego z twórców psychologii organizacyjnej, który stwierdził, że *istotną sprawą w pojmowaniu dynamiki kulturowej jest to, że przywódcy nie mogą arbitralnie przekształcać kultury organizacyjnej w sensie eliminowania wadliwie funkcjonujących elementów. Mogą natomiast dokonywać ewolucji kultury przez oparcie się na mocnych stronach*

³¹ Chiem P. X., Trust Matters, An atmosphere or distrust can trip up even the best-planned KM initiative, <http://destinationCRM-knowledgemanagement.htm>, 20.11.2002.

³² Podobną opinię można znaleźć, m.in. w: Probst G., Raub S., Romhardt K., Zarządzanie wiedzą w organizacji, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2002, s. 57.

³³ Skyrme D. J., Skyrme D. J., Developing a Knowledge Strategy: From Management to Leadership, in: Morey D. J. D., Maybury M., Thuraisingham B., editors, Knowledge Management. Classic and Contemporary Works, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts 2000, pp. 80.

³⁴ Sobolewska S., Kultura firmy dająca przewagę..., *op. cit.*, s. 11.

³⁵ Hesselbein F., Goldsmith M., Beckhard R., red., Lider przyszłości. Nowe wizje, strategie i metody działania na nadchodzącą erę, Business Press, Warszawa 1997, s. 87.

*organizacji i stopniowe wykorzenianie słabości. Kultura nie podlega manipulacji na zasadzie ogłaszania wprowadzanych zmian czy wdrażania „programów naprawczych [...] Kultura organizacyjna ulega zmianom, w rzeczywistości poszerzeniu, przez zmiany zachodzące w zasadniczych koncepcjach modeli intelektualnych osób, które są głównym nośnikiem tej kultury*³⁶.

Zachowania niesprzyjające zarządzaniu wiedzą powinny być stopniowo eliminowane z życia organizacji, gdyż nie sprzyjają one kształtowaniu odpowiedniej kultury organizacyjnej.

Identyfikacja członków organizacji z celami i wartościami organizacji nastawionymi na zarządzanie wiedzą, zdolność do szybkiego dostosowania się do zmian zewnętrznych oraz powiązanie kultury organizacyjnej z jej celami strategicznymi mają pozytywny wpływ na jej funkcjonowanie i kształtowanie przewag konkurencyjnych³⁷.

6. Podsumowanie

Kultura organizacyjna jest bardzo istotnym czynnikiem wpływającym na zarządzanie wiedzą, gdyż determinuje w dużym stopniu zachowania organizacyjne, takie jak: skłonność do dzielenia się wiedzą, włączenie procesów zarządzania wiedzą do codziennej pracy i traktowanie tego jako priorytetu, sprawna komunikacja, zaufanie i otwartość. Wiedza w dużym stopniu jest przekazywana za pomocą obserwacji oraz podczas obcowania z osobą bardziej doświadczoną. Jeżeli organizacja nie skoncentruje się na pokonywaniu barier kulturowych podczas implementacji zarządzania wiedzą to raczej nie może liczyć na sukces.

7. Bibliografia

1. Aniszewska A., Rola kultury organizacyjnej w zarządzaniu, „Przegląd Organizacji” 2004, TNOiK, Nr 1.
2. Błaszczuk A., Brdulak J. J., Guzik M., Pawluczuk A., Zarządzanie wiedzą w polskich przedsiębiorstwach, SGH, Warszawa 2003.
3. Bratnicki M., Podstawy współczesnego myślenia o zarządzaniu, Wyższa Szkoła Biznesu, Dąbrowa Górnicza 2000.

³⁶ Schein E. H., Przywództwo a kultura organizacji, w: Hesselbein F., Goldsmith M., Beckhard R., red., Lider przyszłości. Nowe wizje, strategie i metody działania na nadchodzącą erę, Business Press, Warszawa 1997, s. 39.

³⁷ Więcej o wpływie kultury na sukces organizacji w: Popławska Ż., Zarządzanie przez kulturę jako źródło sukcesu i przewagi konkurencyjnej przedsiębiorstwa, w: Pyka J., red., Nowoczesność przemysłu i usług – 2003 teoria i praktyka, Katowice 2003, s. 295.

4. Chiem P. X., Trust Matters, An atmosphere or distrust can trip up even the best-planned KM initiative, <http://destinationCRM-knowledgemanagement.htm>, 20.11.2002.
5. Consortium Learning Forum Best-Practice Report, Successfully Implementing Knowledge Management. Knowledge For Improvement, APQC American Productivity & Quality Center, Texas 2000.
6. Czop K., Wiedza, zmiana i uczenie się jako determinanty kultury nowoczesnej organizacji, Koło Naukowe OiZ „Strateg” z Archiwum „Zarządzanie wiedzą – koncepcja firmy przeszłości”.
7. Fazłagić A., Osobowość na sprzedaż czyli jak funkcjonuje profesjonalista w gospodarce wiedzy, „Personel i zarządzanie”, 16–30 czerwca 2000.
8. Gładys-Jakóbiak J., Stobińska K., Kultura organizacyjna w organizacji uczącej się – efekt uboczny czy źródło zmian?, w: B. Wawrzyniak, red., Zarządzanie wiedzą w przedsiębiorstwie, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. L. Koźmińskiego, Polska Fundacja Promocji Kadr, Warszawa 2003.
9. Hebler J. W., Van Doren D. C., Unfettered Leverage: The Ascendancy of Knowledge Rich Products and Processes, „Business Horizons” 1997, No 3.
10. Hesselbein F., M. Goldsmith, R. Beckhand, red., Organizacja przyszłości, Business Press, Warszawa 1998.
11. Hesselbein F., Goldsmith M., Beckhard R., red., Lider przyszłości. Nowe wizje, strategie i metody działania na nadchodzącą erę, Business Press, Warszawa 1997.
12. Hofstede G., Kultury i organizacje. Zaprogramowanie umysłu, PWE, Warszawa 2000.
13. Jagoda H, Lichtarski J., red., Nowe kierunki w zarządzaniu przedsiębiorstwem – ciągłość i zmiana, Wydawnictwo AE, Wrocław 2000.
14. Koźmiński A. K., red., Zarządzanie wiedzą warunkiem konkurencyjności firm, VII Kongres Ekonomistów Polskich, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, 2001.
15. KPMG, KPMG European Knowledge Management Survey. Insights from the 2002/2003 Survey (maszynopis powielony).
16. Mertins K., Heisig P., Vorbeck J., editors, Knowledge Management. Best Practices in Europe., Springer-Verlag Berlin. Heidelberg 2001.
17. Morey D. J. D., Maybury M., Thuraisingham B., editors, Knowledge Management. Classic and Contemporary Works, The MIT Press, Cambridge, Massachusetts.
18. Morgan G., Creative organization theory, SAGE Publication 1989.
19. Ochnik-Płonka J., Integracja europejska a kultura organizacji, w: Budzowski K., red., Materiały konferencyjne: Administracja, zarządzanie i handel zagraniczny w warunkach integracji, Krakowska Szkoła Wyższa im. A. Frycza Modrzewskiego, Kraków 2002.

20. Popławska Ż., Zarządzanie przez kulturę jako źródło sukcesu i przewagi konkurencyjnej przedsiębiorstwa, w: J. Pyka, red., *Nowoczesność przemysłu i usług – 2003 teoria i praktyka*, Katowice 2003.
21. Płoszajski P. i studenci Koła Naukowego Zarządzania Wiedzą SGH, *Wdrażanie nowych metod zarządzania: zarządzanie wiedzą (maszynopis powielony)*, SGH, Warszawa 2001.
22. Rapacki R., red., *Problemy kształtowania się kultury przedsiębiorstwa w Polsce w okresie transformacji*, SGH, Warszawa 1995.
23. Romańczuk A., *Inicjatywy zarządzania wiedzą w korporacjach zachodnich – główne czynniki sukcesu i obszary problemowe (przegląd badań)*, w: materiałach na konferencję, *Zarządzanie wiedzą w przedsiębiorstwie*, Polska Fundacja Promocji Kadr-Zarząd, Warszawa 2001.
24. Sajkiewicz A., *Kreacja kapitału ludzkiego przez kulturę*, w: Rybak M., red., *Kapitał ludzki, a konkurencyjność przedsiębiorstw*, Poltext, Warszawa 2003.
25. Santosus M., Surmacz J., *The ABC's of knowledge management*, „CIO Magazine”, 23 May 2001, www.cio.com.
26. Schein E. H., *Przywódstwo a kultura organizacji*, w: Hesselbein F., Goldsmith M., Beckhard R., red., *Lider przyszłości. Nowe wizje, strategie i metody działania na nadchodzącą erę*, Business Press, Warszawa 1997.
27. Sikorski Cz., *Ludzie nowej organizacji. Wzory kultury organizacyjnej wysokiej tolerancji niepewności*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 1998.
28. Sobolewska S., *Kultura firmy dająca przewagę*, „Manager” 2004, INFOR, Nr 4.
29. *Strategor, Zarządzanie firmą. Strategie. Struktury. Decyzje. Tożsamość*, PWE, Warszawa 1999.
30. Sułkowski Ł., *Problemy poznawcze opisu kultury organizacyjnej*, „Przegląd Organizacji”, Nr 2, 2002.
31. Śliwa K. R., *O organizacjach inteligentnych i rozwiązywaniu złożonych problemów zarządzania nimi*, Oficyna Wydawnicza. Wyższa Szkoła Menedżerska SIG, Warszawa 2001.
32. Urbanowska-Sojkin E., *Zarządzanie przedsiębiorstwem. Od kryzysu do sukcesu*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej, Poznań 2003.
33. Wen Chong Ch., Holden T., Wilhelmij P., Schmidt R. A., *Where does knowledge management add value?*, „Journal of Intellectual Capital”, Vol. 1, No 4, 2000.
34. Żelazo J., *Ku synergii kulturowej, czyli o kulturze organizacyjnej w korporacjach*, „Problemy zarządzania. Innowacje”, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania UW, Nr 1, 2004.

Aneta Ewa Różga
Szkoła Główna Handlowa

Struktura inwestorska realizowanego w Polsce budownictwa mieszkaniowego

1. Wprowadzenie

Wraz z wkroczeniem Polski z końcem 1989 roku w okres zmian politycznych, gospodarczych, społecznych, istotne zmiany zaobserwowane zostały także w sektorze budownictwa mieszkaniowego i mieszkalnictwa. Poza ogólnym kryzysem budownictwa mieszkaniowego zmianie uległ wcześniejszy układ jego struktury inwestorskiej, w której nastąpiła trwała utrata dominacji przez dotychczas najsilniejsze budownictwo spółdzielcze. Pojawiły się ponadto nowe rodzaje budownictwa mieszkaniowego, budownictwo deweloperskie oraz realizowane przez Towarzystwa Budownictwa Społecznego.

Niniejsze opracowanie ma na celu zobrazowanie i usystematyzowanie układu inwestorów, zajmujących się realizacją budownictwa mieszkaniowego w Polsce, pod kątem jakościowych, w mniejszym stopniu ilościowych wyników ich działalności w tym obszarze. Rozwinięcie powyższej problematyki świadomie koncentruję na zjawiskach i zmianach, mających miejsce w latach 90. i pierwszych latach XXI wieku, czyli w okresie intensywnego wprowadzania i umacniania zasad wolnego rynku. Uporządkowane omówienie poszczególnych form inwestorskich (w oparciu o które możliwa jest realizacja nowego budownictwa mieszkaniowego, mającego skutkować przyrostem ogólnej liczby zasobów mieszkaniowych oraz przyrostem poziomu zaspokojonych potrzeb mieszkaniowych w dalszej kolejności) stanowi także podstawę do wyodrębnienia zróżnicowanych pod względem zamożności grup ludności, mogących być użytkownikami lokali, budowanych przez kolejne grupy podmiotów.

2. Budownictwo indywidualne

W chwili obecnej największy udział ilościowy w całości budownictwa mieszkaniowego, tym samym w rozwiązywaniu problemu deficytu mieszkań przypada budownictwu indywidualnemu (w praktyce głównie jednorodzinnemu), mierzony zarówno liczbą przekazanych do eksploatacji mieszkań, liczbą oddanych izb, jak

też średnim metrażem powierzchni użytkowej mieszkań¹. Przewaga liczebna nowych mieszkań tej formy budownictwa wystąpiła jednak dopiero w okresie urynnowienia gospodarki, kiedy rozwój prywatnej zabudowy przestał być krępowany ograniczeniami terenowymi, technologicznymi, surowcowymi, wykonawczymi i innymi. Budownictwo indywidualne, czyli realizowane przez inwestorów prywatnych, głównie celem własnego korzystania z powstałych lokali mieszkalnych, jeszcze dziś często identyfikowane jest wyłącznie z zabudową jednorodziną.

Obserwowana w latach 90. intensywność rozwoju indywidualnej formy zabudowy wynika przede wszystkim z silnego zainteresowania inwestorów właśnie budową domów jednorodzinnych, stanowiących niezwykle atrakcyjną alternatywę sposobu zamieszkiwania względem zapamiętanych z lat wcześniejszych małych, niewygodnych mieszkań (z dominacją spółdzielczych), budowanych według tych samych planów, zgodnych z państwowymi normatywami projektowania. Wyższy standard powierzchniowy, różnorodność form architektonicznych, bezpośredni kontakt z otoczeniem to tylko niektóre elementy decydujące o trwałej przewadze budownictwa jednorodzinnego w zakresie preferencji społecznych, dotyczących sposobu zamieszkiwania.

W minionej epoce budownictwo indywidualne jedynie uzupełniało „produkcję” budynków wielorodzinnych, aktualnie to zabudowa prywatna jest najchętniej wybierana i skutecznie konkuruje z budownictwem wielorodzinnym.

Nasilenie zabudowy jednorodzinnej jest zróżnicowane pod względem terytorialnym. Ten charakterystyczny i tradycyjny dla obszarów wiejskich rodzaj budownictwa, głównie z powodu ograniczonego dla nich zasięgu budynków wielorodzinnych, szybko zyskał na popularności i zaczął się rozwijać także w miastach, zwłaszcza średnich i mniejszych. W przypadku aglomeracji miejskich, lokalizacja domów jednorodzinnych dominuje na obrzeżach miast i terenach peryferyjnych, co potwierdza ogólne zmęczenie społeczeństwa mieszkaniem w brudnych, zatłoczonych centrach miast, zniechęcenie do mieszkania w bloku.

Dom jednorodzinny, zgodnie z ustawą prawo budowlane², rozumiany jako *budynek wolno stojący albo budynek w zabudowie bliźniaczej, szeregowej lub grupowej, służący zaspokajaniu potrzeb mieszkaniowych, stanowiący konstrukcyjnie samodzielną całość, w którym dopuszcza się wydzielenie nie więcej niż dwóch lo-*

¹ Procentowy udział budownictwa indywidualnego w wynikach całego budownictwa mieszkaniowego z 2002 roku stanowił kolejno: 53,7% udziału w całości przekazanych do użytku mieszkań, 68,2% w ogólnej liczbie izb oddanych do użytku, 135,8% w przeciętnej powierzchni użytkowej mieszkań oddanych do użytku. Obliczenia własne na podstawie: Budownictwo – wyniki działalności w 2002 r., GUS, Warszawa 2003.

² Ustawa z dnia 7 lipca 1994 r. prawo budowlane, tekst jednolity Dz.U. Nr 106, poz. 1126 z 2000 r. ze zm.

kali mieszkalnych albo jednego lokalu mieszkalnego i lokalu użytkowego o powierzchni całkowitej nieprzekraczającej 30 proc. powierzchni całkowitej budynku, budowany przede wszystkim przez inwestora indywidualnego, niemal od zawsze traktowany był jako najbardziej pożądana forma mieszkania. Obecnie budownictwo jednorodzinne, najbardziej zróżnicowane ze wszystkich form budownictwa pod względem zastosowanych rozwiązań technicznych i surowcowych jest ogromną szansą dla rozwoju produkcji budowlanej, a przez to całej gospodarki.

Wysoka konkurencyjność własnego domu jednorodzinnego, niezależnie od jego typu i formy architektonicznej rozpoczyna się już na etapie planowania jego budowy. Inwestor dokonuje wyboru przyszłej lokalizacji budynku, zgodnej z indywidualnymi preferencjami, potrzebami, a następnie decyduje o wyglądzie architektonicznym domu, jego powierzchni, układzie funkcjonalnym. Pełna swoboda w doborze materiałów budowlanych, możliwość podzielenia całego procesu budowy na etapy, a nawet wzniesienia jednorazowo tylko części domu, z zamiarem dokończenia budowy (rozbudowy) w przyszłości pozwalają skutecznie kontrolować koszty, dostosowując czas trwania inwestycji do możliwości finansowych.

Te wszystkie elementy, dla których obecnie coraz więcej osób rezygnuje z mieszkania w budynku wielorodzinnym, podejmując się budowy domu jednorodzinnego, świadczą o niezwyklej atrakcyjności, komforcie mieszkania we własnym domu. Oczywiście koszt budowy takiego domu jest dużo wyższy, aniżeli mieszkania w budynku wielorodzinnym (koszt działki, jej uzbrojenia oraz koszt wzniesienia samego domu), jednak i w tej kwestii można znaleźć rozwiązanie poprzez budowę mniejszego, energooszczędniejszego domu, odpowiedniego do możliwości finansowych inwestora i jego rzeczywistych potrzeb (dom funkcjonalny nie oznacza duży), a ponadto część nakładów finansowych inwestor może zastąpić wkładem własnej pracy. Domy jednorodzinne, w odróżnieniu od zabudowy wielorodzinnej, charakteryzuje wysoki stopień elastyczności w przystosowywaniu ich do zmieniających się potrzeb, preferencji i sytuacji ekonomicznej ich lokatorów (przez rozbudowę, zmianę rozkładu pomieszczeń), idących w parze z ogólnym rozwojem życia społecznego i gospodarczego.

Należy sądzić, że rozwój budownictwa indywidualnego w trudnym okresie przemian lat 90. i przy ogólnym krachu budowlanym nie był przypadkowy. Jak zauważyła B. Uchman³ *w budownictwie indywidualnym tkwią znaczne rezerwy, które można by wykorzystać dla poprawy sytuacji mieszkaniowej, znacznie łatwiej też przystosowuje się ono do zmieniającej się sytuacji gospodarczej*. Budownictwo indywidualne, realizowane w głównej mierze w oparciu o własne środki inwesto-

³ B. Uchman, *Przyczyny przedłużania cykli budowy domów jednorodzinnych oraz nierejestrowania ich ukończenia i zasiedlania*, IGM, Warszawa 1995.

ra jest najbardziej niezależną formą inwestycji mieszkaniowych i należy sądzić, że właśnie z tego powodu w najmniejszym stopniu odczuło ono skutki wkraczania gospodarki w reguły rynkowe. Zdolność szybkiej adaptacji budownictwa indywidualnego do nowej sytuacji ogólnogospodarczej jest czynnikiem wzmagającym konieczność jego dalszego rozwoju. Budowa domów jednorodzinnych, dominujących w strukturze mieszkań tej formy budownictwa jest szansą na poprawę warunków mieszkaniowych, poprzez uzupełnianie, a nawet liczebną przewagę nad ogólną sumą mieszkań, przekazywanych przez budownictwo wielorodzinne. Prywatne inwestycje mieszkaniowe mogą zmniejszyć dysproporcje w rozwoju budownictwa mieszkaniowego poszczególnych obszarów kraju i zahamować wzrost potrzeb mieszkaniowych.

Budownictwo jednorodzinne oferuje najwygodniejszą formę mieszkania, bo dostosowaną do konkretnych, indywidualnych wymagań. Poważnym mankamentem, zniechęcającym do działania potencjalnych inwestorów – zarówno w sferze budownictwa jednorodzinnego, jak i wielorodzinnego – pozostaje niestety problem niewystarczającego wkładu kapitałowego dla sfinansowania inwestycji mieszkaniowej i nadal zbyt niskie zaangażowanie środków kredytowych, mogących znacznie przyspieszyć moment zakończenia prac budowlanych. Z drugiej strony świadomość własnych potrzeb mieszkaniowych jest czynnikiem motywującym do oszczędzania na cele mieszkaniowe.

3. Budownictwo deweloperskie

Obok budownictwa indywidualnego, od 2001 roku pozycję wicelidera w liczbie oddawanych do eksploatacji mieszkań zajmuje, uwzględniane w statystykach GUS od 1993 roku, budownictwo deweloperskie⁴. Przedsiębiorstwo deweloperskie definiowane jest jako *firma podejmująca na własne ryzyko przedsięwzięcia inwestycyjne, a powstały w jego wyniku obiekt przeznaczający w trakcie budowy lub po jej zakończeniu do sprzedania, w celu wycofania włożonego kapitału i osiągnięcia zysku*⁵. Inne wyjaśnienia pojęcia „deweloper” dodają do celu jego działa-

⁴ W 2001 roku nowo powstałe mieszkania przeznaczone na sprzedaż lub wynajem stanowiły 72,4% liczby mieszkań przekazanych przez budownictwo indywidualne i o 13,8% przewyższały sumę mieszkań oddanych do eksploatacji przez spółdzielnie mieszkaniowe. Obliczenia własne na podstawie danych Budownictwo – wyniki działalności w 2002 r., *op. cit.*

⁵ W. Werner, E. Wężyk, T. Jaworski, System deweloperski w Polsce – bariery, efekty i ryzyko funkcjonowania, IGM, Warszawa 2002. Polska praktyka pokazuje niestety, że ryzyko realizowanych przez deweloperów inwestycji mieszkaniowych ponoszą z reguły nie oni, ale osoby fizyczne, na rzecz których prowadzona jest budowa. Wynika to z faktu uzależnienia podjęcia prac budowlanych przez deweloperów prawie zawsze od dopływu środków pieniężnych ze strony przyszłych właścicieli mieszkań. Co więcej, terminy oraz wysokości przewidywanych wpłat nie zawsze pokrywają się ze stanem zaawansowania inwestycji, a to budzi obawy o celowości wpłat i niepewność skutecznego zakończenia budowy.

nia uzyskiwanie dochodu także z wynajmu zrealizowanej inwestycji. Deweloper jest więc inwestorem stawiającym obiekty budowlane na potrzeby innych, niż on sam użytkowników, z myślą czerpania z nich zysku po zakończeniu procesu inwestycyjnego.

Pierwsze polskie przedsiębiorstwa deweloperskie powstawały z przekształcenia przedsiębiorstw budowlanych, mających już doświadczenie w realizacji inwestycji, funkcjonujących wcześniej jako spółdzielnie mieszkaniowe, generalni wykonawcy inwestycji budowlanych, a także w wyniku łączenia mniejszych, ale wzajemnie uzupełniających swoją działalność instytucji, na przykład przedsiębiorstw budowlanych z agencjami obrotu nieruchomościami. W późniejszym etapie rozwoju inwestycji deweloperskich, głównie z powodu ich rosnącej rentowności, działalność tego rodzaju zaczęła być podejmowana przez osoby o niewielkim doświadczeniu, a czasem nawet i samej wiedzy o prowadzeniu działalności budowlanej, co przy zaangażowaniu zbyt skromnego kapitału i nieefektywnych decyzjach inwestycyjnych szybko odnajdywało swoje odbicie w słabych wynikach finansowych tych przedsiębiorstw, będących przyczyną upadku wielu z nich⁶.

Polskie przedsiębiorstwa deweloperskie od momentu swojego zaistnienia na rynku budownictwa mieszkaniowego dynamicznie się rozwijały, co zwłaszcza w początkowych latach ich funkcjonowania wzmagane było znaczną przewagą popytu mieszkaniowego nad możliwościami produkcyjnymi pozostałych form budownictwa w jego zaspokajaniu. Z tej też przyczyny pierwsze inwestycje deweloperskie wykonywane były na zlecenie konkretnego klienta i finansowane były również w zdecydowanie dominującym stopniu z jego środków.

Rosnąca efektywność i opłacalność przedsięwzięć mieszkaniowych powodowała jednak coraz szersze zaangażowanie w ich finansowaniu środków własnych deweloperów, coraz częściej podejmujących się budowy mieszkań dla przyszłych, lecz nieznanych jeszcze nabywców. W miarę intensywnego przyrostu z każdym rokiem liczby nowych przedsiębiorstw deweloperskich oraz podaży oferowanych przez nich mieszkań, coraz trudniej było inwestorom znaleźć, zainteresowane zakupem mieszkań gospodarstwa domowe, już na etapie planowania inwestycji budowlanej. Co więcej – wiele podmiotów, deklarujących się jako przyszli nabywcy budowanych mieszkań, z uwagi na trudności finansowe rezygnowało z dalszego finansowania inwestycji, żądając zwrotu wniesionych nakładów, co było jedną

⁶ Dodać tutaj trzeba, że pod pretekstem realizacji inwestycji budowlanych bardzo często wchodziły na rynek podmioty z góry nastawione na nieuczciwe działania. Ich celem było wyludzenie pieniędzy od osób fizycznych, chcących zaspokoić swoje potrzeby mieszkaniowe, przy jednoczesnym braku podjęcia jakichkolwiek prac budowlanych. Efektem działań takich właśnie „deweloperów” była utrata wieloletnich oszczędności przez oszukanych klientów, a w konsekwencji negatywne ustosunkowanie się społeczeństwa do tej formy budownictwa mieszkaniowego.

z przyczyn obserwowanego upadku wielu przedsiębiorstw deweloperskich, zwłaszcza tych mniejszych, często nie znajdujących inwestorów zastępczych, których środki pozwoliłyby dokończyć budowę⁷.

Zwiększony stopień zaspokojenia potrzeb mieszkaniowych najzamożniejszej części społeczeństwa, objawiający się nadwyżką podaży nowych mieszkań nad popytem na nie zauważony został w 2001 roku, kiedy to deweloperzy zaczęli mieć problemy ze sprzedażą nowo wybudowanych lokali mieszkalnych. Coraz mniejszy popyt mieszkaniowy, wydłużający się okres bezproduktywnego dysponowania gotowymi mieszkaniami, czasem całymi budynkami wielomieszkaniowymi to główne powody rezygnacji z podejmowania kolejnych, tak licznych działań budowlanych w roku kolejnym.

Aktualnie szacuje się, że w Polsce funkcjonuje około 350–500 typowych przedsiębiorstw deweloperskich⁸. Z uwagi jednak na fakt podejmowania się działalności charakterystycznej dla deweloperów także przez inne instytucje, zwłaszcza spółdzielnie mieszkaniowe, których wyniki budownictwa statystyki GUS obejmują jako odrębnego inwestora, można szacować, że faktyczny udział mieszkań oddanych na wynajem lub sprzedaż wynosi około 50% całości nowych zasobów mieszkaniowych⁹. Analizując działalność typowych przedsiębiorstw deweloperskich w sferze budownictwa mieszkaniowego, wskazać należy na silną koncentrację inwestycji budowlanych w dużych aglomeracjach, przy jednoczesnym szczątkowym ich udziale na terenach najslabiej rozwiniętych gospodarczo i społecznie.

Deweloperzy, jako nowy inwestor na rynku mieszkaniowym, od początku swojego funkcjonowania realizowali budownictwo luksusowe, o wysokim standardzie powierzchniowym, funkcjonalnym, dostosowane do indywidualnych wymagań klientów w kwestii rozwiązań przestrzennych, układu ścian, materiałów wykończeniowych. Ponieważ charakter tych mieszkań był pełnym przeciwieństwem nieatrakcyjnych, jednorodnych pomieszczeń mieszkalnych – masowo wznoszonych przez ostatnie półwiecze – pierwsze inwestycje deweloperskie szybko znajdowały amatorów na ich finansowanie, ostatecznie będących nabywcami

⁷ Niestety, w przypadku rezygnacji z mieszkania bardzo często osoby fizyczne nie są w stanie wyegzekwować od przedsiębiorstwa deweloperskiego zwrotu wniesionych przedpłat. Odstąpienie od umowy z deweloperem często warunkowane jest znacznym podwyższeniem kosztów budowy, względem określonych w umowie (nawet o dodatkowe 20–40%). Często przyczyną upadku przedsiębiorstw deweloperskich jest także wspomniana już nieuczciwość, polegająca na świadomym wyludzeniu od inwestorów indywidualnych środków pieniężnych na rzekomą realizację inwestycji budowlanej oraz przekierowaniu ich za granicę lub do innego przedsiębiorstwa i jednoczesnym ogłoszeniu upadłości.

⁸ Dane na podstawie: W. Werner, E. Wężyk, T. Jaworski, System deweloperski..., *op. cit.*

⁹ Dane na podstawie: T. Jaworski, E. Wężyk, Problemy funkcjonowania firm deweloperskich – wyniki badań, „Problemy rozwoju budownictwa”, IGM, Warszawa 2001, zeszyt 4/2001.

budowanych domów i mieszkań. Odnosząc się do rozwiązań projektowych, deweloperzy intensywnie rozwijali budowę domów jednorodzinnych, podnosząc znacznie jakość ich otoczenia, podobnie jak osiedli budynków wielorodzinnych, poprzez budowę licznych obiektów, urządzeń rekreacyjnych (place zabaw dla dzieci, korty tenisowe, baseny) oraz bezpieczeństwo mieszkania w nich (ogrodzenie, całodobowa ochrona strażników).

W odpowiedzi na zainteresowanie społeczne zabudowa jednorodzinna przyjmowała charakter domów wolnostojących, bliźniaczych, szeregowych lub atrialnych. Ze względu na niższy koszt terenu i walory krajobrazowe osiedla domów jednorodzinnych od początku znajdowały swoje usytuowanie w strefie podmiejskiej, na obszarach peryferyjnych. Strefa śródmiejska była z kolei najczęściej wykorzystywana do realizacji budynków wielorodzinnych. Oferowane przez deweloperów lokale mieszkalne w tych budynkach od początku ich wystąpienia cechował wysoki stopień zróżnicowania. W miarę nasycania rynku na początku lat 90. komfortowymi, przestronnymi, o wysokim standardzie wykończenia domami i mieszkaniami, coraz silniej odczuwany przez deweloperów brak zapotrzebowania na nie wymusił na inwestorach ograniczenie ich budowy na rzecz wykonywania tańszych, mniejszych, skierowanych do szerszego grona odbiorców lokali mieszkalnych, usytuowanych przede wszystkim w zabudowie wielorodzinnej i jednorodzinnej – szeregowej.

Elementem decydującym o niezwyklej sile rozwoju deweloperskich inwestycji mieszkaniowych w Polsce była niewątpliwie odmienna, zachwycająca architekturą, mnogością rozwiązań aranżacji wnętrz, pomieszczeń, istota powstających lokali mieszkalnych. Niestety, rosnące zainteresowanie społeczne zaspokajaniem potrzeb mieszkaniowych efektami pracy tej grupy inwestorów, a także spółdzielni mieszkaniowych działających na podobnych zasadach było przyczyną wkroczenia na rynek szeregu podmiotów niezdolnych ekonomicznie prawidłowo funkcjonować, niepotrafiących odnaleźć się w branży budowlanej i wreszcie nieuczciwych, czego skutkiem była upadłość wielu z nich, a dla klientów nieodwracalna utrata, często oszczędności całego życia, wpłacanych na poczet realizacji inwestycji.

Odnotowane w drugiej połowie lat 90. liczne bankructwa przedsiębiorstw deweloperskich, najdotkliwiej odczuwane zawsze przez klientów, skutecznie niszczyły wizerunek dewelopera jako uczciwego inwestora, zniechęcając gospodarstwa domowe do korzystania z jego usług w zaspokajaniu potrzeb mieszkaniowych i utrwalając przekonanie o braku jego wiarygodności. Sytuacja ta stała się niejako czynnikiem, motywującym solidnych, rzetelnie wywiązujących się z powierzonych im zadań deweloperów do szerszego zaangażowania własnego kapitału w procesie budowlanym, a nawet realizacji inwestycji wyłącznie z własnych środków z zamiarem wystawienia na sprzedaż już gotowych lokali mieszkalnych.

To, co jednak redukowało ryzyko nabywcy mieszkania, kupującego gotowy lokal i znającego jego pełny stan prawny, oznaczało dla dewelopera niepewność zwrotu zainwestowanego kapitału, wynikającą z ukształtowania się popytu na mieszkania i domy o konkretnej lokalizacji, metrażu powierzchni użytkowej, rozkładzie pomieszczeń, cenie. Trudnym okresem dla przedsiębiorstw deweloperskich okazał się 2001 roku, kiedy nadwyżki niesprzedanych, zbyt dużych i zbyt drogiej mieszkań, względem możliwości popytu spowodowały rezygnację z części już wcześniej zaplanowanych inwestycji budowlanych w roku kolejnym.

Powyższa analiza działalności przedsiębiorstw deweloperskich i osiągniętych przez nie wyników w sferze realizowanego budownictwa mieszkaniowego pozwala stwierdzić, że mimo ogromnej dynamiki zmienności jednostek działających w tej branży, w ciągu zaledwie dwunastoletniego funkcjonowania tej grupy inwestorów na rynku, udało się im utrwalić swoją pozycję, przy jednoczesnym dalszym, systematycznym jej umacnianiu. Coraz większa liczba podmiotów, podejmujących się prowadzenia działalności deweloperskiej sprzyja efektywnej konkurencji, prowadzącej do wzrostu profesjonalizmu, podnoszenia jakości świadczonych usług budowlanych, w coraz większym stopniu uwzględniających oczekiwania i preferencje klientów, a tym samym przyczynia się do eliminowania podmiotów nierzetelnych i nieuczciwych. Z punktu widzenia definicji deweloper jest podmiotem, podejmującym się prowadzenia działalności inwestycyjnej na własne ryzyko i z tego powodu to on powinien ponosić także ryzyko związane z jej finansowaniem. Nie należy tego jednak interpretować jako obowiązku finansowania inwestycji wyłącznie przy pomocy kapitału własnego dewelopera, gdyż może być on uzupełniany środkami kredytowymi, jednak zaangażowanie środków finansowych klienta powinno mieć charakter marginalny.

Efekty budownictwa deweloperów, podobnie jak i innych typów inwestorów, przyczyniają się do wzrostu podaży mieszkań na rynku pierwotnym, zwiększając tym samym ogólną sumę lokali mieszkalnych, aktywizując transakcje kupna – sprzedaży na rynku wtórnym i poprawiając warunki mieszkaniowe znacznej części społeczeństwa. Uwzględniając istniejący w Polsce deficyt mieszkań, a także ograniczone wyniki nowego budownictwa mieszkaniowego przy narastających potrzebach mieszkaniowych, należy stworzyć dla tej grupy podmiotów równe szanse na prowadzenie efektywnej działalności inwestycyjno-budowlanej, a w efekcie na poprawę warunków ich funkcjonowania, gdyż spoglądając perspektywicznie na sferę budownictwa mieszkaniowego, nabiera się pewności, że inwestycje podejmowane przez tę grupę podmiotów stanowią ogromną szansę dla jego rozwoju w przyszłości.

4. Budownictwo spółdzielcze

Trzecią, pod względem aktualnych wyników ilościowych, ale niezwykle ważną z uwagi na znaczący jej udział w zaspokajaniu potrzeb mieszkaniowych całościowymi zasobami, formą inwestorską, realizującą budownictwo mieszkaniowe w Polsce jest spółdzielczość mieszkaniowa¹⁰. Początki spółdzielczości w niepodległej Polsce oparte zostały o ustawę z dnia 29 października 1920 roku o spółdzielniach¹¹, która wraz z wprowadzanymi do niej zmianami funkcjonowała do 1961 roku. Powstawanie i rozwój spółdzielni mieszkaniowych w miastach, jako instytucji mających za zadanie zaspokajanie potrzeb mieszkaniowych swoich członów, wpłacających na ten cel wkłady mieszkaniowe, w latach międzywojennych wzmagane było chęcią korzystania z lokali spółdzielczych zwłaszcza przez gospodarstwa domowe o średnim poziomie dochodów, którym możliwości finansowe nie pozwalały na zakup domu, a które odrzucały ewentualność wynajmu mieszkań. Już w latach 30. XX wieku funkcjonował podział na spółdzielnie mieszkaniowo-budowlane (własnościowe) oraz mieszkaniowe (lokatorskie), których efekty w postaci nowo wybudowanych lokali mieszkalnych w dużej mierze były wynikiem uruchomienia przez państwo względem inwestorów spółdzielczych długoterminowych kredytów, udzielanych przez działający od 1924 roku Bank Gospodarstwa Krajowego¹².

Po drugiej wojnie światowej charakter oraz rozwój polskiej spółdzielczości mieszkaniowej stopniowo dostosowywany był do celów realizowanej przez państwo, a opartej na założeniach ówczesnego systemu polityki mieszkaniowej. Momentem krytycznym dla tej formy budownictwa mieszkaniowego okazała się druga połowa lat 50., kiedy to w wyniku pogłębianej centralizacji systemu gospodarki mieszkaniowej, a niewydolności państwa, realizującego budownictwo publiczne (państwowe), funkcja głównego inwestora w zakresie budowy nowych mieszkań przeniesiona przez nie została właśnie na spółdzielczą formę budownictwa. Pomoc państwa, tak niezbędna w jej skutecznym rozwoju, uzależniona

¹⁰ Wyniki ilościowe nowego budownictwa mieszkaniowego od 1994 roku pozbawiły spółdzielnie mieszkaniowe dominującej pozycji względem pozostałych form budownictwa, a od 2001 roku pozwalają one na zajęcie dopiero trzeciego miejsca. Jak wykazały jednak wyniki spisu powszechnego z 20 maja 2002 roku spośród mieszkań zamieszkałych (prawie 94% ogółu mieszkań), aż 28,6% stanowią mieszkania spółdzielcze (w tym 19,3% – mieszkania własnościowe, oraz 9,3% mieszkania lokatorskie), co pozwala spółdzielczości na objęcie drugiej po osobach fizycznych (są one właścicielami 55,2% całości mieszkań) pozycji wśród właścicieli zasobów mieszkaniowych. Obliczenia własne na podstawie: Raport z wyników narodowego spisu powszechnego ludności i mieszkań 2002, GUS, Warszawa 2003.

¹¹ Na podstawie: L. Myczkowski, Spółdzielnie mieszkaniowe, C.H. Beck, Warszawa 2002.

¹² Jak podaje w swojej pracy M. Bryx spółdzielcze koszty budowy mieszkań, według badań ankietowych z 1928 r., w 53,6% pokrywane były z funduszy publicznych, w 30,2% – z funduszy własnych, w 15,7% – z kredytów prywatnych. Na podstawie: M. Bryx, Finansowanie rozwoju budownictwa mieszkaniowego w miastach, SGH, Warszawa 1999.

została od przyjęcia nowych zasad działania, które wypaczając sens istoty spółdzielczości nadały jej funkcje służebne względem realizowanej przez władze państwowe polityki społeczno-gospodarczej. Silne zredukowanie samodzielności decyzyjnej władz spółdzielni, połączone z administracyjną ingerencją w jej relacje z członkami, naruszające podstawowe reguły funkcjonowania spółdzielczości (równość praw wszystkich członków, dobrowolność zrzeszania się) były efektem jawnego wprowadzania nadzoru państwowego. Nadzór ten był ceną, za uprzywilejowanie spółdzielni mieszkaniowych w dostępie do gruntów pod budowę lokali mieszkalnych, a także kredytów, pokrywających zdecydowaną część ich kosztów budowy, co w rezultacie doprowadziło do dynamicznego rozwoju tej formy budownictwa mieszkaniowego, widocznego zwłaszcza w jej rosnącym udziale procentowym w strukturze inwestorskiej w latach 60. i 70.

Aktem prawnym, normującym działalność spółdzielni mieszkaniowych tego dwudziestolecia była, pochodząca z 17 lutego 1961 roku ustawa o spółdzielniach i ich związkach¹³, na mocy której zachowany został dotychczasowy podział spółdzielni na mieszkaniowe (lokatorskie), budowlano-mieszkaniowe (własnościowe) oraz wprowadzone w 1954 roku spółdzielcze zrzeszenia budowy domów jednorodzinnych. Rzeczowe efekty spółdzielczości mieszkaniowej, zgodnie z potrzebami polityki mieszkaniowej państwa rozwijającej się głównie w miastach, w latach 70. w coraz większym stopniu służyły zaspokajaniu potrzeb nie spółdzielców, a terenowych organów administracji państwowej i zakładów pracy, co wynikało z ograniczania zaangażowania tych ostatnich w zaspokajaniu potrzeb mieszkaniowych swoich pracowników we własnym zakresie, czyli lokalami zakładowymi.

Rosnący z każdym rokiem odsetek mieszkań spółdzielczych, który spółdzielnie miały obowiązek przekazywania administracji państwowej oraz zakładom pracy coraz bardziej wydłużał „kolejkę” i czas oczekiwania członków spółdzielni na mieszkania, co przy progresywnych potrzebach mieszkaniowych, wzmaganych falą wyżu demograficznego, potęgowało frustracje społeczne i dalszą destrukcję idei spółdzielczości. Jakakolwiek możliwość współuczestnictwa spółdzielców w zarządzaniu sprawami spółdzielni, w oddziaływaniu na charakter podejmowanych przez władze spółdzielni decyzji coraz bardziej nabierała cech fikcji, czego niewątpliwą przyczyną był intensywny rozrost spółdzielni do postaci trudno dostępnych molochów, obserwowany na przestrzeni lat 60. i 70.

Aby zahamować dalszą destabilizację w sferze zaspokajania potrzeb mieszkaniowych przez spółdzielczość mieszkaniową, będącą wynikiem silnej interwencji państwowej ostatnich lat, aby zniwelować negatywne skutki, niesprawiedliwych społecznie tendencji przydziału mieszkań podmiotom spoza listy członkowskiej,

¹³ Dz.U. Nr 12, poz. 61 z 1961 r.

mimo zgromadzenia przez spółdzielców pełnego wkładu mieszkaniowego, oraz aby zminimalizować będące ich efektem napięcia i naciski ludności, ustawą z dnia 16 września 1982 roku prawo spółdzielcze¹⁴ zrekonstruowane zostały normatywy funkcjonowania spółdzielni mieszkaniowych. Mimo stworzonych w ten sposób warunków dla rozwoju spółdzielczej formy zabudowy mieszkaniowej, mogącej intensywnie wykorzystywać wszelkie inicjatywy społeczne, lata 80. były początkiem, nasilonego w kolejnej dekadzie, kryzysu mieszkaniowego. Problemy związane z dostępnością materiałów budowlanych, urządzeń i sprzętu technicznego, terenów wyposażonych w niezbędną infrastrukturę techniczną skutecznie uniemożliwiały realizację znacznej części planowanych przez nowo utworzone spółdzielnie budów. Odzwierciedleniem tej sytuacji był rokroczny spadek liczby nowo przekazywanych do eksploatacji mieszkań spółdzielczych, który w związku ze zmianą systemu polityczno-gospodarczego, a w jego wyniku likwidacją preferencji kredytowych i przywróceniu mieszkaniu jego ekonomicznych cech, dopiero po 1989 roku przekształcił się w prawdziwy regres.

Drastyczne ograniczanie przez spółdzielnie mieszkaniowe w latach 90. rozmiarów nowego budownictwa, negatywnie oddziałujące na charakter całościowych wyników polskiego budownictwa mieszkaniowego, przyczyniło się do wskazanej już wcześniej zmiany struktury inwestorskiej, w której spółdzielczość z pozycji lidera, jeszcze w 1993 roku przekazująca prawie 53% ogółu pochodzących z tego okresu nowych lokali mieszkalnych, od 2001 roku obejmowała już trzecią pozycję, z udziałem nieco ponad 24% w 2001 roku, oraz prawie 16% w 2002 roku¹⁵. Powodem tego stanu rzeczy były ogólne zmiany zasad finansowania wszelkiej działalności, w tym mieszkalnictwa, stanowiące nierozzerwalny element wdrażanego modelu gospodarki rynkowej. Z chwilą, gdy cena mieszkania, także spółdzielczego nadała mu przede wszystkim cechy ekonomiczne, odebranie dotacji państwowych oraz trudny i drogi (realnie oprocentowany kredyt bankowy) dostęp do środków finansowych istotnie zredukowały popyt na lokale mieszkalne do gospodarstw domowych, dysponujących przynajmniej średnim poziomem dochodów. Co więcej, spółdzielnie mieszkaniowe nie były już jedyną formą budownictwa, za pośrednictwem której możliwe było efektywne zaspokojenie potrzeb mieszkaniowych, gdyż w sposób niemal nieograniczony mogło rozwijać się budownictwo indywidualne, nie mówiąc o pojawieniu się nowego realizatora budownictwa mieszkaniowego – dewelopera.

Aktualnie spółdzielnie mieszkaniowe funkcjonują w oparciu o przepisy ustawy z dnia 15 grudnia 2000 roku o spółdzielniach mieszkaniowych¹⁶. *Celem spół-*

¹⁴ Tekst jednolity Dz.U. Nr 54, poz. 288 z 1995 r. ze zm.

¹⁵ Obliczenia własne na podstawie: Budownictwo – wyniki działalności w 2002 r., *op. cit.*

¹⁶ Dz.U. Nr 4, poz. 27 z 2001 r. ze zm.

*dzielni mieszkaniowej, (...), jest zaspokajanie potrzeb mieszkaniowych i innych potrzeb członków oraz ich rodzin, przez dostarczanie członkom samodzielnych lokali mieszkalnych lub domów jednorodzinnych, a także lokali o innym przeznaczeniu*¹⁷. Cel ten, zgodnie z ustawą o spółdzielniach mieszkaniowych, mogą one realizować zwłaszcza poprzez budowę bądź nabycie budynków mieszkalnych oraz ustanawianie na rzecz swoich członków praw lokatorskich, własnościowych lub odrębnej własności do znajdujących się w tych budynkach lokali mieszkalnych, a także budowę bądź nabycie domów jednorodzinnych, względem których przenoszona jest na rzecz członków własność tych domów.

W związku z urynkowaniem cen mieszkań, w tym także spółdzielczych, a więc ukształtowaniem ich na poziomie zgodnym z kosztami budowy lokali, zaspokajanie w powyższy sposób potrzeb mieszkaniowych przez spółdzielnie wymaga nie tyle członkostwa w spółdzielni, co zgromadzenia odpowiednich zasobów finansowych, które uczynią to członkostwo produktywnym. Oznacza to, że spółdzielnia – podobnie jak indywidualna czy deweloperska – forma budownictwa mieszkaniowego będzie przyczyniać się do rozwoju mieszkalnictwa, poprzez budowę nowych mieszkań i domów, tylko wtedy, gdy spółdzielców będzie stać na ich finansowanie. Spółdzielcze mieszkanie nie jest już bowiem sposobem na „darmową” poprawę warunków mieszkaniowych ludności najuboższej, często żyjącej w warunkach substandardowych i mimo, iż koszt jego budowy, przynajmniej teoretycznie, powinien się kształtować na niższym poziomie, aniżeli koszt realizowanych z zamiarem osiągnięcia zysku z ich sprzedaży czy wynajmu mieszkań deweloperskich (spółdzielnie mieszkaniowe funkcjonują na zasadach *non profit*, co zwalnia je z płatności podatku dochodowego), w rzeczywistości różnice między nimi coraz bardziej się zacierają, a nawet jeżeli ceny lokali spółdzielczych są niższe, są i tak zbyt wysokie, by były w stanie im sprostać słabsze finansowo gospodarstwa domowe.

Niezależnie od bieżącej pozycji rynkowej, rozmiarów inwestycji budowlanych ostatnich lat, czy udziału w strukturze podmiotów, realizujących budownictwo mieszkaniowe, spółdzielczość mieszkaniowa, jako główny i masowy inwestor okresu PRL, bez wątpienia przyczyniła się do zaspokojenia całej rzeszy potrzeb mieszkaniowych, a nawet poprawy dotychczasowych warunków zamieszkiwania ogromnej części polskiego społeczeństwa. Mimo, iż dopiero ostatnia dekada umożliwiła jej działanie, zgodnie z prawdziwymi ideami spółdzielczości, nie można zapominać, że aktualny stan zasobów mieszkaniowych ukształtowany został głównie w oparciu o efekty właśnie tej formy budownictwa mieszkaniowego. Mieszkania spółdzielcze uczestniczą i zapewne długo jeszcze w tak znacznym stopniu uczestniczyć będą w tworzeniu całościowego zasobu mieszkaniowego w Polsce.

¹⁷ *Ibidem*.

Tę formę budownictwa mieszkaniowego cechuje ogromny potencjał, a zważywszy na jej wieloletnie doświadczenia w zaspokajaniu popytu mieszkaniowego, swobodę odnajdywania się i poruszania na rynku usług budowlanych, znajomość aktualnych potrzeb i umiejętność efektywnego przygotowania odpowiadających im ofert, propozycji budowy lokali mieszkalnych z całym przekonaniem można powiedzieć, że rozwój spółdzielczości mieszkaniowej, uwzględniając poważne miejsce mieszkalnictwa w gospodarce narodowej, jest nieodzownym elementem całościowego wzrostu koniunkturalnego w budownictwie mieszkaniowym i mieszkalnictwie.

Aby spółdzielnie mieszkaniowe mogły w dalszym ciągu produktywnie funkcjonować, rozwijać się i przyczyniać się do przyrostu zasobów mieszkaniowych w naszym kraju, niezbędne jest zainteresowanie gospodarstw domowych zaspokajaniem potrzeb mieszkaniowych właśnie poprzez korzystanie ze spółdzielczej formy zabudowy. I tutaj po raz kolejny problemem okazuje się być niewystarczająca ilość zasobów finansowych dla pokrycia wydatków inwestycyjnych, co powoduje, iż grono potencjalnych spółdzielców ogranicza się do podmiotów o przynajmniej średnich dochodach. Z tego właśnie powodu, braku chętnych na wykup mieszkań spółdzielczych wśród członków spółdzielni, instytucje te coraz częściej podejmowały się sprzedaży gotowych mieszkań osobom spoza listy członkowskiej (na zasadach zbliżonych do sprzedaży deweloperskiej), a celem ograniczenia do poziomu możliwego minimum opłat czynszowych, coraz chętniej podejmują się one budowy domów mieszkalnych z pomieszczeniami użytkowymi na wynajem.

5. Budownictwo społeczne czynszowe (TBS)

Obserwowany w pierwszej połowie lat 90. narastający kryzys mieszkaniowy, rokrocznie potwierdzany malejącą liczbą przekazywanych do eksploatacji nowych lokali mieszkalnych oraz rosnącymi potrzebami mieszkaniowymi, wyznaczanymi na podstawie relacji liczby tych mieszkań do liczby zawieranych małżeństw, stał się czynnikiem motywującym do poszukiwania rozwiązań tej trudnej sytuacji, czego odzwierciedleniem były założenia polityki mieszkaniowej kolejnych lat. Ponieważ popyt mieszkaniowy, czyli zapotrzebowanie na domy i mieszkania, wsparte odpowiednimi zasobami finansowymi mógł być na bieżąco zaspokajany i względem gospodarstw domowych o wysokiej sprawności finansowej był zaspokajany, istotnym problemem stawały się progresywnie kształtowane potrzeby mieszkaniowe społeczeństwa średnio zamożnego. Ta grupa ludności nie dysponowała bowiem zasobami pieniężnymi, pozwalającymi na indywidualną budowę domu, czy zakup mieszkania, ale jednocześnie poziom osiągniętych dochodów pozostawał zbyt wysoki, by uprawniać, czy w ogóle zachęcać do zajmowania mieszkań ko-

munalnych, pełniących funkcje typowo socjalne, gdyż skierowanych do osób najuboższych.

Potęgujące się zjawisko niemożności zamiany potrzeb mieszkaniowych osób średnio zarabiających w efektywny popyt stało się przyczyną interwencji władz państwowych, które jako sposób na poprawę warunków mieszkaniowych tej grupy ludności upatrywały budownictwo czynszowe. Przesłanką do konieczności rozwoju tej formy zabudowy mieszkaniowej były wskazania polityki mieszkaniowej z 1994 roku, wśród których poruszona została kwestia powołania Krajowego Funduszu Mieszkaniowego, jako instytucji, której powierzone będzie dysponowanie publicznymi środkami finansowymi, mającymi między innymi za zadanie wspomagać budowę mieszkań na wynajem. Założenia dotyczące spraw budownictwa mieszkaniowego i mieszkalnictwa z 1995 roku dopełniały te wcześniejsze o jednoznaczne umiejscowienie jako priorytetu budowy mieszkań na wynajem (czynszowych), których realizacją poza spółdzielniami mieszkaniowymi powinny się zająć Towarzystwa Budownictwa Społecznego.

Podstawą prawną dla powstania tych ostatnich instytucji, a także wcześniej wspomnianego KFM stała się ustawa z dnia 26 października 1995 roku o niektórych formach popierania budownictwa mieszkaniowego oraz o zmianie niektórych ustaw¹⁸. W ten oto sposób od 1996 roku funkcjonować zaczęły Towarzystwa Budownictwa Społecznego, a zasadniczy cel ich działania określony został jako *budowanie domów mieszkalnych i ich eksploatacja na zasadach najmu*. Idea rozwoju budowy mieszkań czynszowych, mających za zadanie zaspokojenie odpowiadających im potrzeb mieszkaniowych czy poprawy dotychczasowych warunków zamieszkiwania była ściśle związana z założeniami polityki mieszkaniowej państwa umożliwienia dostępu do „dachu nad głową” gospodarstwom domowym o średnim poziomie zamożności. Gospodarstwa takie nie będąc w stanie reprezentować popytu mieszkaniowego z uwagi na zbyt słabą kondycję finansową (często brak nawet zdolności kredytowej) otrzymały szansę przynajmniej na zaspokojenie potrzeb, gdyż postawiony został przed nimi wymóg jedynie pokrywania opłat czynszowych. Zdecydowana część kosztów działań inwestycyjno-budowlanych, ponoszonych przez TBS podczas realizacji budynków mieszkalnych ustawowo miała zagwarantowane swoje pokrycie w preferencyjnym kredycie ze środków KFM. Wobec takiego stanu rzeczy przed przyszłym lokatorem mieszkania TBS mogło tylko pojawić się zobowiązanie do wniesienia kaucji, zabezpieczającej pokrycie należności z tytułu najmu, istniejących w dniu opróżnienia lokalu, w kwocie nie wyższej aniżeli 10% wartości odtworzeniowej lokalu w dniu zawarcia umowy najmu.

¹⁸ Tekst jednolity Dz.U. Nr 98, poz. 1070 z 2000 r. ze zm.

TBS to instytucje zajmujące się finansowaniem i organizacją budownictwa mieszkaniowego o umiarkowanych czynszach w gminach, które jako najczęstszy założyciel Towarzystw nie tylko przyczyniają się do rozwoju tej formy budownictwa mieszkaniowego, ale dzięki niej realizują własne zadanie, jakim jest zaspokajanie potrzeb mieszkaniowych społeczności lokalnej. Atrakcyjność zaangażowania władz samorządowych w budownictwie społecznym czynszowym, w ramach funkcjonowania TBS polega na możliwości zaspokojenia potrzeb mieszkaniowych bez konieczności ponoszenia znacznych nakładów finansowych na ich budowę. Co więcej, uprawnienie gmin do ustalania stawek czynszu dla zasobów mieszkaniowych Towarzystw, będących o 1% wyższe od stawek czynszu w zasobach komunalnych i pozwalających na pokrycie kosztów eksploatacji oraz remontów budynków, a także na spłatę zaciągniętego na ich budowę kredytu z KFM, eliminuje charakterystyczną dla zasobów komunalnych ewentualność własnych dopłat do utrzymania tych zasobów. Gmina, podejmując niekiedy decyzję jedynie o partycypacji w kosztach budowy mieszkań, realizowanych przez TBS, podobnie jak i inne podmioty mogące współfinansować ten cel, otrzymuje prawo wskazania przyszłych lokatorów tych zasobów, oczywiście spełniających warunki, uprawniające do ich zajmowania, dzięki czemu może odzyskiwać, dotychczas zajmowane przez te osoby mieszkania w budynkach komunalnych. Lokale mieszkalne TBS cechuje dużo wyższy standard, niż mieszkania komunalne, przez co przeniesienie do nich lokatorów z mieszkań komunalnych często oznacza jedyną szansę na poprawę ich warunków mieszkaniowych.

TBS może wynająć mieszkanie tylko osobie fizycznej oraz osobom zgłoszonym do wspólnego zamieszkania, nie dysponującym tytułem prawnym do innego mieszkania w tej samej miejscowości, przy jednoczesnym uprawnieniu do korzystania z tej formy budownictwa mieszkaniowego, uzależnionym od poziomu osiągniętych dochodów. Dochodowość, jako zasadniczy element kwalifikujący do grona lokatorów mieszkań TBS podlega okresowej kontroli, a w sytuacji przekroczenia przez najemcę wyznaczonych limitów daje możliwość wypowiedzenia przez Towarzystwo umowy najmu w kwestiach dotyczących czynszu i zastosowania czynszu wolnego.

Szczególnym przywilejem Towarzystw jest zwolnienie ich dochodów z opodatkowania podatkiem dochodowym od osób prawnych, przy czym osiągnięte zyski TBS ma obowiązek przeznaczać na realizację zadań statutowych, nigdy natomiast do podziału między wspólników czy członków, co ma na celu wzmocnienie finansowe ich działalności inwestycyjnej.

TBS to instytucje, które od chwili zaistnienia na rynku wykazywały intensywny rozwój, odzwierciedlony zarówno rocznym wzrostem liczby zarejestrowanych Towarzystw, jak również progresem w liczbie oddawanych do użytku

mieszkań czynszowych. Przyczyną rozwoju tej formy budownictwa była nie tylko rosnąca popularność i zainteresowanie społeczne lokalami mieszkalnymi na wynajem, ale szeroko prowadzona działalność promująca ten sposób zaspokajania potrzeb mieszkaniowych połączona z intensywną działalnością kredytową KFM. W wyniku systematycznego zwiększania ilościowego, jak i wartościowego, kredytów udzielanych ze środków KFM, od 2000 roku zaczęła być dostrzegalna niewydolność finansowa Funduszu, co w efekcie doprowadziło do zmiany zasad kredytowania budowy mieszkań czynszowych, polegającej na uprzywilejowaniu regionów o najtrudniejszej sytuacji mieszkaniowej i jednoczesnym wysokim popycie na mieszkania TBS.

Potwierdzeniem tego stanu rzeczy jest dynamiczny rozwój budownictwa społecznych mieszkań czynszowych w największych miastach, które z jednej strony cechuje bogatszy rynek pracy, będący przyczyną dodatnich migracji ludności, z drugiej – znacząca luka zasobów mieszkalnych. Analizując rozkład przestrzenny funkcjonujących Towarzystw, należy zauważyć dominujący ich udział w województwie mazowieckim i wielkopolskim¹⁹. O perspektywach rozwoju tej formy budownictwa na terenie województwa mazowieckiego świadczyć mogą dane o złożonych w 2002 roku wnioskach o kredytowanie mieszkań z KFM, na podstawie których można oczekiwać wybudowania przez TBS w latach 2003–2005 ponad 29,7 tys. nowych mieszkań, w tym 5,2 tys. (17,7%) w województwie mazowieckim²⁰.

Podsumowując rozważania na temat Towarzystw Budownictwa Społecznego, instytucji mających za zadanie przede wszystkim budowę mieszkań na wynajem o umiarkowanych czynszach, trzeba podkreślić ogromną potrzebę dalszego rozwoju tej formy budownictwa, jako poważnego dostarczyciela lokali czynszowych. Lokale takie w sytuacji, gdy prawie 60%²¹ rodzin w Polsce nie może pozwolić sobie na kupno własnego mieszkania, stanowią bowiem niekiedy jedyny sposób na zaspokojenie potrzeby mieszkaniowej, a względem osób zajmujących lokale w zasobach komunalnych – szansę na lepsze warunki bytowe.

Od 2000 roku liczba nowo przekazywanych do eksploatacji mieszkań przez TBS przekracza sumę nowych mieszkań komunalnych i zakładowych łącznie. Zjawisko to jest niewątpliwie związane z rosnącym zainteresowaniem gmin w zakładaniu Towarzystw czy tylko partycypacji w ogólnych kosztach realizacji bu-

¹⁹ W 2002 r. na województwo mazowieckie przypadało 49 TBS, a na wielkopolskie 39, które to Towarzystwa łącznie stanowiły prawie połowę ogólnej liczby Towarzystw dla całego kraju. Obliczenia własne na podstawie danych: W. Urbańska, *Przestrzenne rozmieszczenie zasobów Towarzystw Budownictwa Społecznego*, „Sprawy mieszkaniowe”, IGM, Warszawa 2002, zeszyt 2–3–4/2002.

²⁰ Dane i obliczenia na podstawie: *Ibidem*.

²¹ Na podstawie: I. Herbst, *Perspektywy rozwoju Towarzystw Budownictwa Społecznego w okresie najbliższych 3-5 lat*, w: praca zbiorowa pod red. E. Gostomski, „Perspektywy finansowania budownictwa mieszkaniowego”, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk 1999.

dynków, co coraz częściej czynią także zakłady pracy, poszukujące mieszkań dla swoich pracowników. To jednak nie nadaje lokalom TBS cech budownictwa socjalnego – przeznaczonego dla najuboższej części społeczeństwa. Podobnie, współfinansujące budowę mieszkań czynszowych zakłady pracy, nabywające w ten sposób prawo wskazania przyszłego lokatora, muszą mieć świadomość obowiązku spełnienia przez niego ustawowych warunków w kwestiach zarobkowych. Dlatego też niezależnie od przyrostu zasobów mieszkaniowych będących efektem funkcjonowania TBS należy pamiętać, że nie rozwiązują one problemu niedoboru mieszkań socjalnych. Poziom opłat czynszowych w zasobach Towarzystw jest niewiele niższy, a często nawet wyższy od kwoty wydatków związanych z utrzymaniem mieszkania spółdzielczego. Zasadnicza różnica polega jedynie na tym, że względem mieszkania spółdzielczego lokatorskiego istnieje możliwość wykupu, czego nie można uczynić przy lokalu TBS, nawet po całkowitej spłacie, wliczonego w czynsz kredytu, co oczywiście wynika z samej idei mieszkań TBS, mających zaspokajać potrzeby osób, będących finansowo w stanie pokrywać opłaty czynszowe, ale nie raty związane z kupnem mieszkania²².

6. Budownictwo komunalne i zakładowe

Omawiając poszczególne formy, w jakich realizowane jest budownictwo mieszkaniowe w Polsce nie można pominąć, mimo coraz słabszych wyników w postaci nowo budowanych lokali mieszkalnych²³, budownictwa komunalnego oraz zakładowego. Budynki mieszkalne, powstające w ramach tych dwóch rodzajów budownictwa, z przeznaczeniem przede wszystkim na wynajem, a po 1989 roku często wyprzedawane, w minionym systemie polityczno-gospodarczym kraju wchodziły w skład zasobów publicznych (państwowych). Realizacją budownictwa komunalnego zajmowały się, podlegające administracji państwowej władze terenowe, celem późniejszego udostępnienia mieszkań ludności lokalnej, a powstające z woli państwowych zakładów pracy mieszkania zakładowe miały za zadanie zapewnienie „dachu nad głową” ich pracownikom.

Nadanie przez władze państwowe mieszkaniu cech dobra społecznego, przy jednoczesnym ustaleniu opłat czynszowych na bardzo niskim poziomie, zniechę-

²² Nie mogą zostać wyodrębnione na własność ani przydzielone na zasadach spółdzielczego własnościowego prawa do lokalu spółdzielcze mieszkania lokatorskie czy na wynajem, jeśli na pokrycie kosztów ich budowy spółdzielnia skorzystała ze środków KFM. Por. omawianą ustawę z dnia 26 października 1995 r., tekst jednolity Dz.U. Nr 98, poz. 1070 z 2000 r. ze zm.

²³ W 2002 r. budownictwo komunalne i zakładowe łącznie przyczyniło się do ukształtowania 3,2% ogółu nowych lokali mieszkalnych, natomiast w 1990 r. udział ten stanowił jeszcze 13,7%. Obliczenia własne na podstawie Budownictwo – wyniki działalności w 2002 r., *op. cit.*

cało gospodarstwa domowe do podejmowania trudu zaspokajania potrzeb mieszkaniowych we własnym zakresie. Dodatkowo nieefektywne zarządzanie komunalnymi zasobami mieszkaniowymi, za które odpowiedzialne były terenowe organy administracji państwowej (TOAP), mimo intensywnego ich dotowania środkami publicznymi, podobnie jak budynków mieszkalnych zakładów pracy, przyczyniało się do ich stopniowej dekapitalizacji.

Zapoczątkowana z końcem 1989 roku reforma ustrojowa stworzyła warunki do opracowania podstaw prawnych, w oparciu o które wyodrębniony został od władzy państwowej jednoszczeblowy samorząd terytorialny w postaci gmin. Na mocy ustawy z dnia 8 marca 1990 roku o samorządzie terytorialnym²⁴, w ramach zadań własnych, przekazane zostały gminom lokalne sprawy publiczne, do których w zakresie zaspokajania zbiorowych potrzeb wspólnoty zaliczona została odpowiedzialność za organizację i gospodarowanie komunalnymi budynkami mieszkaniowymi. Zgodnie bowiem z ustawą z dnia 10 maja 1990 roku przepisy wprowadzające ustawę o samorządzie terytorialnym i ustawę o pracownikach samorządowych²⁵, mienie ogólnonarodowe, w tym zasoby mieszkaniowe poprzednio administrowane przez TOAP, przekazane zostały na własność gminom.

W ten oto sposób realizacja polityki mieszkaniowej przeniesiona została ze szczebla centralnego na samorządowy, jako że istniejące potrzeby mieszkaniowe, a także kwestie ich zaspokajania stanowią problem lokalny, co dodatkowo ujęte zostało w ustawie z dnia 2 lipca 1994 roku o najmie lokali mieszkalnych i dodatkach mieszkaniowych²⁶ oraz w obecnie obowiązującej ustawie z dnia 21 czerwca 2001 roku o ochronie praw lokatorów, mieszkaniowym zasobie gminy i o zmianie kodeksu cywilnego²⁷. Zgodnie z tym ostatnim aktem prawnym jednostki samorządu terytorialnego, jakimi są gminy zostały zobligowane do tworzenia warunków, sprzyjających zaspokajaniu potrzeb mieszkaniowych społeczności lokalnych, natomiast w ramach własnych zasobów mieszkaniowych, wchodzących w skład mienia komunalnego, zobowiązane zostały do wyodrębnienia mieszkań socjalnych, zamiennych, a także skierowanych do osób o niskich dochodach. Oznacza to, że gminna substancja mieszkaniowa skierowana została do trzech grup gospodarstw domowych, których stan ekonomiczny nie pozwala na samodzielne zaspokojenie potrzeby mieszkaniowej. Odmienna od tej sprzed 1990 roku organizacja mieszkalnictwa komunalnego miała zapewne za zadanie zaktywizowanie społeczeństwa do indywidualnego poszukiwania rozwiązań na poprawę dotychczasowych warunków mieszkaniowych, które to działania gminy powinny wspie-

²⁴ Dz.U. Nr 16, poz. 95 z 1990 r.

²⁵ Dz.U. Nr 32, poz. 191 z 1990 r.

²⁶ Dz.U. Nr 105, poz. 509 z 1994 r.

²⁷ Dz.U. Nr 71, poz. 733 z 2001 r.

rać znosząc bariery dla lokalnego rozwoju wszystkich form budownictwa mieszkaniowego.

Z chwilą przejęcia przez gminy państwowych zasobów mieszkaniowych, stanowiących podstawę ukształtowania mieszkalnictwa komunalnego, celem dostosowania do charakteru tworzonej gospodarki rynkowej, dotychczas zarządzające tymi budynkami mieszkalnymi TOAP w formie PGM-ów (Przedsiębiorstw Gospodarki Mieszkaniowej) i PGKiM-ów (Przedsiębiorstw Gospodarki Komunalnej i Mieszkaniowej) zaczęły być stopniowo zastępowane zakładami budżetowymi oraz spółkami gminy, a od 1996 roku także TBS-ami²⁸. Nieumiejętne i nieefektywne gospodarowanie wówczas jeszcze państwowymi zasobami mieszkaniowymi, przy zachowaniu opłat czynszowych na bardzo niskim poziomie, mimo silnych dotacji budżetowych uniemożliwiało bieżące remontowanie czy modernizowanie budynków mieszkalnych, które z biegiem lat coraz bardziej niszczały, ulegając przyspieszonej dekapitalizacji.

Zjawisko to stało się przyczyną utrwalenia społeczeństwa w przekonaniu, że lokale komunalne cechuje bardzo niska jakość oraz standard zamieszkiwania, co zresztą znalazło swoje potwierdzenie w odnajdywaniu wśród użytkowników tych mieszkań zwłaszcza ubogich gospodarstw domowych, czyli takich, które ze względów finansowych nie mogą skorzystać z innej formy budownictwa, a często nawet nie są zainteresowane poprawą warunków bytowych w aktualnie zajmowanym lokum. Zmiana podmiotów zarządzających mieszkaniami komunalnymi, upatrywana jako sposób na podwyższenie jakości tych działań, przy utrzymaniu czynszów na niskim poziomie, słabo zróżnicowanych w odniesieniu do zamożności lokatorów i niewystarczających na utrzymanie zasobów w połowie lat 90. nie doprowadziła do istotnej poprawy, zmuszając do dalszego dotowania zasobów komunalnych.

Słaba kondycja budżetu publicznego, niezdolnego finansować mieszkalnictwo komunalne na poziomie umożliwiającym podnoszenie jego wartości, jak również dążenie do wzrostu zaangażowania ludności w finansowaniu własnych potrzeb mieszkaniowych doprowadziły do popularyzowania prywatyzacji komunalnych zasobów mieszkaniowych. Wyprzedając mieszkania komunalne, gminy wyzbywały się obowiązku utrzymywania starych, kapitałochłonnych budynków mieszkalnych, jednocześnie zdobywając środki na budowę nowych. Zasadniczą zmianę w kwestiach prowadzonej przez gminy polityki mieszkaniowej przyniosło pojawienie się TBS, które tworzone w zdecydowanej części przy współudziale gmin traktowane były jako szansa na przyspieszenie rozwoju lokalnego budownictwa

²⁸ Szeroko na ten temat por.: M. Majchrzak, Zarządzanie komunalnymi zasobami mieszkaniowymi, w: red. H. Sochacka-Krysiak, „Zarządzanie gospodarką i finansami gminy”, SGH, Warszawa 2003.

mieszkaniowego. Realizacja budynków mieszkaniowych w tej właśnie formie z jednej strony oznaczała dla jednostek samorządowych, o czym była już mowa, ogromną oszczędność finansową, a z drugiej możliwość zaoferowania mieszkań o znacznie wyższym standardzie, aniżeli lokale komunalne czy socjalne. Kierując ofertę mieszkań, powstających w ramach funkcjonowania TBS do gospodarstw domowych aktualnie zamieszkujących zasoby gminne, ale spełniających warunki kwalifikujące je do zajęcia lokalu TBS, gminy podejmują się świadomego przemieszczania gospodarstw domowych, które zwalniając dotychczas zajmowane mieszkania w budynkach komunalnych, odступują je tym samym rodzinom bardziej potrzebującym, ograniczając zaangażowanie gmin w budowie nowych mieszkań komunalnych i socjalnych. Te ostatnie, z reguły o obniżonym standardzie, powinny być bowiem wyodrębniane przede wszystkim z istniejących już zasobów, tak aby wynikiem nowych inwestycji były nowoczesne i pełnowartościowe mieszkania.

7. Podsumowanie

Kończąc rozważania na temat poszczególnych form, w jakich realizowane są budynki mieszkalne w Polsce wskazać należy na naturalnie ukształtowany podział gospodarstw domowych, będących użytkownikami poszczególnych lokali, którego podstawowym kryterium jest poziom ich zamożności. Zasady, jakimi rządzi się gospodarka rynkowa uświadamiają wszystkim o roli pieniądza w zaspokajaniu potrzeb mieszkaniowych oraz możliwości zamiany ich w efektywny popyt. Swoboda rozwoju budownictwa mieszkaniowego w każdej formie umożliwia zaspokojenie subiektywnych oczekiwań przyszłych mieszkańców, które jednak w zetknięciu z rzeczywistością ulegają przekształceniom i dostosowaniu do poziomu posiadanych środków finansowych. Oznacza to po prostu, że każdy może zajmować taki lokal mieszkalny, na jaki go stać.

Powyższa charakterystyka różnych podmiotów, zajmujących się realizacją budownictwa mieszkaniowego pozwala zauważyć, że największe pole manewru w kwestii sposobu zaspokojenia potrzeb mieszkaniowych mają gospodarstwa domowe najlepiej sytuowane, które mogą podjąć się samodzielnej budowy domu, mogą też nabyć dom lub mieszkanie od dewelopera albo spółdzielni mieszkaniowej. Osoby, które nie dysponują tak znacznymi zasobami pieniężnymi, by móc bez problemu sfinansować kupno czy budowę własnego lokum mogą skorzystać z oferty mieszkaniowej TBS. Względem rodzin najuboższych prowadzona jest natomiast polityka taniego mieszkalnictwa komunalnego i socjalnego, którego standard utrzymywany jest na niskim, zgodnym z charakterem tych mieszkań pozio-

mie. Wniosek jest więc taki, że poziom zaspokojenia potrzeb mieszkaniowych będzie tym wyższy, im sami zainteresowani tą sprawą włożą większy wysiłek w osiągnięcie wyznaczonych celów. Zajmowanie mieszkania atrakcyjnego powierzchniowo, lokalizacyjnie, wyposażeniowo jest efektem własnego zaangażowania, własnej pracy i przede wszystkim świadomości o pozycji siebie, jako inwestora i głównego odpowiedzialnego za zaspokojenie własnych potrzeb mieszkaniowych.

8. Bibliografia

1. Bryx M., Finansowanie rozwoju budownictwa mieszkaniowego w miastach, SGH, Warszawa 1999.
2. Budownictwo – wyniki działalności w 2002 r., GUS, Warszawa 2003.
3. Jaworski T., Wężyk E., Problemy funkcjonowania firm deweloperskich – wyniki badań, „Problemy rozwoju budownictwa”, IGM, Warszawa 2001, zeszyt 4/2001.
4. Myczkowski L., Spółdzielnie mieszkaniowe, C.H. Beck, Warszawa 2002.
5. Perspektywy finansowania budownictwa mieszkaniowego, praca zbiorowa pod red. E. Gostomski, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk 1999.
6. Raport z wyników narodowego spisu powszechnego ludności i mieszkań 2002, GUS, Warszawa 2003.
7. Uchman B., Przyczyny przedłużania cykli budowy domów jednorodzinnych oraz nierejestrowania ich ukończenia i zasiedlania, IGM, Warszawa 1995.
8. Urbańska W., Przestrzenne rozmieszczenie zasobów Towarzystw Budownictwa Społecznego, „Sprawy mieszkaniowe”, IGM, Warszawa 2002, zeszyt 2–3–4/2002.
9. Ustawa z dnia 16 września 1982 r. prawo spółdzielcze, tekst jednolity Dz.U. Nr 54, poz. 288 z 1995 r. ze zm.
10. Ustawa z dnia 8 marca 1990 r. o samorządzie terytorialnym, Dz.U. Nr 16, poz. 95 z 1990 r.
11. Ustawa z dnia 10 maja 1990 r. przepisy wprowadzające ustawę o samorządzie terytorialnym i ustawę o pracownikach samorządowych, Dz.U. Nr 32, poz. 191 z 1990 r.
12. Ustawa z dnia 2 lipca 1994 r. o najmie lokali mieszkalnych i dodatkach mieszkaniowych, Dz.U. Nr 105, poz. 509 z 1994 r.
13. Ustawa z dnia 7 lipca 1994 r. prawo budowlane, tekst jednolity Dz.U. Nr 106, poz. 1126 z 2000 r. ze zm.
14. Ustawa z dnia 26 października 1995 r. o niektórych formach popierania budownictwa mieszkaniowego oraz o zmianie niektórych ustaw, tekst jednolity Dz.U. Nr 98, poz. 1070 z 2000 r. ze zm.
15. Ustawa z dnia 15 grudnia 2000 r. o spółdzielniach mieszkaniowych, Dz.U. Nr 4, poz. 27 z 2001 r. ze zm.

16. Ustawa z dnia 21 czerwca 2001 r. o ochronie praw lokatorów, mieszkaniowym zasobie gminy i o zmianie kodeksu cywilnego, Dz.U. Nr 71 poz. 733 z 2001 r. ze zm.
17. Werner W., Węzyk E., Jaworski T., System deweloperski w Polsce – bariery, efekty i ryzyko funkcjonowania, IGM, Warszawa 2002.
18. Zarządzanie gospodarką i finansami gminy, praca zbiorowa pod red. H. Sochackiej-Krysiak, SGH, Warszawa 2003.

Typologia fuzji i przejęć na przykładzie europejskiego sektora telekomunikacyjnego

1. Wprowadzenie

Przedsiębiorstwa modyfikują swoje strategie konkurencji wobec zmieniających się warunków panujących w otoczeniu ogólnym i celowym. Efektem radykalnych zmian w strategii mogą być właśnie fuzje i przejęcia.

Fuzje i przejęcia są formą strategii zewnętrznego rozwoju przedsiębiorstwa. Należą również do form kooperacji przedsiębiorstw, wymagających zaangażowania kapitałowego partnerów. Typologia tego typu transakcji została przedstawiona w poniższym artykule na przykładzie europejskiego sektora telekomunikacyjnego.

2. Podstawowe pojęcia

Według A. Sulejwicza (1997) fuzja czy wykup innego przedsiębiorstwa należą do czystych form, będących klarownymi, prawnymi konstrukcjami obdarzonymi pod względem funkcjonowania struktur kooperacyjnych względnie jasną interpretacją ekonomiczną.

Istnieje też znacząca różnica pomiędzy fuzją a przejęciem. W drodze transakcji zwanej **fuzją** następuje połączenie dwóch dotychczas niezależnych organizacyjnie przedsiębiorstw. W wyniku tego procesu powstaje nowa organizacja, zarządzająca zasobami dotychczas należącymi do odrębnych przedsiębiorstw. W obrębie fuzji można wyróżnić kilka podtypów. Idealnym przykładem fuzji byłoby połączenie dwóch firm, w którym dotychczasowi akcjonariusze mieliby po 50% udziałów w nowej firmie i żadna z organizacji nie miałaby dominującego wpływu na zarządzanie. Jednak taka sytuacja nie zdarza się w praktyce gospodarczej. W większości przypadków mocniejszy partner wchłania w swoje struktury słabszego, przejmując kontrolę nad jego zasobami i integrując go z własnymi. Są też przypadki, że w drodze fuzji powstaje nowa firma, jednak dominującą rolę w jej działalności ma silniejszy partner, który dominuje nad słabszym (F. J. Weston, J. A. Siu, B. A. Johnson, 2001).

W przypadku **przejęcia** mamy do czynienia z innym typem transakcji. Silniejszy partner przejmuje zasoby istniejącego przedsiębiorstwa w części bądź całości, a następnie podporządkowuje go swojej strategii. W wyniku takiej transakcji nabywana firma jest nadal niezależna organizacyjnie, a jej zasoby nie są integrowane ze spółką – matką. Jednak traci ona swoją samodzielność decyzyjną i staje się filią z punktu widzenia zarządzania.

W zależności od sytuacji ekonomicznej uczestników transakcji może mieć ona charakter bardziej partnerski lub polegać na nabyciu słabszej firmy bez jej zgody. W pierwszym przypadku mamy do czynienia z przejęciem przyjaznym (lub białym), w drugim z wrogą akwizycją (M. Romanowska, 1998). Przyjazna transakcja jest dokonywana w porozumieniu z zarządem słabszego partnera, negocjowane są warunki wykupu, a następnie decyzja jest zatwierdzana przez radę nadzorczą i zgromadzenie akcjonariuszy. W przypadku wrogiej transakcji zarząd przejmowanej firmy nie zgadza się na jej wykup. W takiej sytuacji oferta jest kierowana bezpośrednio do akcjonariuszy, którzy mają prawo ją zaakceptować. W ten sposób silniejsze przedsiębiorstwo zdobywa większościowy głos na zgromadzeniu akcjonariuszy i ma prawo odwołać dotychczasową radę nadzorczą i zarząd, dzięki czemu przejmuje kontrolę nad przedsiębiorstwem (P. Gaughan, 1996). Jednak większość transakcji dokonywana jest dzięki prowadzeniu przyjaznych negocjacji z przedstawicielami przejmowanej firmy.

3. Motywy fuzji i przejęć

Dla szerszej analizy fuzji i przejęć w sektorze telekomunikacyjnym w Europie potrzebne jest prześledzenie najważniejszych motywów tego typu transakcji. Dlaczego firmy łączą się, przejmują inne, budują konglomeraty, holdingi? Można wyróżnić wiele przyczyn i zakwalifikować je do różnych grup. Wielu badaczy przedstawia swój podział czynników warunkujących fuzje i przejęcia. Prezentowana poniżej typologia utworzona została na podstawie przeglądu literatury nt. motywów fuzji i przejęć, a następnie dostosowana do uwarunkowań panujących w europejskim sektorze telekomunikacyjnym.

3.1. Otoczenie (*environmental motives*)

Według F. Amesse, R. Latour, C. Rebelledo, L. Seguin-Dulude (2003) czynnikami warunkującymi fuzje i przejęcia są zmiany w prawie telekomunikacyjnym. Nastąpiła deregulacja, która zliberalizowała sektor i utworzyła podstawy prawne dla tego typu transakcji. W Europie zostały rozbite monopole państwowe na świadczenie usług telefonii głosowej i pozwolono wejść na rynek alternatywnym operatorom.

3.2. Motywy rynkowe (*market specific motives*)

Szybki rozwój nowych technologii doprowadził do konwergencji usług i zmusił wiele firm telekomunikacyjnych, aby poddały się procesom restrukturyzacyjnym, czego później skutkiem są również fuzje i przejęcia. Według J. B. Barney (2001) motywem rynkowym fuzji bądź przejęcia jest konieczność przetrwania na rynku. Pewien typ akwizycji może zapewnić danej firmie odpowiednie miejsce w branży. Dzięki temu nie stanie się ona potencjalnym celem przejęcia dla konkurentów. J. L. Bower (2001) jako rynkowy motyw fuzji bądź przejęcia podaje rozszerzenie oferty produktowej oraz zdobycie nowych rynków, zazwyczaj chodzi tu o rynki zagraniczne. Takie posunięcie często wiąże się z pozyskaniem tego samego ogniwa łańcucha wartości, ale działającego na rynku zagranicznym i tym samym przejęciem jego udziału w rynku.

3.3. Motywy rynkowe o znaczeniu strategicznym (*strategic motives*)

Według H. D. Hopkins (1999) fuzja bądź przejęcie ma znaczenie strategiczne dla większego partnera w przypadku, gdy prowadzi do polepszenia pozycji firmy na rynku oraz zwiększa jej siłę oddziaływania na pozostałych uczestników rynku. Poprzez tego typu transakcję przedsiębiorstwo inicjujące ją może uzyskać dostęp do komplementarnych zasobów, których wcześniej nie posiadało i dzięki temu uzyska przewagę nad konkurentami. J. P. Katz, A. Simanek, J. B. Townsend (1997) wymieniają możliwość uzyskania dostępu do unikalnych zasobów, które kosztowałyby dużo więcej, gdyby przejmujące przedsiębiorstwo samo w ich rozbudowę inwestowało. Dotyczy to przede wszystkim takich zasobów jak znak firmowy, reputacja czy innowacyjna technologia.

3.4. Motywy finansowe (*financial motives*)

Przyczyną fuzji są czynniki finansowe. J. B. Barney (2001) podaje chęć zdobycia dodatkowych źródeł kapitałowych poprzez przejęcie firmy wysoko dochodowej. Również wiele tego typu transakcji jest motywowana nadzwyczajnymi zyskami, jakie potencjalnie będą w przyszłości generowane przez nowo powstałe przedsiębiorstwo.

3.5. Motywy ekonomiczne (*economic motives*)

H. D. Hopkins (1999) wymienia jako motywy ekonomiczne chęć osiągnięcia korzyści skali, które mogą zostać uzyskane po połączeniu dwóch przedsiębiorstw. Może to pozytywnie wpłynąć na redukcję kosztów, a tym samym na wzrost zysków. Jednak trzeba liczyć się z tym, że zakładane oszczędności mogą okazać się dużo mniejsze niż wcześniej planowano i przekraczać koszty samej transakcji.

3.6. Pozostałe motywy

Jako pozostałe motywy fuzji i przejęć należy tutaj wspomnieć o interesach menedżerów zarządzających przedsiębiorstwem, którzy mogą dążyć do transakcji, mimo iż nie powoduje ona wzrostu wartości przedsiębiorstwa. J. B. Barney (2001) nazywa te motywy problemem agencji (*the agency problem*). W tym przypadku mamy do czynienia z konfliktem interesów pomiędzy akcjonariuszami a zarządem. Akcjonariusz oczekuje jak najwyższego zwrotu z inwestycji w dane akcje, a menedżer dąży do powiększenia przedsiębiorstwa i dywersyfikacji działalności, dzięki czemu wzrośnie jego znaczenie.

4. Typologia fuzji i przejęć oraz ich miejsce w łańcuchu wartości sektora telekomunikacyjnego

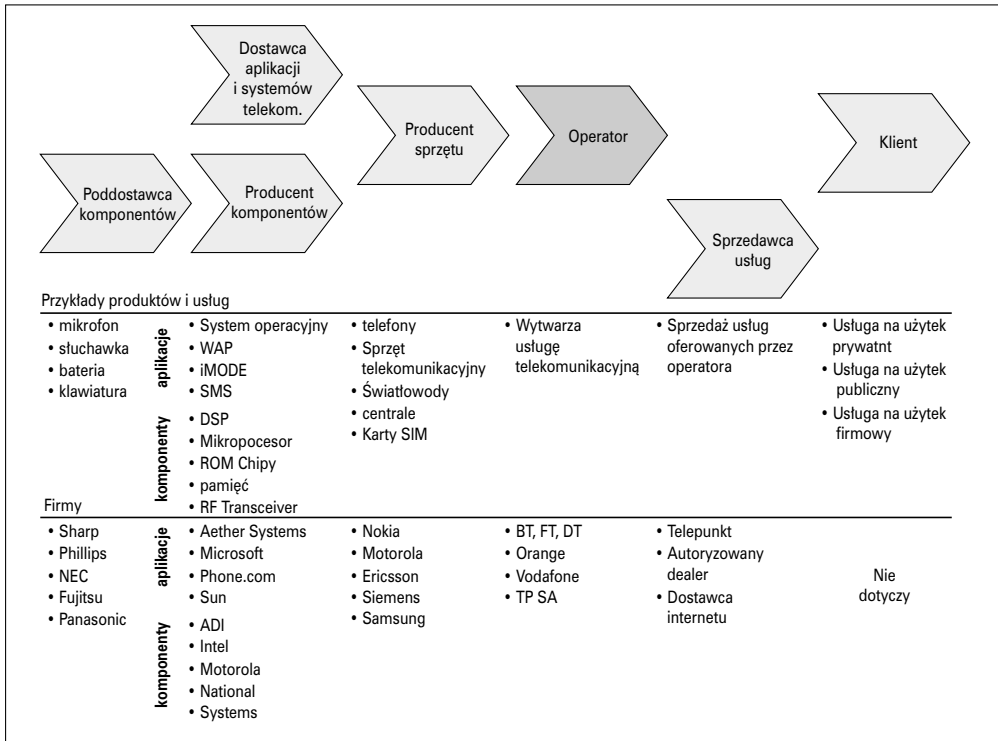
4.1. Łańcuch wartości w sektorze telekomunikacyjnym

Rysunek 1 przedstawia łańcuch wartości sektora telekomunikacyjnego. Dla poniższej analizy kluczowym elementem jest operator telekomunikacyjny, świadczący usługi telekomunikacji przewodowej, bezprzewodowej, specjalizującej się w transmisji danych, usługach głosowych lub multimedialnych. Zaprezentowany poniżej łańcuch wartości można zastosować we wszystkich wymienionych przypadkach. Konstrukcja łańcucha wartości pozwoli następnie przeanalizować typy fuzji i przejęć. W poniższej analizie interesujące są wszystkie transakcje, w których bierze udział operator telekomunikacyjny. Pozostałe transakcje mające miejsce w łańcuchu wartości nie będą brane pod uwagę.

4.2. Typ horyzontalny

Horyzontalne, poziome fuzje bądź przejęcia angażują przedsiębiorstwa działające w tym samym sektorze gospodarki. Mogą to być również konkurenci rynkowi. W wyniku połączenia powstaje dużo większe przedsiębiorstwo, które wykorzystuje ekonomię skali i daje całemu koncernowi większą siłę rynkową, dzięki czemu może on efektywniej oddziaływać na otoczenie i konkurencję. Ten tryb transakcji jest nadzorowany przez odpowiednie urzędy państwowe, mające za zadanie nie dopuścić do powstania monopolu w danym sektorze. Łączenie się firm z tych samych branż, będących bezpośrednimi konkurentami może negatywnie wpłynąć na poziom konkurencji w sektorze i spowodować powstanie przedsiębiorstwa prowadzącego praktyki monopolistyczne (F. J. Weston, J. A. Siu, B. A. Johnson, 2001). Wykorzystując łańcuch wartości przedstawiony na rysunku 1 fuzje horyzontalne mają miejsce między przedsiębiorstwami działającymi w tym samym ogniwie łańcucha wartości. Ważnymi dla poniższej analizy przykładami są

Rysunek 1. Łańcuch wartości w sektorze telekomunikacyjnym



Źródło: Adaptacja na podstawie Ch. Fine (2001), Mapping the Telecom Value Chain: A Roadmap for Communications Networks, Massachusetts Institute of Technology, Sloan School of Management, Cambridge, <http://mitsloan.mit.edu/research/clockspeed/main.html>, revised on 17.01.2005.

transakcje pomiędzy operatorami telekomunikacyjnymi, np. przejęcie operatora telefonii komórkowej poprzez operatora telefonii stacjonarnej, bądź połączenie dwóch operatorów świadczących ten sam rodzaj usługi. Ten typ transakcji był w latach 1999–2000 najpopularniejszy.

4.3. Typ wertykalny

Wertykalne, pionowe fuzje i przejęcia polegają na połączeniu przedsiębiorstw znajdujących się w różnych stadiach łańcucha wartości, pomiędzy dostawcą a nabywcą. Jest wiele przyczyn tego typu transakcji. Pozwalają na ominięcie kosztów związanych z nabywaniem trudno dostępnych surowców koniecznych do wykonywania podstawowej działalności. Eliminują wydatki związane z poszukiwaniem odpowiednich kontrahentów i koordynacji dostaw. Są też sposobem realizacji strategii dywersyfikacji lub integracji pionowej (F. J. Weston, J. A. Siu,

B. A. Johnson, 2001). W skrócie strategia integracji pionowej jest prowadzona po to, aby zdobyć pełną kontrolę nad łańcuchem wartości i pominąć pewne problemy, jak np. w telekomunikacji rozwiązać problem dostępu do ostatniej mili.

W przypadku sektora telekomunikacyjnego transakcje o charakterze wertykalnym występują najczęściej między operatorem a sprzedawcą usług. Fuzje lub przejęcia pomiędzy operatorem a przedsiębiorstwami z poprzednich ogniw łańcucha wartości nie zdarzają się. Prawdopodobną przyczyną takiej sytuacji jest zbyt różny typ działalności przedsiębiorstw znajdujących się w wyższych ogniwach łańcucha. Dostarczają one technologie i urządzenia niezbędne do świadczenia usług telekomunikacyjnych. Ich działalność jest wąska i kapitałochłonna. Operatorom bardziej opłaca się przejmować dystrybutorów swoich usług, np. firmy oferujące dostęp do Internetu, które dzierżawią od nich łącza.

4.4. Typ konglomeratowy

W przypadku fuzji lub przejęcia o charakterze konglomeratowym następuje połączenie dwóch firm z różnych branży. W telekomunikacji mamy do czynienia z transakcjami pomiędzy operatorami telekomunikacyjnymi a przedsiębiorstwami oferującymi usługi niezwiązane z główną działalnością, jak wydawcy książek telefonicznych czy agencje reklamowe. Są to zazwyczaj firmy o zasięgu lokalnym bądź krajowym, które nie mają większego wpływu na europejski sektor telekomunikacyjny. Również wartość tych transakcji jest niewielka.

5. Typy fuzji i przejęć charakterystycznych dla sektora telekomunikacyjnego

W sektorze telekomunikacyjnym możliwe jest wyróżnienie czterech typów transakcji według typologii horyzontalno-wertykalnej charakteru połączenia, jak również według natury przedsiębiorstw wchodzących do transakcji. Na początku potrzebne jest scharakteryzowanie przedsiębiorstw telekomunikacyjnych. Narodowym operatorem nazywane jest przedsiębiorstwo o długiej tradycji na rynku telekomunikacyjnym, które przed deregulacją rynku telekomunikacyjnego posiadało monopol na świadczenie usług telekomunikacyjnych w danym kraju. Liberalizacja prawa telekomunikacyjnego zniosła państwowy monopol na usługi telekomunikacyjne i pozwoliła na wejście na rynek alternatywnym operatorom, którzy rzucili wyzwanie byłym monopolistom. Są to również spółki operatorskie, które wykorzystując postęp techniczny weszły na nowo powstałe rynki, np. telekomunikacji bezprzewodowej. Poniżej firmy te będą występowały pod nazwą nowo wchodzących na rynek.

G. Le Blanc i H. Shelanski (2002) wprowadzili następującą typologię fuzji i przejęć w europejskim sektorze telekomunikacyjnym:

- Narodowy operator – narodowy operator,
- Narodowy operator – nowo wchodzący na rynek,
- Nowo wchodzący na rynek – nowo wchodzący na rynek,
- Połączenia o charakterze wertykalnym.

Dla potrzeb analizy powyższa typologia została zmodyfikowana i połączona z tradycyjną klasyfikacją transakcji.

- A. Narodowy operator – narodowy operator.
- B. Narodowy operator – nowo wchodzący na rynek.
 - B.1. o charakterze horyzontalnym.
 - B.2. o charakterze wertykalnym.
- C. Nowo wchodzący na rynek – nowo wchodzący na rynek.
 - C.1 o charakterze horyzontalnym.
 - C.2 o charakterze wertykalnym.

D. Połączenia o charakterze horyzontalnym przedsiębiorstw z różnych branż.

Powyższe rozróżnienie zostanie zastosowane w końcowej klasyfikacji najważniejszych fuzji i przejęć w sektorze telekomunikacyjnym.

6. Dobór próby

Do utworzenia typologii fuzji i przejęć w sektorze telekomunikacyjnym w Europie została dobrana próba. Początkowo przyjęto okres analizy lata 1998–2001. Jednak po przeanalizowaniu 63 przypadków okazało się, że największe fuzje o zasięgu europejskim, które osiągnęły najwyższe wartości i zostały opisane przez liczącą się prasę ekonomiczną o zasięgu międzynarodowym, miały miejsce w latach 1999–2000. Wobec powyższego okres analizy został skrócony. Nie wszystkie transakcje, w których nastąpiło zbycie udziałów przedsiębiorstwa zostały zaliczone do próby. Wyłączono następujące przypadki:

- zakup pakietu mniejszościowego;
- zwiększenie udziału poprzez dokupienie kolejnych akcji;
- transakcje typu lokalnego, wewnątrz jednego kraju. Ten typ nie ma większego znaczenia dla kształtu rynku europejskiego;
- transakcje dotyczące przedsiębiorstw zlokalizowanych poza Europą (jako Europę rozumiany jest cały kontynent europejski, nie tylko kraje Unii Europejskiej);
- transakcje, które nie zostały opisane w dzienniku „Wall Street Journal Europe” za lata 1999–2000.

Największe natężenie fuzji i przejęć miało w latach 1999–2000, w okresie największego wzrostu akcji firm z branż zajmujących się nowoczesną technologią. W 2001 roku nastąpiło znaczne spowolnienie w ilości i wartości tego typu transakcji. Było to spowodowane nagłym załamaniem rynku akcji przedsiębiorstw należących do sektora „dot.com”. Wiele z tych firm upadło bądź znalazło się w dużych kłopotach finansowych. Jednocześnie spadła ich wartość i tym samym wartość transakcji również się obniżyła. W tym samym czasie przedsiębiorstwa o dotychczas stabilnych finansach popadły w ogromne zadłużenie, spowodowane wcześniejszymi transakcjami, nakładami na nowe technologie, zakupem licencji telefonii trzeciej generacji, a przede wszystkim spadkiem cen, wywołanym wzrostem konkurencji w wielu segmentach.

Tabela 1. Największe fuzje i przejęcia w europejskim sektorze telekomunikacyjnym w latach 1999–2000

Data ogłoszenia transakcji	Przedsiębiorstwo przejmujące	Przedsiębiorstwo przejmowane	Wartość transakcji w mln USD	Typ transakcji*	Transakcja została zawarta
15/01/1999	Vodafone (W. Brytania)	AirTouch (USA)	65,657	C.1	Tak
20/01/1999	Telia (Szwecja)	Telenor (Norwegia)	47,000	A	Nie
20/02/1999	Olivetti (Włochy)	Telecom Italia	64,000	D	Tak
22/04/1999	Deutsche Telecom	Telecom Italia	76,000	A	Nie
12/07/1999	Swisscom (Szwajcaria)	Debitel (Niemcy)	1,620	B.2	Tak
06/08/1999	Deutsche Telekom	One 2 One (W. Brytania)	13,547	B.1	Tak
28/07/1999	British Telecom	Cellnet (W. Brytania)	5,000	B.1	Tak
19/10/1999	Mannesmann (Niemcy)	Orange (W. Brytania)	35,412	C.1	Tak
14/11/1999	Vodafone AirTouch	Mannesmann (Niemcy)	185,063	C.1	Tak
10/12/1999	KPN (Holandia)	E-Plus (Niemcy)	9,400	B.1	Tak
11/01/2000	British Telecom	Esat Telecom Group (Irlandia)	2,423	B.1	Tak
23/03/2000	France Telecom	MobilCom AG (Niemcy)	3,590	B.1	Tak
28/04/2000	Telefonica (Hiszpania)	KPN	60,000	A	Nie
30/05/2000	France Telecom	Orange	41,786	B.1	Tak
24/07/2000	Deutsche Telekom	VoiceStream Wireless (USA)	48,880	B	Tak
18/09/2000	AT&T	British Telecom	na	A	Nie

* Typ transakcji według: **A.** Narodowy operator – narodowy operator; **B.** Narodowy operator – nowo wchodzący na rynek; **B.1** o charakterze horyzontalnym; **B.2** o charakterze wertykalnym; **C.** Nowo wchodzący na rynek – nowo wchodzący na rynek; **C.1** o charakterze horyzontalnym; **C.2** o charakterze wertykalnym; **D.** Połączenia o charakterze horyzontalnym przedsiębiorstw z różnych branż.

Źródło: opracowanie własne na podstawie LexisNexis Database.

Tabela 1 prezentuje najważniejsze fuzje i przejęcia w sektorze telekomunikacyjnym w latach 1999–2000. Do analizy włączono wszystkie transakcje spełniające założenia zawarte w części nt. doboru próby. Również połączenia o wysokiej wartości, które zakończyły się niepowodzeniem, zostały ujęte w zestawieniu. Celem włączenia nieudanych prób fuzji do próby jest pokazanie, że największe z transakcji, które miałyby ogromny wpływ na kształt sektora telekomunikacyjnego, nie zostały zawarte. Faktem jest, że typ połączenia narodowych operatorów nie doszedł w tym czasie do skutku na rynku europejskim, mimo iż był długotrwanie negocjowany.

Popularnym typem fuzji i przejęć było połączenie dwóch nowo wchodzących uczestników na rynek telekomunikacyjny po liberalizacji. Jest to spowodowane czynnikami ekonomicznymi i rynkowymi. Są to firmy, przed którymi stoi wielkie wyzwanie – przeciwstawienie się graczom z ugruntowaną pozycją rynkową, o silnym zapleczu finansowym. Wiele z tych nowo powstałych organizacji nie było w stanie działać na dłuższą metę samodzielnie i dlatego silniejsze decydowały się na przejęcie słabszych.

Nowo wchodzący na rynek stawali się również łatwym celem dla narodowych operatorów, którzy dzięki silnemu zapleczu finansowemu byli w stanie przejąć inne firmy. Dzięki temu mogli oni z łatwością rozszerzać swoją ofertę produktową i zasięg geograficzny.

Jednak w tym momencie stanęli oni do walki o dominującą pozycję na rynku europejskim. W drugiej połowie lat 90. rozpoczął się wyścig między najsilniejszymi narodowymi operatorami mającymi korzenie w różnych krajach europejskich. Rywalizacja ta ma odzwierciedlenie w fuzjach i przejęciach.

Tabela 1 zawiera tylko jeden przykład fuzji o charakterze horyzontalnym przedsiębiorstw z różnych branży (Olivetti – Telecom Italia). Jednak ten typ na skalę europejską nie był zbyt popularny, raczej częściej w tego typu transakcje były zawierane na skalę lokalną.

7. Znaczenie fuzji i przejęć dla sektora telekomunikacyjnego

Fuzje i przejęcia zmieniają kształt sektora. Każda transakcja tego typu ma wpływ na konkurencję, dostawców i klientów. Reasumując, odczuwa ją każde ogniwo łańcucha wartości. Największy wpływ mają na bezpośrednią konkurencję, której silne koncerny zaczynają zagrażać w pewnych rejonach bądź segmentach działalności. Również dostawcy sprzętu i technologii mogą odczuć wpływ tego typu transakcji. Mogą zmniejszyć się nakłady inwestycyjne i wydatki dotychczas przeznaczone na nie, będą kierowane na integrację struktur organizacyjnych. Także

odbiorcy usług telekomunikacyjnych nie pozostaną nienaruszoni. Zmniejszyć się może ilość oferentów danej usługi i trudniej może wyglądać negocjowanie korzystnych warunków. Siła oddziaływania klientów może tym samym osłabnąć.

W europejskim sektorze telekomunikacyjnym drogą fuzji i przejęć przedsiębiorstwa walczą o wpływy w skali całego kontynentu, w wielu przypadkach również w znaczących krajach pozaeuropejskich. Działania te zgodne są z ogólnosiwiatową tendencją tworzenia wielkich grup telekomunikacyjnych, czerpiących zyski z najbardziej zyskownych segmentów działalności oraz regionów.

Transakcje te mają jednak wiele negatywnych skutków dla samych łączących się przedsiębiorstw, jak również dla sektora. Fala fuzji i przejęć pod koniec lat 90. spowodowała znaczne problemy finansowe wielu uczestników rynku, którzy dotychczas byli uważani za stabilnych finansowo. Wszyscy operatorzy popadli w ogromne zadłużenie, które wymusiło na nich niezbędne zmiany w ich strategii. Wielu z nich musiało pozbyć się znacznych aktywów. Przykładem jest holenderski KPN, który po przejęciu niemieckiego operatora telefonii komórkowej E-Plus, rozpoczął sprzedaż udziałów mniejszościowych w krajach Europy Środkowo-Wschodniej, ponieważ znajdował się na skraju bankructwa.

Zła sytuacja finansowa wielu operatorów ma również negatywne skutki dla całego sektora. Poszczególni gracze nie są w stanie zwiększać nakładów inwestycyjnych, muszą je w wielu przypadkach zredukować, poszukując oszczędności. Odbija się to negatywnie na klientach, którzy muszą dłużej czekać na nowe usługi. Przykładem jest opóźniony start UMTS w Europie.

Celem wielu transakcji zawartych w latach 1999–2000 było skorzystanie z hossy na rynkach kapitałowych dla spółek telekomunikacyjnych. Wielu graczy stawiało sobie za najważniejszy cel strategiczny zdobycie dominującej pozycji w sektorze telekomunikacyjnym i wybrało fuzje oraz przejęcia jako drogę do osiągnięcia swoich zmierzeń. Jednak wielu z nich musiało następnie poddać się gruntownej restrukturyzacji w celu zoptymalizowania swojej działalności, w wyniku czego musieli pozbyć się wielu aktywów generujących straty dla całej grupy.

8. Bibliografia

1. Amesse F., Latour R., Rebelledo C., Seguin-Dulude L., The telecommunications equipment industry in the 1990s: from alliances to mergers and acquisitions, *Technovation*, Article in Press, 2003.
2. Barney J. B., *Gaining and Sustaining Competitive Advantage*, Prentice Hall, Chapter 14, pp. 482–515, 2001.
3. Bower J. L., Not All M&As Are Alike and That Matters, *Harvard Business Review*, March, 2001.

4. Fine Ch., Mapping the Telecom Value Chain: A Roadmap for Communications Networks, Massachusetts Institute of Technology, Sloan School of Management, Cambridge 2001, <http://mitsloan.mit.edu/research/clockspeed/main.html>, revised on 17.01.2005.
5. Gaughan P., Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructuring, John Wiley&Sons, New York 1996.
6. Hopkins H. D., Cross-border mergers and acquisitions: Global and regional perspectives, *Journal of International Management*, No. 5, pp. 207–239, 1999.
7. Katz J. P., Simanek A., Townsend J. B., Corporate Mergers And Acquisitions: One More Wave To Consider, *Business Horizons*, January–February 1997.
8. Le Blanc G., Shelanski H., Merger Control and Remedies Policy in Telecommunications Mergers in E.U. and U.S., Preliminary Draft, International Telecommunication Union, 2002, retrieved February 20, 2003 from www.itu.int.
9. Romanowska M., Strategie rozwoju i konkurencji, Centrum Informacji Menedżera, Warszawa 1998.
10. Sulejewicz A., Partnerstwo strategiczne: modelowanie współpracy przedsiębiorstw, *Monografie i Opracowania 427*, SGH, Warszawa 1997.
11. Weston F. J., Siu J. A., Johnson B. A., Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance, Third Edition, Prentice Hall 2001.

Marek Radzikowski
Szkoła Główna Handlowa

Europejska karta samorządu terytorialnego a problem samorządowego długu publicznego

Obowiązujące w Polsce prawo oparte jest m.in. na ratyfikowanych umowach międzynarodowych. Europejska Karta Samorządu Terytorialnego (EKST)¹ jest właśnie takim źródłem prawa samorządowego. Została ona przyjęta 15 października 1985 roku w Strasburgu podczas 20. posiedzenia plenarnego Stałej Konferencji Władz Lokalnych i Regionalnych Europy, działającej w ramach Rady Europy, przez 13 państw członkowskich a 1 września 1988 roku, po przyjęciu dokumentów ratyfikujących, nabrała mocy prawnej i weszła w życie. Karta, którą ratyfikowały 34 państwa², jest konwencją Rady Europy. Nie wszystkie kraje członkowskie Unii Europejskiej jednak ją zaakceptowały (nie podpisały i nie ratyfikowały Karty: Czechy, Francja, Belgia, Wlk. Brytania, zaś spoza UE – Szwajcaria).

Najogólniej rzecz biorąc, Europejska Karta Samorządu Terytorialnego jest dokumentem odnoszącym się do kwestii statutu prawnego samorządu terytorialnego w skali międzynarodowej. Ma ona charakter konwencji międzynarodowej i została ratyfikowana w Polsce 26 kwietnia 1993 roku³. Według EKST zasada samorządu terytorialnego musi być uznana w przepisach wewnętrznych państw członkowskich, a w miarę możliwości w konstytucjach. Idea samorządu terytorialnego stanowi w EKST wspólną podstawę dla państw Europy, samorząd jest bowiem w niej pojmowany jako główny element efektywnej demokracji.

Karta zawiera katalog zasad istotnych dla prawidłowego funkcjonowania samorządu terytorialnego, takich jak: powszechna wybieralność organów władzy samorządowej, obowiązek zasięgania opinii społecznej, samodzielność administracyjna i gospodarcza władz lokalnych oraz prawna ochrona samorządu. Ma ona na celu włączenie gmin i regionów w realizację integracji europejskiej, współ-

¹ Europejskiej Karty Samorządu Terytorialnego nie należy mylić z odrębnym dokumentem, jakim jest Europejska Karta Samorządu Regionalnego, na co zwraca uwagę m.in. Leon Kieres w artykule: L. Kieres, Przyszłość regionów, przyszłość reformy, „Rzeczpospolita”, 08.04.1998. Niestety, nawet w fachowej literaturze można zauważyć mylenie tych dwóch uzupełniających się dokumentów. Patrz: M. Kotulski, Województwo samorządowe jako region europejski (wybrane uwagi na tle Europejskiej Karty Samorządu Terytorialnego) w: Prawne i finansowe aspekty funkcjonowania samorządu terytorialnego, pod red. nauk. S. Dolaty, Tom I „Prawo Samorządowe i administracyjne”, Uniwersytet Opolski, Opole 2000.

² Co to znaczy – czyli podręczny słownik terminów unijnych, „Rzeczpospolita”, 31.03.2003.

³ Oświadczenie Rządu RP z dnia 14 lipca 1994 r. (Dz.U. Nr 124, poz. 608).

pracę między gminami i regionami europejskimi oraz zaangażowanie obywateli w tworzenie demokracji w ich miejscu zamieszkania.

Europejska Karta Samorządu Terytorialnego składa się z Preambuły, 18 artykułów i 30 postanowień. Spośród nich twórcy EKST wyróżnili 14 jako postanowienia najważniejsze merytorycznie. Każde państwo przyjmujące EKST zobowiązane jest do wybrania 20 postanowień, przy czym 10 z nich powinno wywodzić się z 14 najważniejszych, czyli następujących:

- zasada samorządności terytorialnej musi być uznana w prawie wewnętrznym oraz, w miarę możliwości, w Konstytucji;
- samorząd terytorialny oznacza prawo i zdolność społeczności lokalnych, w granicach określonych prawem, do kierowania i zarządzania zasadniczą częścią spraw publicznych na ich własną odpowiedzialność i w interesie ich mieszkańców;
- prawo to jest realizowane przez rady lub zgromadzenia, w których skład wchodzi członkowie wybierani w wyborach wolnych, tajnych, równych, bezpośrednich i powszechnych i które mogą dysponować organami wykonawczymi im podlegającymi⁴;
- podstawowe kompetencje społeczności lokalnych są określone w Konstytucji lub w ustawie. To postanowienie nie wyklucza jednakże możliwości przyznania społecznościom lokalnym uprawnień niezbędnych do realizacji specyficznych zadań, zgodnie z prawem;
- społeczności lokalne mają – w zakresie określonym prawem – pełną swobodę działania w każdej sprawie, która nie jest wyłączona z ich kompetencji lub nie wchodzi w zakres kompetencji innych organów władzy;
- kompetencje przyznane społecznościom lokalnym powinny być w zasadzie całkowite i wyłączne i mogą zostać zakwestionowane lub ograniczone przez inny organ władzy, centralny lub regionalny, jedynie w zakresie przewidzianym prawem;
- każda zmiana granic społeczności lokalnej wymaga uprzedniego przeprowadzenia konsultacji z zainteresowaną społecznością, możliwie w drodze referendum, jeśli ustawa na to zezwala;
- status przedstawicieli wybieranych do władz lokalnych powinien zapewniać swobodne wykonywanie ich mandatu;
- wszelka kontrola administracyjna społeczności lokalnych może być dokonywana wyłącznie w sposób oraz w przypadkach przewidzianych w Konstytucji lub w ustawie;

⁴ Przepis ten nie wyklucza możliwości odwołania się do zgromadzeń obywateli, referendum lub każdej innej formy bezpośredniego uczestnictwa obywateli, jeśli ustawa dopuszcza takie rozwiązanie.

- społeczności lokalne mają prawo, w ramach narodowej polityki gospodarczej, do posiadania własnych wystarczających zasobów finansowych, którymi mogą swobodnie dysponować w ramach wykonywania swych uprawnień;
- wysokość zasobów finansowych społeczności lokalnych powinna być dostosowana do zakresu uprawnień przyznanych im przez Konstytucję lub przez prawo;
- przynajmniej część zasobów finansowych społeczności lokalnych powinna pochodzić z opłat i podatków lokalnych, których wysokość społeczności te mają prawo ustalać, w zakresie określonym ustawą;
- wykonując swoje uprawnienia, społeczności lokalne mają prawo współpracować z innymi społecznościami lokalnymi oraz zrzekać się z nimi – w granicach określonych prawem – w celu realizacji zadań, które stanowią przedmiot ich wspólnego zainteresowania;
- społeczności lokalne mają prawo do odwołania na drodze sądowej w celu zapewnienia swobodnego wykonywania uprawnień oraz poszanowania zasad samorządności terytorialnej, przewidzianych w Konstytucji lub w prawie wewnętrznym.

EKST określa ideę autonomii terytorialnej i stanowi zbiór zasad dotyczących statusu samorządności lokalnej. W Karcie szczególnie wyróżniony został zapis mówiący o niezaprzeczalnym prawie obywateli do uczestnictwa w kierowaniu sprawami publicznymi na szczeblach lokalnych, jako o podstawie funkcjonowania demokratycznego społeczeństwa. Prawa i obowiązki społeczności lokalnych powinny być określane uchwałami poszczególnych parlamentów oraz mieć swoje miejsce w konstytucjach państw.

Określenie statusu społeczności lokalnych według wspólnych zasad ma wspomagać procesy integracyjne w Europie oraz stanowić krok na drodze do decentralizacji władzy. Oprócz postanowień obligatoryjnych, do przestrzegania których zobowiązują się państwa członkowskie Karty, istnieją również przepisy fakultatywne, obejmujące problematykę decentralizacji, kompetencji społeczności lokalnych oraz współpracy międzynarodowej jednostek samorządu terytorialnego (j.s.t.). Art. 2 ust. 1 definiuje samorząd terytorialny jako prawną i rzeczywistą zdolność jednostek terytorialnych do regulowania i kształtowania, w ramach prawa, istotnej części spraw publicznych na własną odpowiedzialność i dla dobra swoich mieszkańców.

Karta jest wynikiem kompromisu, co można zaobserwować np. w tym, że art. 6, zezwalający j.s.t. na samodzielne ustalanie swej struktury organizacyjnej, nie posiada mocy wiążącej. Procedura wyrównawcza na rzecz ochrony słabszych

finansowo jednostek terytorialnych, wprowadzona w art. 9 ust. 5, również nie jest bezwzględnym zaleceniem. Przyczyną tych – w pewnym sensie – niekonsekwencji była bardzo zróżnicowana pozycja jednostek samorządu terytorialnego w państwach członkowskich.

Pozycja samorządu jest wynikiem pojmowania Europy m.in. jako porozumienia regionów. Porozumienie to włącza trzeci szczebel władzy (czyli właśnie jednostki samorządu terytorialnego i władze terytorialne) do procesu integracji i struktur decyzyjnych. Regiony uwzględniają samodzielność niższych szczebli politycznych oraz przybliżają proces decyzyjny do obywateli. J.s.t korzystają z funduszy strukturalnych Unii Europejskiej.

W części drugiej Europejskiej Karty Samorządu Terytorialnego zawarto postanowienia, które mają gwarantować respektowanie przez poszczególne państwa jej podstawowych regulacji. W art. 12 podkreślono minimalny zakres przedmiotowy postanowień, które każda ze stron zobowiązuje się do uznania za wiążące. Ów minimalny zakres obejmuje dwadzieścia paragrafów zawartych w pierwszej części Karty, przy czym z tego co najmniej dziesięć musi być wybranych z art. 12 Karty.

Europejska Karta Samorządu Terytorialnego zawiera także pewne wytyczne w obszarze gospodarki finansowej j.s.t., które muszą być spełnione przez ustawodawstwo krajowe (w tym także obowiązkowe – wymienione wyżej). Karta stanowi więc źródło prawa, w tym także prawa finansowego⁵. Zgodnie z art. 9 Karty odnoszącym się do zasad finansowych społeczności lokalnych:

- 1) społeczności lokalne mają prawo, w ramach narodowej polityki gospodarczej, do posiadania własnych wystarczających zasobów finansowych, którymi mogą swobodnie dysponować w ramach wykonywania swych uprawnień;
- 2) wysokość zasobów finansowych społeczności lokalnych powinna być dostosowana do zakresu uprawnień przyznanych im przez Konstytucję lub przez prawo;
- 3) przynajmniej część zasobów finansowych społeczności lokalnych powinna pochodzić z opłat i podatków lokalnych, których wysokość społeczności te mają prawo ustalać, w zakresie określonym ustawą;
- 4) systemy finansowe, na jakich opierają się zasoby pozostające do dyspozycji społeczności lokalnych, powinny być wystarczająco zróżnicowane i elastyczne, aby mogły w miarę możliwości odpowiadać rzeczywistym zmianom zachodzącym w poziomie kosztów związanych z wykonywaniem uprawnień;

⁵ W. Miemiec, Europejska Karta Samorządu Terytorialnego jako zespół gwarancji zabezpieczających samorządność finansową gmin, „Samorząd Terytorialny”, Nr 10 (1997).

- 5) ochrona społeczności lokalnych, finansowo słabszych, wymaga zastosowania procedur wyrównawczych lub działań równoważących, mających na celu korygowanie skutków nierównego podziału potencjalnych źródeł dochodów, a także wydatków, jakie te społeczności ponoszą. Procedury lub działania tego typu nie powinny ograniczać swobody podejmowania decyzji przez społeczności lokalne w zakresie ich uprawnień własnych;
- 6) społeczności lokalne powinny być konsultowane, w odpowiednim trybie, co do form przyznania im zasobów pochodzących z redystrybucji dochodów;
- 7) o ile jest to możliwe, subwencje przyznane społecznościom lokalnym nie powinny być przeznaczane na finansowanie specyficznych projektów. Przyznanie subwencji nie może zagrażać podstawowej wolności społeczności lokalnej do swobodnego prowadzenia własnej polityki w zakresie przyznanych jej uprawnień;
- 8) dla potrzeb finansowania nakładów inwestycyjnych społeczności lokalne powinny mieć dostęp do krajowego rynku kapitałowego, w granicach określonych prawem.

W zakresie problematyki finansowej z art. 9 EKST należy uwzględnić paragrafy 1, 2 i 3 (trzy pierwsze postanowienia z wyżej wymienionych). Ważną kwestią jest również fakt, iż art. 14 Karty wprowadza obowiązek przekazywania przez dane państwo informacji do Sekretarza Generalnego Rady Europy odnośnie przepisów prawnych i innych rozwiązań zastosowanych w celu dokonania zmian dostosowujących prawo do rozwiązań przyjętych w Karcie.

Konstytucja RP z 2 kwietnia 1997 roku, poprzez odmienne określenie źródeł powszechnie obowiązującego w Polsce prawa, zmieniła także w sposób zasadniczy wagę Europejskiej Karty Samorządu Terytorialnego w całym systemie. Odtąd bowiem pojawiła się możliwość występowania do Trybunału Konstytucyjnego przez organy samorządu terytorialnego z wnioskami o stwierdzenie zgodności z Konstytucją lub Kartą określonej ustawy lub innych przepisów prawa ustanowionych przez naczelne bądź centralne organy państwa.

Ponadto każdy, kto uważa, że jego konstytucyjne wolności lub prawa zostały w jakimś stopniu naruszone, ma prawo złożenia do Trybunału Konstytucyjnego skargi konstytucyjnej w sprawie zgodności z konstytucją ustawy lub innego aktu normatywnego, na podstawie którego sąd lub organ administracji publicznej orzekł w sposób ostateczny o wolnościach lub prawach czy obowiązkach zawartych w Konstytucji⁶.

⁶ Skarga konstytucyjna może być zastosowana jednak dopiero po wyczerpaniu drogi sądowej. Patrz: Polskie prawo finansowe, praca zb. pod red. E. Ruśkowskiego, KIK, Warszawa 1998, s. 8.

Europejska Karta Samorządu Terytorialnego stwarza w zakresie gospodarki finansowej jednostek samorządu terytorialnego pewne określone standardy, które znajdują swoją kontynuację w ustawodawstwie krajowym. Ostatecznie końcowym efektem rozwiązań prawnych bazujących na EKST jest model systemu finansowego państwa, w którym samorząd terytorialny posiada konstytucyjnie i ustawowo zagwarantowane granice autonomii finansowej. Przekazywaniu zadań ze szczebla centralnego do realizacji w jednostkach samorządu terytorialnego powinna towarzyszyć decentralizacja uprawnień w obrębie gromadzenia i wydatkowania zasobów pieniężnych, niezbędnych do prawidłowego wykonywania takich zadań. Rola Europejskiej Karty Samorządu Terytorialnego jest zatem uważana za pozytywną w rozwoju samorządu w Polsce⁷.

Jednym z aspektów samodzielności jednostek samorządu terytorialnego jest, jak już wspomniano, prawo zaciągania zobowiązań do finansowania określonych inwestycji. Uprawnienie to jest zawarte w Europejskiej Karcie Samorządu Terytorialnego⁸:

- dla potrzeb finansowania nakładów inwestycyjnych społeczności lokalne powinny mieć dostęp do krajowego rynku kapitałowego, w granicach określonych prawem;
- j.s.t. powinny mieć, w granicach prawa, dostęp do rynków kapitałowych, w celu uzyskania pożyczek na wydatki kapitałowe – z zastrzeżeniem, że mogą przedstawić swoją zdolność do obsługi długu przez cały okres spłaty przy użyciu własnych dochodów.

Należy podkreślić, iż finansowanie inwestycji (zwłaszcza infrastruktury komunalnej) jest jednym z najważniejszych zadań j.s.t. Wyróżniamy przy tym zewnętrzne i wewnętrzne źródła finansowania inwestycji. Wewnętrznym źródłem finansowania są własne środki budżetowe, które pochodzą z podatków i opłat lokalnych, ale także z gospodarowania mieniem komunalnym.

Coraz częściej wykorzystywane zewnętrzne źródła finansowania dzielą się natomiast na⁹:

- bezzwrotne źródła finansowania, takie jak: subwencje, dotacje, fundusze pomocowe oraz partycypacja finansowa mieszkańców i innych podmiotów;
- zwrotne źródła finansowania: bankowe kredyty komercyjne i preferencyjne, pożyczki wyspecjalizowanych funduszy a także obligacje komunalne.

⁷ Z. Ofiarski, M. Mokrzycki, B. Rutkowski, *Reforma samorządu terytorialnego*, Tom II. Zagadnienia finansowo-prawne, Zachodnie Centrum Organizacji, Szczecin–Zielona Góra 1999, s. 20.

⁸ Europejska Karta Samorządu Terytorialnego (Dz.U. z 1994 Nr 124, poz. 607).

⁹ C. Rudzka-Lorentz, J. Sierak, *Zarządzanie finansami w gminach w: Zarządzanie gospodarką i finansami gminy*, praca zb. pod red. H. Sochackiej-Krysiak, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2003, s. 194–195.

Gminy, powiaty i województwa mogą zaciągać kredyty i pożyczki oraz emitować papiery wartościowe na:

- pokrycie występującego w ciągu roku niedoboru ich budżetów,
- finansowanie wydatków nieznajdujących pokrycia w ich planowych dochodach,
- spłatę wcześniej zaciągniętych zobowiązań z tytułu emisji papierów wartościowych oraz zaciągniętych pożyczek i kredytów,
- sfinansowanie wydatków wpływających na przebieg procesów gospodarczych, takich jak aktywizacja rozwoju gospodarczego, niedopuszczenie do powstania recesji lub jej przeciwdziałanie,
- przedsięwzięcia publiczno-prywatne, które opierają się na partnerstwie.

Dochody zwrotne mogą przyczynić się do zwiększenia wydatków inwestycyjnych gmin, mogą jednak także służyć pokryciu deficytu budżetowego (definiowanego jako różnica między dochodami a wydatkami budżetu jednostki samorządu terytorialnego). Należy przy tym zauważyć, że EKST w art. 9 (punkt 1 i 2) zaleca równowagę finansową, a zatem brak deficytu finansów bieżących.

Deficyt jednostki samorządu terytorialnego może być pokryty wpływami¹⁰:

- ze sprzedaży papierów wartościowych wyemitowanych przez samorząd,
- z kredytów lub pożyczek,
- z prywatyzacji majątku samorządowego,
- z wolnych środków jako nadwyżki środków pieniężnych na rachunku bieżącym budżetu jednostki samorządu, wynikającej z rozliczeń kredytów i pożyczek z ubiegłych lat,
- z nadwyżki budżetu samorządowego z ubiegłych lat.

Pozyskanie zwrotnych źródeł finansowania, bez względu na cel ich przeznaczenia, jest równoznaczne z zaciąganiem długu i wiąże się z ryzykiem jego niekontrolowanego przyrostu. Toteż w polskim systemie prawnym powstał szereg regulacji ostrożnościowych. Pierwszym ograniczeniem dowolności zadłużania jest zapis konstytucyjny ograniczający wysokość długu publicznego do 60% PKB. Ograniczenie to dotyczy zarówno rządu, jak i samorządów. Limit długu nie jest bowiem w żaden sposób podzielony pomiędzy szczeble administracji publicznej.

Szczegółowe regulacje nt. zadłużenia są także zawarte w ustawie o finansach publicznych (art. 112, 113 i 114):

- łączna kwota przypadających do spłaty w danym roku budżetowym rat kredytów i pożyczek, wykupu papierów wartościowych oraz potencjalnych kwot wynikających z udzielonych poręczeń nie może przekroczyć

¹⁰ Art. 12 ust. 2 Ustawy o finansach publicznych.

15% planowanych na dany rok budżetowy dochodów jednostki samorządu terytorialnego,

- łączna kwota długu na koniec roku budżetowego nie może przekraczać 60% dochodów jednostki samorządowej w tym roku.

Istnieje przy tym obowiązek uzyskania opinii regionalnej izby rozrachunkowej w sprawach:

- możliwości sfinansowania deficytu przedstawionego przez jednostkę samorządową,
- prawidłowości załączonej do budżetu prognozy kwoty długu danej jednostki, ze szczególnym uwzględnieniem przestrzegania przepisów ustawy dotyczących uchwalania i wykonywania budżetów lat następnych¹¹.

Specjalne procedury ostrożnościowe przewidziane są w sytuacji, gdy poziom państwowego długu publicznego powiększonego o kwotę przewidywanych wypłat z tytułu poręczeń i gwarancji, udzielonych przez podmioty sektora finansów publicznych przekroczy 50% PKB:

- gdy dług publiczny zawiera się w przedziale 50-55% PKB, deficyt jednostek samorządu terytorialnego wyrażony jako procent dochodów nie może być większy niż deficyt budżetu centralnego, ustalony na poziomie nie wyższym niż w roku poprzednim;
- gdy relacja ta jest większa niż 55% a mniejsza niż 60% PKB, górne ograniczenie stosunku deficytu każdej j.s.t. do jej dochodów, jakie może być uchwalone w budżecie tej jednostki, zostaje zmniejszone poprzez pomnożenie przez współczynnik R, wyliczany w następujący sposób:

$$R = (0,6 - PDP/PKB): 0,05,$$

gdzie: PKB – produkt krajowy brutto, PDP – państwowy dług publiczny, powiększony o kwotę przewidywanych wypłat z tytułu poręczeń i gwarancji udzielonych przez podmioty tego sektora, oznaczają wielkości ogłoszone za poprzedni rok budżetowy. Ponadto łączna kwota przypadających do spłaty w danym roku budżetowym rat kredytów i pożyczek, potencjalnych spłat kwot poręczeń i wykupów papierów wartościowych wyemitowanych przez j.s.t. nie może przekroczyć 12% planowanych dochodów tej jednostki. Oprócz tego j.s.t. muszą zostać objęte programem sanacyjnym;

- gdy relacja państwowego długu publicznego jest nie mniejsza niż 60% PKB, w ogóle nie wolno planować deficytu pokrywanego długiem, j.s.t nie mogą udzielać nowych poręczeń i gwarancji, przy czym zakaz ten obowiązu-

¹¹ Jeśli opinia regionalnej izby obrachunkowej w powyższych sprawach jest negatywna, organ uchwałodawczy jednostki samorządu terytorialnego powinien w tym przedmiocie podjąć odrębną uchwałę.

je także w kolejnym roku budżetowym. Tak jak wcześniej j.s.t. objęte są programem sanacyjnym, którego celem jest zmniejszenie relacji długu publicznego do PKB poniżej poziomu 60%¹².

Prognozy poziomu długu i dochodów j.s.t. podlegają opiniowaniu przez regionalne izby obrachunkowe, co ma wyeliminować praktyki „kreatywnej księgowości”, mające na celu omijanie limitów zadłużenia¹³.

Nadmiernym deficytom budżetowym i niekontrolowanemu przyrostowi długu mają dodatkowo zapobiegać następujące zasady zaciągania zobowiązań przez j.s.t.:

- zobowiązania zaciągnięte na pokrycie niedoboru budżetowego, występującego w ciągu roku, podlegają spłacie lub wykupowi w tym samym roku, w którym zostały zaciągnięte lub wyemitowane. Suma przedmiotowych zobowiązań nie może przekroczyć kwoty określonej w budżecie j.s.t.;
- ubieganie się o udzielenie kredytu lub pożyczki oraz zamiar emisji obligacji przez gminę, powiat lub województwo powinno być poprzedzone wydaniem w tej sprawie przez regionalną izbę rozrachunkową opinii o możliwości spłaty kredytu lub pożyczki albo możliwości wykupu danych papierów wartościowych;
- na finansowanie wydatków nieznajdujących pokrycia w planowanych dochodach gminy, powiatu lub województwa mogą być zaciągane jedynie takie zobowiązania finansowe, których koszty obsługi są ponoszone co najmniej raz do roku, przy czym:
 - dyskonto od emitowanych przez te jednostki papierów wartościowych nie może przekraczać 5% wartości nominalnej,
 - nie jest dopuszczalna kapitalizacja odsetek;

¹² W związku z nowelizacją ustawy o finansach publicznych od 1 maja 2004 roku, omówione ograniczenia nie dotyczą długu zaciągniętego na pokrycie wkładu własnego potrzebnego do skorzystania ze środków funduszy strukturalnych lub Funduszu Spójności Unii Europejskiej. Dotyczy to jednak tylko limitów indywidualnych ustanowionych dla jednostek samorządu terytorialnego, a nie procedur sanacyjnych wynikających z przekroczenia progów ostrożnościowych łącznego długu publicznego. Limity te dotyczą budżetu i gospodarki pozabudżetowej. Nie obejmują jednak działalności za pośrednictwem spółek będących odrębnymi osobami prawnymi.

¹³ Interesującym faktem jest to, że w przypadku ograniczeń samorządu terytorialnego związanych z długiem publicznym wśród badaczy tematu istnieje pogląd, iż niektóre zapisy ustawy o finansach publicznych naruszają Konstytucję. Dla przykładu Z. Gilowska, Finansowanie samorządu terytorialnego według ustaw o finansach publicznych oraz o dochodach jednostek samorządu terytorialnego, „Samorząd Terytorialny”, Nr 3 (1999) dowodzi, że naruszenia te są zbędne ponieważ nawet bez nich możliwe jest utrzymanie dyscypliny finansów publicznych na poziomie lokalnym. Oprócz tego krytyce poddaje się często to, iż przepisy dotyczące długu publicznego są znacznie ostrzejsze wobec samorządu terytorialnego niż wobec innych podmiotów sektora publicznego. Te krytyczne uwagi dotyczą również tego, że ograniczenia są jednakowe dla wszystkich jednostek samorządu terytorialnego bez względu na ich cechy charakterystyczne odnoszące się np. do wielkości budżetu. Patrz: E. Malinowska, W. Misiąg, Finanse publiczne w Polsce. Przewodnik na 2002 r., Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr, Gdańsk 2002.

- gminy, powiaty i województwa nie mogą zaciągać zobowiązań finansowych, których maksymalna wartość nominalna, wyrażona w złotych, nie została ustalona w dniu zawierania transakcji¹⁴;
- jednostki samorządu terytorialnego mają prawo udzielania poręczeń i gwarancji do wysokości określonej w uchwałach budżetowych. Przedmiotowe poręczenia powinny być terminowe i udzielone do określonej kwoty.

W początkowym okresie funkcjonowania j.s.t. korzystanie z instrumentów kredytowych do finansowania swoich zadań było prowadzone na znikomą skalę. Stopniowo jednak, w miarę nabierania odpowiedniej wiedzy i doświadczeń przez władze samorządowe, zainteresowanie instrumentami dłużnymi wydatnie wzrosło. Dużą rolę w ich popularyzacji miało wejście w życie ustawy o obligacjach z 1995 roku¹⁵, która położyła ramy instytucjonalne do pozyskania środków finansowych przez j.s.t tą drogą, a także sugestie zagranicznych organizacji doradczych¹⁶.

Podczas gdy jeszcze w 1995 roku wielkość zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego wynosiła 3 mld zł, na koniec 2001 roku zadłużenie to przekroczyło 12 mld zł¹⁷. Znacznej zmianie uległa także struktura długu – z przewagi zadłużenia niekomercyjnego na dominację kredytów bankowych w puli wszystkich dostępnych instrumentów dłużnych. Coraz częściej j.s.t. finansują się emisją obligacji komunalnych, chociaż dominują tutaj emisje niepubliczne¹⁸.

Nie ulega wątpliwości, że jednym z zagrożeń naszej gospodarki jest poziom długu publicznego¹⁹. Zasadne jest więc pytanie: czy poziom zadłużenia j.s.t. jest wysoki? W 2003 roku dług samorządowy przekroczył ogółem 17,3 mld zł, co stanowiło nieco ponad 3% długu publicznego, podczas gdy udział budżetów jednostek samorządowych w całości wydatków sektora finansów publicznych wyniósł prawie 40%²⁰. Wniosek, jaki można z tego faktu wyciągnąć jest taki, że to nie

¹⁴ Wyjątki od tego ograniczenia ustala Rada Ministrów w drodze rozporządzenia, uwzględniając w szczególności kredyty i pożyczki z instytucji międzynarodowych lub od pożyczkodawców rządowych. Praktycznie wyklucza to zadłużanie się j.s.t. za granicą, o ile nie są to kredyty i pożyczki z instytucji rządowych czy od pożyczkodawców rządowych.

¹⁵ Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach (Dz.U. Nr 83, poz. 420).

¹⁶ Jak np. Bank Światowy i USAID wyrażone w publikacjach: Bitner M., Gmina na rynku kapitałowym: podstawy zarządzania długiem komunalnym, Agencja Rozwoju Komunalnego, Warszawa 1999 oraz R. Stanek, D. Śmiałkowski. Wieloletnie plany inwestycyjne, Municipium SA, Warszawa 2001.

¹⁷ P. Swianiewicz, Finanse lokalne, teoria i praktyka, Municipium SA, Warszawa 2004, s. 172.

¹⁸ Widoczna jest coraz większa świadomość finansowania działalności j.s.t. za pomocą emisji obligacji. Oprócz funkcji kredytowej operacja taka spełnia także funkcję płatniczą (jako swoisty substytut pieniądza); może także przyczynić się do promocji jednostek samorządowych wśród potencjalnych inwestorów.

¹⁹ W 2003 r. dług sektora finansów publicznych przekroczył granicę pierwszego progu ostrożnościowego, który wynosi 50% PKB. Pojawiło się także dość realne ryzyko przekroczenia 60% progu ostrożnościowego już w 2005 roku. Patrz m.in.: M. Radzikowski, Kryzys argentyński. Wnioski dla Polski, C.H. Beck, Warszawa 2004.

²⁰ P. Swianiewicz, Finanse lokalne..., *op. cit.*, s. 174.

wielkość długu samorządowego stanowi zagrożenie, lecz zadłużenie budżetu państwa i związanych z nim funduszy celowych.

W tym kontekście pozytywnie należy ocenić realizację funkcji nadzoru nad działalnością jednostek samorządu terytorialnego. Jest on wykonywany przez Prezesa Rady Ministrów i wojewodów, zaś w zakresie spraw finansowych przez wspomniane już wyżej regionalne izby obrachunkowe²¹. Nadzór ten wykonywany jest z punktu widzenia legalności, celowości, gospodarności i rzetelności. Zakres przedmiotowy spraw objętych nadzorem został różnie określony w poszczególnych ustawach: w ustawie o samorządzie gminnym mówi się o „sprawach budżetowych”, zaś w ustawie o samorządzie wojewódzkim o „sprawach finansowych”. Zadania regionalnych izb rozrachunkowych obejmują natomiast²²:

- nadzór nad działalnością jednostek samorządu terytorialnego w zakresie spraw finansowych,
- kontrolę gospodarki finansowej i zamówień publicznych podmiotów sektora samorządowego wymienionych w ustawie,
- kontrolę sprawozdań kwartalnych z wykonania budżetów jednostek samorządu terytorialnego,
- wydawanie opinii w prawach określonych ustawami (jak np. ustawa o finansach publicznych),
- działalność informacyjną i szkoleniową.

W ramach prowadzonego nadzoru regionalne izby obrachunkowe badają zatem uchwały dotyczące: procedury uchwalania budżetu i jego zmian, zaciągania zobowiązań wpływających na wysokość długu publicznego jednostek samorządu terytorialnego oraz udzielania pożyczek, zasad i zakresu przyznawania dotacji, podatków i opłat lokalnych, a także absolutorium dla rządu.

W przypadku stwierdzenia przez izbę niezgodności uchwał z prawem wszczyna ona postępowanie w sprawie stwierdzenia nieważności takiej uchwały w całości lub części, zaś w wystąpieniu do jednostki kontrolowanej wskazuje nieprawidłowości oraz sposób i termin ich usunięcia. Rozstrzygnięcia nadzorcze mogą być zaskarżane do Naczelnego Sądu Administracyjnego z powodu niezgodności z prawem²³.

²¹ Mówi o tym art. 171 ust. 2 Konstytucji RP. Ustawa z 7 października 1992 r. o regionalnych izbach obrachunkowych (Dz.U. Nr 82, poz. 428 ze zm.) rozwija przepis konstytucyjny i rozszerza uprawnień nadzorcze regionalnych izb rozrachunkowych.

²² C. Rudzka-Lorentz, J. Sierak, Zarządzanie finansami..., *op. cit.*, s. 208.

²³ Krajowa Rada Regionalnych Izb Obrachunkowych, powołana do współpracy 16 niezależnych izb, opracowała katalog uchwał, który po akceptacji kolegów wszystkich izb i uzgodnieniu z wojewodami, wyznacza bardziej szczegółowo zakres nadzoru prowadzonego przez regionalne izby rozrachunkowe.

Bibliografia

1. Bitner M., Gmina na rynku kapitałowym: podstawy zarządzania długiem komunalnym, Agencja Rozwoju Komunalnego, Warszawa 1999.
2. Co to znaczy – czyli podręczny słownik terminów unijnych, „Rzeczpospolita”, 31.03.2003.
3. Europejska Karta Samorządu Terytorialnego (Dz.U. z 1994 Nr 124, poz. 607).
4. Gilowska Z., Finansowanie samorządu terytorialnego według ustaw o finansach publicznych oraz o dochodach jednostek samorządu terytorialnego, „Samorząd Terytorialny”, Nr 3, 1999.
5. Kieres L., Przyszłość regionów, przyszłość reformy, „Rzeczpospolita”, 08.04.1998.
6. Konstytucja RP z 2 kwietnia 1997 r. (Dz.U. z dnia 16 lipca 1997 r.).
7. Kotulski M., Województwo samorządowe jako region europejski (wybrane uwagi na tle Europejskiej Karty Samorządu Terytorialnego) w: Prawne i finansowe aspekty funkcjonowania samorządu terytorialnego, pod red. nauk. S. Dołaty, Tom I „Prawo Samorządowe i administracyjne”, Uniwersytet Opolski, Opole 2000.
8. Malinowska E., Misiąg W., Finanse publiczne w Polsce. Przewodnik na 2002 r., Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr, Gdańsk 2002.
9. Miemiec W., Europejska Karta Samorządu Terytorialnego jako zespół gwarancji zabezpieczających samorządność finansową gmin, „Samorząd Terytorialny”, Nr 10, 1997.
10. Ofiarski Z., M. Mokrzyć, B. Rutkowski, Reforma samorządu terytorialnego, Tom II. Zagadnienia finansowo-prawne, Zachodnie Centrum Organizacji, Szczecin–Zielona Góra 1999.
11. Oświadczenie Rządu RP z dnia 14 lipca 1994 r. (Dz.U. Nr 124, poz. 608).
12. P. Swianiewicz, Finanse lokalne, teoria i praktyka, Municipium SA, Warszawa 2004.
13. Polskie prawo finansowe, praca zb. pod red. E. Ruśkowskiego, KIK, Warszawa 1998.
14. Radzikowski M., Kryzys argentyński. Wnioski dla Polski, C.H. Beck, Warszawa 2004.
15. Stanek R., Śmiałkowski D., Wieloletnie plany inwestycyjne, Municipium, Warszawa 2001.
16. Ustawa z 26 listopada 1998 r. o finansach publicznych.
17. Ustawa z 7 października 1992 r. o regionalnych izbach obrachunkowych (Dz.U. Nr 82, poz. 428).
18. Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach (Dz.U. Nr 83, poz. 420).
19. Zarządzanie gospodarką i finansami gminy, praca zb. pod red. H. Sochackiej-Krysiak, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2003.