

# STUDIA I PRACE KOLEGIUM ZARZĄDZANIA I FINANSÓW

ZESZYT NAUKOWY 66



Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

# SKŁAD RADY NAUKOWEJ „ZESZYTÓW NAUKOWYCH” KZiF

prof. dr hab. Janusz Ostaszewski – przewodniczący  
prof. dr hab. Małgorzata Zaleska – vice przewodnicząca  
dr Emil Ślązak – sekretarz  
prof. dr hab. inż. Jan Adamczyk  
dr hab. Stefan Doroszewicz, prof. SGH  
prof. dr hab. Jan Kaja  
dr hab. Jan Komorowski, prof. PG  
dr hab. Tomasz Michalski, prof. SGH  
prof. dr hab. Zygmunt Niewiadomski  
prof. dr hab. Jerzy Nowakowski  
dr hab. Wojciech Pacho, prof. SGH  
dr hab. Piotr Płoszajski, prof. SGH  
prof. dr hab. Maria Romanowska  
dr hab. Anna Skowronek-Mielczarek, prof. SGH  
dr hab. Teresa Słaby, prof. SGH  
dr hab. Marian Żukowski, prof. UMCS

## Recenzenci

dr Paweł Felis  
prof. dr hab. Marek Garbicz  
dr Robert Jagiełło  
prof. dr hab. Leszek Mindur  
prof. dr hab. Jerzy Nowakowski  
prof. dr hab. Cezary Suszyński  
prof. dr hab. Małgorzata Zaleska

## Redaktor

Ewa Tomkiewicz

© Copyright by Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, 2006

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](mailto:elipsa@elipsa.pl), [www.elipsa.pl](http://www.elipsa.pl)

## SPIS TREŚCI

Od Komitetu Redakcyjnego .....	5
--------------------------------	---

### **CZĘŚĆ PIERWSZA**

SPRAWOZDANIA Z KONFERENCJI .....	9
----------------------------------	---

Sprawozdanie z konferencji naukowej „Bankowość, finanse, ubezpieczenia, rynki kapitałowe w dobie integrującej się Europy” Małgorzata Zaleska .....	11
---	----

Sprawozdanie z konferencji naukowej „Bankowość, finanse, ubezpieczenia, rynki kapitałowe w dobie integrującej się Europy” Robert Jagiełło, Jan Kolesnik, Emil Ślązak .....	13
---	----

### **CZĘŚĆ DRUGA**

ARTYKUŁY PRACOWNIKÓW NAUKOWYCH .....	21
--------------------------------------	----

Przeszkody rozwoju bankowości transgranicznej w Unii Europejskiej Mariusz Zygierewicz .....	23
--	----

Charakterystyka rynku finansowego w Austrii i uwarunkowania jego funkcjonowania oraz rozwoju Małgorzata Zaleska, Monika Domunik .....	42
--	----

Rating kredytowy. Praktyczne aspekty implementacji wewnętrznych modeli oceny ryzyka kredytowego – przykład Niemiec i Japonii Maciej S. Wiatr .....	56
---	----

Opcje rzeczywiste w ocenie projektów inwestycyjnych Robert Jagiełło, Józef Kostecki .....	73
--	----

Zastosowanie techniki Heikin-Ashi na rynku kapitałowym Krzysztof Borowski .....	91
--	----

Underpricing przy pierwszych prywatyzacyjnych ofertach publicznych w Polsce Robert Jagiełło, Piotr Łukasz Sochocki .....	100
---	-----

### **CZĘŚĆ TRZECIA**

ARTYKUŁY UCZESTNIKÓW STUDIÓW DOKTORANCKICH W KOLEGIUM ZARZĄDZANIA I FINANSÓW .....	121
---	-----

Konsolidacja polskiego rynku energetycznego na tle europejskich rynków energetycznych Waldemar Szymański .....	123
---	-----

Federalizm fiskalny a koncepcja demokracji wielopoziomowej Izabela Kuligowska .....	137
--	-----

Tożsamość przedsiębiorstwa – geneza pojęcia, jego ewolucja i dylematy związane z klasyfikacją Bożena Wyszomierska .....	146
--	-----

Etapy ewolucji bankowości elektronicznej Andrzej Kulis .....	159
---	-----



## OD KOMITETU REDAKCYJNEGO I RADY PROGRAMOWEJ

Prezentowany zeszyt naukowy Nr 66 z serii „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów” Szkoły Głównej Handlowej składa się z trzech części. W pierwszej przedstawiono sprawozdania z Międzynarodowej Konferencji Katedr Finansowych pt.: „Bankowość, finanse, ubezpieczenia, rynki kapitałowe w dobie integrującej się Europy”, która miała miejsce w dniach 14–16 września 2005 roku w Mikołajkach. Na konferencję zgłoszono 223 opracowania naukowe, a grono uczestników liczyło 326 osób. Organizatorami konferencji były Katedra Bankowości i Katedra Finansów Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie. W drugiej części zaprezentowano wyniki badań, studiów porównawczych i analiz przeprowadzonych przez pracowników naukowych Kolegium Zarządzania i Finansów SGH oraz osób współpracujących z nimi. Natomiast na trzecią złożyły się publikacje uczestników seminariów doktorskich, realizowanych w ramach Kolegium.

Wszystkie opublikowane opracowania uzyskały pozytywne recenzje, w których wysoko oceniono aktualność i duże znaczenie poruszanej problematyki, zarówno dla nauki, jak i praktyki gospodarczej.

Drugą część zeszytu otwiera analiza autorstwa dr M. Zygierewicza, w której scharakteryzowano uwarunkowania rozwoju bankowości transgranicznej w Unii Europejskiej. Autor wskazuje na utrzymywanie się licznych i poważnych barier prawnych rozwoju działalności banków w skali międzynarodowej. Wyraża przy tym pogląd, iż pomimo znaczących postępów w zakresie harmonizacji prawnych rozwiązań unijnych w zakresie działania banków, proces tworzenia jednolitego rynku usług bankowych w Unii Europejskiej nie zakończy się w najbliższej przyszłości.

Z kolei, prof. dr hab. M. Zaleska i mgr M. Domunik w swojej publikacji dokonują wszechstronnej charakterystyki mechanizmów funkcjonowania rynku

finansowego w Austrii, wskazując na rosnącą konkurencyjność banków austriackich w Europie Środkowo-Wschodniej. Ponadto, przeanalizowano kierunki zasadniczych zmian w otoczeniu prawnym rynku finansowego w Austrii, w wyniku wprowadzania nadzoru zintegrowanego.

W publikacji autorstwa prof. dr hab. M. S. Wiatra zaprezentowano zasady konstrukcji najnowszego modelu ratingowego, wykorzystywanego do zarządzania ryzykiem kredytowym w Grupie Finansowej niemieckich Kas Oszczędnościowych oraz w banku japońskim działającym w skali międzynarodowej. Analiza głównych zalet i ograniczeń zastosowania modelu ratingowego posłużyła Autorowi do identyfikacji głównych przesłanek szerszego wykorzystania tego modelu w polskim sektorze bankowym przy jednoczesnym uwzględnieniu rozwiązań postulowanych przez Komitet Bazylejski w Nowej Umowie Kapitałowej.

Analiza efektywności projektów inwestycyjnych jest podstawą badań dr R. Jagiełło i mgr J. Kosteckiego, którzy w swoim opracowaniu przedstawili teorię opcji finansowych. Autorzy wykazali duże znaczenie tego instrumentu dla procesu oceny inwestycji przedsiębiorstw w aktywa rzeczowe w warunkach niepewności. Przeanalizowano przy tym istniejące przesłanki oraz ograniczenia stosowania opcji rzeczywistych w praktyce, wskazując na fakt, iż wykorzystanie teorii opcji finansowych stanowi niezbędne uzupełnienie tradycyjnych metod oceny projektów inwestycyjnych, realizowanych za pomocą zdyskontowanych przepływów pieniężnych.

W publikacji autorstwa dr K. Borowskiego przedstawiono konstrukcję techniki Heikin-Ashi wykorzystywanej do rozwoju efektywności klasycznego instrumentu analizy technicznej rynku akcji, tj. techniki świec japońskich. Autor zaprezentował główne zalety wykorzystania techniki Heikin-Ashi przez inwestorów giełdowych, wskazując na redukcję tzw. szumu informacyjnego i możliwość uzyskania dzięki temu bardziej klarownego obrazu rynku akcji w analizowanym okresie.

W kończącej drugą część zeszytu opracowaniu autorstwa dr R. Jagiełło i mgr P. Sochockiego przedstawiono uwarunkowania wykorzystania narzędzi analizy pierwszych ofert publicznych, w procesie prywatyzacji w Polsce. Szczególne znaczenie pod tym względem autorzy publikacji przypisali metodzie underpricingu, szeroko analizując jej efektywność na podstawie przykładów empirycznych.

W trzeciej części niniejszego zeszytu, doktoranci w swoich publikacjach poruszają szerokie spektrum zagadnień z zakresu polityki fiskalnej i pieniężnej oraz rozwoju bankowości elektronicznej.

W otwierającym tę część zeszytu opracowaniu mgr W. Szymański zaprezentował rozwiązania rynkowe i zasady działania przedsiębiorstw na rynku energetycznym w wybranych krajach Unii Europejskiej. Jako cel artykułu przyjęto wskazanie kierunków potencjalnych rozwiązań rynku energetycznego w Polsce, w wyniku wprowadzenia mechanizmów rynkowych do jego działalności. Autor wskazał przy tym na wzrost ryzyka inwestycyjnego, na które składa się niesta-

bilność cen energii oraz ryzyka związanego z rozdzieleniem produkcji energii od jej przesyłu.

Mgr I. Kuligowska dokonała analizy zjawisk makroekonomicznych, koncentrując swoją uwagę na rozwiązaniach fiskalnych w warunkach demokracji wielopoziomowej. Jako podstawę swoich rozważań Autorka przyjęła twierdzenie o występowaniu współzależności pomiędzy zakresem kompetencji politycznych i ekonomicznych, uzyskiwanych przez władze regionalne.

Obszarem badań mgr B. Wyszomierskiej jest analiza tożsamości przedsiębiorstwa. Autorka przedstawia genezę tego pojęcia, a następnie opisuje jego ewolucję w literaturze przedmiotu, wyróżniając także główne dylematy związane z klasyfikacją koncepcji istoty działalności przedsiębiorstwa.

Główne etapy ewolucji bankowości elektronicznej, ze szczególnym uwzględnieniem bankowości internetowej, stanowią podstawę opracowania przygotowanego przez mgr A. Kulisa. Autor wskazuje na główne korzyści i podstawowe ograniczenia rozwoju tego innowacyjnego kanału dystrybucji produktów i usług bankowych. Ponadto poprzez opis działalności głównych banków internetowych w Polsce, tj. mBank, Inteligo i Volkswagen Bank Polska, zaprezentowano podstawowe założenia modelu biznesowego instytucji bankowej, wykorzystującej w praktyce operacyjnej przede wszystkim elektroniczne formy kontaktu z klientami.

Zaprezentowane w niniejszym zeszycie publikacje pracowników naukowych oraz osób przygotowujących dysertacje doktorskie umożliwiają zapoznanie się z interesującymi wynikami badań, a tym samym stanowią podstawę do wymiany poglądów oraz inspirację do dalszych studiów i analiz. Niniejsze wydawnictwo, podobnie jak poprzednie zeszyty z tej serii, ma zasięg europejski, gdyż wysłane jest do bibliotek ekonomicznych, ośrodków naukowych oraz instytucji centralnych w Polsce i innych krajach.

Życząc czytelnikom interesującej lektury i dziękując wszystkim, którzy przyczynili się do powstania kolejnego zeszytu naukowego Kolegium Zarządzania i Finansów, zwłaszcza Autorom i Recenzentom, łączymy wyrazy szacunku i uznania.

Prof. dr hab. Małgorzata Zaleska  
Dr Emil Ślązak





## **CZĘŚĆ PIERWSZA**

### **SPRAWOZDANIA Z KONFERENCJI**



Małgorzata Zaleska  
Szkoła Główna Handlowa

## **Sprawozdanie z konferencji naukowej „Bankowość, finanse, ubezpieczenia, rynki kapitałowe w dobie integrującej się Europy”**

W dniach 14–16 września 2005 roku w Mikołajkach odbyła się Międzynarodowa Konferencja Katedr Finansowych pt.: „Bankowość, finanse, ubezpieczenia, rynki kapitałowe w dobie integrującej się Europy”. Organizatorami konferencji były Katedra Bankowości i Katedra Finansów Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, przy wsparciu sponsora głównego: Banku Gospodarstwa Krajowego, a także sponsorów: PKO Banku Polskiego SA, Inteligo Financial Services SA (sponsora głównego wśród banków internetowych), Biura Informacji Kredytowej SA, CA IB Polska SA, PZU SA, Telekomunikacji Polskiej SA oraz Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie i Narodowego Banku Polskiego. Osobami odpowiedzialnymi za merytoryczne przygotowanie konferencji i jej przebieg byli: prof. dr hab. Jerzy Nowakowski, prof. dr hab. Janusz Ostaszewski i prof. dr hab. Małgorzata Zaleska.

W konferencji wzięło udział 326 osób, a wśród nich osoby związane z polską praktyką bankową, m.in.: p. Andrzej Dorosz – Prezes Zarządu Banku Gospodarstwa Krajowego, p. Krzysztof Pietraszkiewicz – Prezes Związku Banków Polskich, p. Krzysztof Markowski – Prezes Biura Informacji Kredytowej SA, p. Jacek Komaracki – Prezes Inteligo Financial Services SA, p. Andrzej Lewkowicz – Dyrektor PKO Banku Polskiego SA oraz liczni przedstawiciele nauki polskiej, zajmujący się problematyką bankową, finansową i ubezpieczeniową, skupieni wokół najważniejszych ośrodków naukowych w naszym kraju. W konferencji udział wzięli również goście z uczelni ekonomicznych Federacji Rosyjskiej i Mongolii.

Na konferencję przygotowano 223 opracowania naukowe, zgłębiające tematykę konferencji, które zostały opublikowane w formie sześciotomowej monografii i udostępnione wszystkim uczestnikom. Poszczególne tomy zostały zatytułowane następująco: „Wybrane zagadnienia teorii oraz praktyki finansów” – monografia stanowiąca podstawę do dyskusji, „Bankowość”, „Finanse”, „Finanse przedsiębiorstwa”, „Rynki kapitałowe” i „Ubezpieczenia”.

Przybyłych na konferencję gości powitali: Dziekan Kolegium Zarządzania i Finansów SGH – prof. dr hab. Janusz Ostaszewski oraz Kierownik Katedry Bankowości SGH – prof. dr hab. Jerzy Nowakowski. Uroczystego otwarcia kon-

ferencji dokonał Rektor SGH – prof. dr hab. Adam Budnikowski. Z prezentacjami inauguracyjnymi wystąpili:

- prof. dr hab. Ryszard Szewczyk, „Fatalny błąd keynesizmu”,
- prof. dr hab. Leszek Dziawgo, „Era postbankowości”,
- dr Krzysztof Jackowicz, „Ocena trzeciego filaru Nowej Umowy Kapitałowej”.

W trakcie trzydniowych obrad dyskutowano nad aktualnymi problemami bankowości, finansów i ubezpieczeń. Odrębną sesję plenarną poświęcono dyskusji nad projektem standardu kształcenia na kierunku finanse i bankowość. Podsumowania obrad, prezentacji wniosków i postulatów, dokonali młodzi pracownicy nauki – ich sprawozdanie zostało opublikowane w prezentowanym Zeszycie. Tym samym dokonano symbolicznego przekazania „pałeczki” młodym pracownikom nauki przez doświadczonych przedstawicieli nauki.

*Prof. dr hab. Małgorzata Zaleska*

Robert Jagiełło, Jan Koleśnik, Emil Ślęzak  
Szkola Główna Handlowa

## **Sprawozdanie z konferencji naukowej „Bankowość, finanse, ubezpieczenia, rynki kapitałowe w dobie integrującej się Europy”**

W trakcie konferencji trzydniowe obrady koncentrowały się wokół czterech bloków tematycznych:

- 1) Ewolucja bankowości i kierunki jej dalszego rozwoju,
- 2) Problemy rozwoju sektora przedsiębiorstw,
- 3) John Maynard Keynes – polemika z teorią,
- 4) Nowe kierunki kształcenia ekonomistów.

### **1. Ewolucja bankowości i kierunki jej dalszego rozwoju**

W ramach problematyki ewolucji bankowości opracowania naukowe i dyskusje dotyczyły trzech nurtów, na które składały się:

- zmierzch tradycyjnej bankowości depozytowo-kredytowej,
- rozwój elektronicznych kanałów dystrybucji produktów i usług bankowych,
- strategii wspólnego wzrastania jako wizji nowoczesnej bankowości.

W odniesieniu do pierwszego zagadnienia prof. dr hab. L. Dziawgo dokonując analizy obecnego stanu i dalszych kierunków rozwoju bankowości w Polsce stwierdził, że obecnie bankowość ewoluuje z modelu bankowości depozytowo-kredytowej w kierunku coraz szerszego uniwersalizmu. Proces ten jest wywołany zarówno czynnikami systemowymi, jak i regulacyjnymi. Z jednej strony procesy globalizacji przyczyniają się do wzrostu konkurencji na rynkach finansowych, powodując zmniejszenie roli banków jako pośredników finansowych, z drugiej strony deregulacja systemów finansowych umożliwia rozszerzanie działalności banków o pozabankowe usługi finansowe, produkty ubezpieczeniowe oraz szeroko rozumiane doradztwo w realizacji procesów inwestycyjnych. Efektem tego jest zauważalna już na świecie konsolidacja instytucji bankowych z firmami ubezpieczeniowymi, tudzież innymi instytucjami finansowymi, zmierzająca do powstania konglomeratów finansowych kompleksowo i wszechstronnie świadczących produkty i usługi finansowe.

Ponadto, wielu prelegentów zwróciło uwagę na dynamiczne zmiany regulacyjno-prawne w sektorze bankowym. Ten obszar badań został szeroko przeanalizowany przez dr K. Jackowicza i dr A. Balcerzak-Krymarys. Pierwszy z prelegentów przedstawiał zagadnienia związane z wdrożeniem trzeciego filaru Nowej Umowy Kapitałowej. Natomiast dr A. Balcerzak-Krymarys zaprezentowała nowe, międzynarodowe standardy w bankowości, akcentując rosnące znaczenie tzw. dobrych praktyk w zarządzaniu instytucjami bankowymi.

Powyższe zagadnienia mają niezwykle wysokie znaczenie dla kształtowania otoczenia prawnego współczesnych banków, gdyż określają kierunki ewolucji wpływu nadzoru na sektor bankowy. Coraz większe znaczenie w tym zakresie należy przypisać rosnącemu oddziaływaniu podmiotów zewnętrznych (tj. wierzycieli, depozytów etc.) na poziom akceptowalnego ryzyka przez bank. Proces ten zachodzi w warunkach krystalizowania się nieformalnych standardów i powszechnie akceptowanych, choć nieskodyfikowanych, zasad prowadzenia działalności bankowej.

Z interesującą koncepcją uwarunkowań rozwoju nowoczesnych metod szacowania ryzyka kredytowego wystąpił dr Z. Krysiak, który przedstawił założenia modelu opcyjnego, bazującego na oczekiwanym prawdopodobieństwie niewypłacalności dla szacowania kapitału ekonomicznego, pokrywającego nieoczekiwane straty z tytułu ryzyka kredytowego. Autor wystąpienia podkreślił znaczenie informacji w konstrukcji metod ilościowych, które przede wszystkim bazują na danych historycznych. Wysokie znaczenie dobrych jakościowo danych eksponował także dr W. Rogowski (Dyrektor BIK SA) oraz Prezes ZBP K. Pietraszkiewicz. W ich koncepcji dostęp do informacji jest podstawą do efektywnego działania banku, w tym optymalizacji metod kwantyfikacji i zarządzania ryzykiem.

W drugim aspekcie ewolucji działalności bankowej prelegenci dużo uwagi poświęcali rosnącemu znaczeniu elektronicznych kanałów dystrybucji usług i produktów bankowych, upatrując w nich szans dalszego rozwoju bankowości. Wzrost znaczenia nowoczesnych form kontaktu banku z klientami jest czynnikiem zwiększającym poziom „ubankowienia” społeczeństwa polskiego, odzwierciedlany w rosnącej liczbie otwieranych rachunków bankowych i coraz szerszym korzystaniu z bogatszej oferty produktów i usług. Elektroniczne formy komunikacji klienta z bankiem stworzyły nowe możliwości rozwoju bankowości detalicznej. Banki chcąc pozyskać i utrzymać klientów detalicznych, upowszechniają usługę bankowości prywatnej (*private banking*), liberalizując warunki, których spełnienie umożliwia zaoferowanie indywidualnej opieki doradcy bankowego. Należy przy tym zaznaczyć, że w ofercie usług bankowości prywatnej znajdują się nie tylko produkty i usługi typowo bankowe (depozyty, kredyty, przelewy, negocjowane stawki procentowe czy kursy walut), ale także produkty ubezpieczeniowe, doradztwo inwe-

stycyjne, celowe plany oszczędzania, a nawet pomoc w zakupie nieruchomości czy dzieł sztuki.

Dr W. Rogowski wskazał na szerokie perspektywy rozwoju wciąż mało popularnych, zdalnych form kontaktu klienta z bankiem za pomocą telefonów stacjonarnych i komórkowych. Wzrost znaczenia kanałów elektronicznych w dystrybucji usług bankowych sprzyja kształtowaniu się nowej formy relacji pomiędzy bankiem a klientem. W tym aspekcie należy wyróżnić tendencje do rosnącej indywidualizacji modelu obsługi, w ramach którego klient ma możliwość samodzielnego wyboru formy, czasu, miejsca i zakresu usług bankowych. Ponadto, częste kontakty klienta z bankiem w kanałach elektronicznych zwiększają zdolności banku do pozyskania dużej liczby danych o potrzebach i preferencjach klientów. Dzięki temu dochodzi do pogłębienia procesu segmentacji klientów bankowych już na poziomie niewielkich ich grup, tzw. klastrów. W oparciu o tę mikrosegmentację klientów bank tworzy kompleksowy pakiet usług finansowych, realizując odrębny model strategii obsługi, dopasowany do specyficznych potrzeb ograniczonej liczby klientów.

Prezes ZBP K. Pietraszkiewicz podkreślał dynamiczny rozwój elektronicznych instrumentów płatniczych oraz wzrost znaczenia obrotów bezgotówkowych w polskim społeczeństwie. Szczególnie szybko wzrasta liczba emitowanych kart płatniczych, których liczba w pierwszym kwartale 2005 roku przekroczyła 18 mln sztuk. Warto zauważyć, że pomimo dynamicznego wzrostu kart kredytowych, wciąż aż 80% kart znajdujących się w obrocie ma charakter debetowy.

W odniesieniu do oferty kierowanej do podmiotów gospodarczych zauważalne jest pakietowanie produktów i usług bankowych, pozwalające na świadczenie – w ramach obsługi rachunku bieżącego – dodatkowych usług, jak: automatyczny kredyt w rachunku bieżącym, karta płatnicza, możliwość korzystania z elektronicznych form komunikacji z bankiem. Dodatkowo dyrektor PKO BP SA A. Lewkowicz podkreślił pomocną rolę banków jako doradców w zakresie pozyskiwania przez przedsiębiorstwa środków z unijnych funduszy pomocowych.

Niezbędnym warunkiem rozwoju bankowości elektronicznej jest stałe utrzymywanie przez bank wysokiej efektywności procedur bezpieczeństwa. Oznacza to, że innowacyjne kanały dystrybucji usług bankowych zwiększają ryzyko utraty reputacji banku w następstwie informacji o oszustwach dokonanych poprzez manipulację danymi w systemach informatycznych banków. Tym samym banki zagraniczne, które rozpoczynają działalność operacyjną w Polsce, w oparciu o przeanalizowaną przez prof. dr hab. M. Zaleską koncepcję „jednolitego paszportu bankowego”, mogą szybko zdobyć trwałą przewagę konkurencyjną w zakresie usług bankowości elektronicznej, prezentując klientom wysoką wiarygodność w oparciu o wysoki standard stosowanych zabezpieczeń.

Trzecia problematyka w zakresie ewolucji kształtu współczesnej bankowości została zaprezentowana przez prezesa ZBP K. Pietraszkiewicza i koncentrowała się wokół nowej koncepcji funkcjonowania sektora bankowego, zwanej „Strategią Wspólnego Wzrastania”. Według założeń tej strategii banki powinny dążyć do realizacji nie tylko celów postawionych przez akcjonariuszy, ale także dbać o rozwój motywacji swoich pracowników i podejmować działania ważne z punktu widzenia interesu ogólnospołecznego, jak również wzrostu makroekonomicznego. Strategia Wspólnego Wzrastania, jako immanentny warunek rozwoju banku, uwzględnia także konieczność realizacji potrzeb klientów, szczególnie indywidualnych oraz małych i średnich przedsiębiorstw. W wyniku realizacji tak postawionych celów banki stają się ważnym czynnikiem tworzenia tzw. dobrobytu społecznego (ang. *social welfare*).

Jako praktyczny przykład realizacji takiej strategii dr R. Jagiełło wskazał na działalność powołanego w 1956 roku Council of Europe Development Bank (CEB). Głównym celem tego międzynarodowego banku z siedzibą w Paryżu jest realizacja funkcji ważnych z perspektywy całego społeczeństwa, a nie przesłanek czysto komercyjnych. Prezes BGK A. Dorosz wskazał na współpracę Banku Gospodarstwa Krajowego z CEB w zakresie finansowania programów rozwoju budownictwa mieszkaniowego w ramach programu Krajowego Funduszu Mieszkaniowego. Dr R. Jagiełło podkreślił natomiast fakt, iż banki w Polsce podejmują wciąż zbyt wąską współpracę z ponadnarodowymi instytucjami finansowymi (m.in. Europejski Bank Inwestycyjny, Europejski Fundusz Inwestycyjny) w celu realizacji ważnych społecznie programów. Według prezesa BGK A. Dorosza Strategia Wspólnego Wzrastania tworzy przesłanki dla pomyślnego funkcjonowania „banków niszowych”. W tym kontekście BGK bardzo często realizuje zadania niekomercyjne, ale ważne z punktu widzenia interesu społecznego. Z uwagi na ograniczone zasoby finansowe budżetu państwa oraz komercyjnego charakteru funkcjonowania BGK, perspektywę rozwoju współpracy tego banku z instytucjami ponadnarodowymi należy uznać za szczególnie pożądaną.

## 2. Problemy rozwoju sektora przedsiębiorstw

Drugim blokiem tematycznym, poruszonym na konferencji, była problematyka rozwoju sektora przedsiębiorstw. Prelegenci zwracali szczególną uwagę na uwarunkowania rozwoju sektora MSP w Polsce, rozważając zarówno ograniczenia finansowe (np. dostęp do kapitału, brak planowania finansowego, niedostateczne zabezpieczenia zaciąganych kredytów), jak i pozafinansowe (dostęp do informacji o kontrahentach, współpraca z bankami i ośrodkami naukowymi, wpływ polityki



gospodarczej czy też relatywnie niski wskaźnik przeżywalności nowo powstających przedsiębiorstw).

Kilka opracowań naukowych i wystąpień uczestników, w tym prezesa A. Dorosza z Banku Gospodarstwa Krajowego, poświęcono funduszom poręczeń kredytowych. W wystąpieniach tych lokalne i regionalne fundusze poręczeniowe oraz Fundusz Poręczeń Unijnych były wskazywane jako panaceum na trudności przedsiębiorstw z segmentu MSP w pozyskiwaniu kredytów bankowych, wynikające z braku czy też niedostatecznych zabezpieczeń.

Jako drugi warunek rozwoju sektora MSP wskazywano zmianę polityki dostępu do informacji. Znamienne w tej kwestii były wypowiedzi prezesa Związku Banków Polskich K. Pietraszkiewicza oraz przedstawicieli Biura Informacji Kredytowej SA, którzy odnieśli się do braku zrozumienia dla tej kwestii ze strony Generalnego Inspektora Ochrony Danych Osobowych oraz nowych inicjatyw prawnych w tym zakresie, które mogą spowodować bezpowrotną utratę szeregu informacji o klientach banków. Podkreślano przy tym, iż ułatwiony dostęp do informacji będzie służył nie tylko bankom, ale przede wszystkim przedsiębiorstwom, umożliwiając eliminację zatorów płatniczych oraz zmniejszając zagrożenie wystąpienia problemów finansowych w poszczególnych przedsiębiorstwach.

Kwestia współpracy przedsiębiorstw z bankami i ośrodkami naukowymi była szczególnie podnoszona przez prof. dr hab. A. Bielawską, która na podstawie własnych badań stwierdziła, że kooperacja banków z małymi i średnimi przedsiębiorstwami nie układa się dobrze m.in. dlatego, iż przedsiębiorstwa te w dalszym ciągu nie są traktowane przez banki jako pełnoprawni partnerzy.

Prelegenci zwrócili także uwagę na podobne problemy we współpracy przedsiębiorstw z ośrodkami naukowymi i uczelniami. W większości przypadków współpraca ta dotyczy jedynie rozwiązywania konkretnych problemów finansowych lub prawnych z całkowitym pominięciem badań podstawowych czy rozwiązań systemowych. Zdaniem uczestników konferencji (m.in. dr P. Russela w wystąpieniu poświęconym regulacjom prawnym, dotyczącym leasingu) także nielogiczna i zmienna polityka gospodarcza państwa nie wspiera rozwoju przedsiębiorczości w Polsce. Wszystkie powyższe przeszkody i utrudnienia powodują jednak bardzo niską żywotność nowopowstających przedsiębiorstw, która jak wskazała prof. dr hab. A. Bielawska jest prawie dwukrotnie niższa niż w starych krajach Unii Europejskiej.

Drugi aspekt z zakresu finansów przedsiębiorstw, jaki był podnoszony przez prelegentów, to kwestia optymalizacji struktury kapitału. Z wielu opracowań naukowych i wystąpień wynikał wniosek, iż to dostępność kapitału – a nie jego koszt – decyduje, jakie źródło zostanie wybrane przez przedsiębiorstwo. W świetle prezentowanych wyników badań okazuje się, iż małe i średnie przedsiębior-

stwa, a zwłaszcza mikroprzedsiębiorstwa, w ponad 70% finansują swoją działalność z kapitałów własnych. Trudno zatem mówić o wzroście zatrudnienia w przedsiębiorstwie czy o wzroście produkcji, jeśli tylko kapitał własny ma być podstawą rozwoju przedsiębiorstwa. Uczestnicy doszli tym samym do wniosku, iż z powodu braku swobodnego wyboru źródeł finansowania nie można mówić o minimalizacji średniego ważonego kosztu kapitału. Koszt ten bowiem jest jedynie uzależniony od kosztu dostępnego kapitału.

### **3. John Maynard Keynes – polemika z teorią**

Trzecim nurtem konferencji była polemika z teorią Keynesa. To inspirujące i skłaniające do dyskusji zagadnienie zostało zapoczątkowane wystąpieniem prof. dr hab. R. Szewczyka, który w krytyczny sposób odniósł się do takich aspektów tej teorii, jak: wiara w produkcję, pieniądź i zatrudnienie, podejście podmiotowe i przedmiotowe w równaniu dochodu narodowego, paradoks roli importu w gospodarce czy też znaczenie efektów mnożnikowych. W dyskusji, która miała następnie miejsce, zarówno obrońcy, jak i przeciwnicy teorii Keynesa podkreślali, iż tak jak każda teoria, również teoria Keynesa musi być ograniczona. Gospodarka jest bowiem na tyle skomplikowana i złożona, że ogarnięcie wszystkich czynników determinujących ją nie jest możliwe. Jeżeli chcemy tworzyć jakąkolwiek teorię, to musi być ona oparta na dokonanych założeniach. Szczególnie duże kontrowersje wzbudziła rola importu w teorii Keynesa. Zdaniem uczestników konferencji Keynes nie kwestionował jednak wymiany międzynarodowej, a posługiwanie się przez niego nadwyżką w handlu zagranicznym zamiast osobno eksportem i importem świadczy o tym, że dostrzegał on pozytywny wpływ importu na gospodarkę. Prelegenci uznali jednak, że żadna teoria nie stanowi gotowej recepty na problemy gospodarcze, a jedynie drogowskaz, w którym kierunku można podążać. Podkreślił to w swoim wystąpieniu prof. dr hab. S. Flejterski stwierdzając, iż praktycy nie szukają rozwiązania codziennych problemów w teoriach, ale traktują je jako zaledwie wyznacznik przy podejmowaniu decyzji. Zdaniem prelegentów niepodważalną zaletą teorii Keynesa jest jednak fakt, iż stała się ona źródłem nowych nurtów ekonomicznych i to zarówno nurtów będących jej kontynuacją, jak i całkowitym zaprzeczeniem.

### **4. Nowe kierunki kształcenia ekonomistów**

Ostatnim, czwartym nurtem, który został podjęty na konferencji, była kwestia nowych kierunków kształcenia ekonomistów. Jako pierwsza zagadnienie to poru-

szyła prof. dr hab. A. Bielawska, mówiąc o problemach w relacjach pomiędzy ośrodkami naukowymi, badawczymi a przedsiębiorstwami. Zaznaczyła przy tym konieczność zwiększenia roli edukacji i szkoleń z zakresu przedsiębiorczości stwierdzając, iż wyższy poziom edukacji właścicieli mikroprzedsiębiorstw zdecydowanie zwiększa wskaźnik przeżywalności takiego przedsiębiorstwa.

Najistotniejszy problem związany z nowymi kierunkami kształcenia ekonomistów, jaki został poruszony na konferencji, to standaryzacja programów nauczania. W swoim wystąpieniu prof. dr hab. M. Zaleska zaprezentowała projekt standardów na kierunku finanse i bankowość, który opracowała jako ekspert powołany przez Ministra Edukacji Narodowej i Sportu. Podczas dyskusji nad tym zagadnieniem wszyscy uczestnicy zgodzili się, iż stworzenie elastycznych i przejrzystych programów nauczania będzie największym wyzwaniem dla uczelni ekonomicznych w czasie kolejnych kilkunastu miesięcy. Zdaniem prelegentów nowa ustawa o szkolnictwie wyższym daje szerokie możliwości współpracy między uczelniami, które należy wykorzystane pozwolą na stworzenie programów nauczania, uwzględniających nieustające zmiany w obszarze finansów krajowych, jak i międzynarodowych, przez co zostanie zapewniony praktyczny charakter kształcenia przyszłych ekonomistów.

Ważnym aspektem poruszonym przez prof. dr hab. K. Jajugę są nowe obszary do zagospodarowania w zakresie programów kształcenia, do których należą np. kształcenie rzeczoznawców majątkowych czy też wzrost znaczenia finansów osobistych oraz finansów behawioralnych, uwzględniających elementy kulturowe, a nawet psychologię lub neurofizjologię. Oprócz szans rozwoju kształcenia ekonomistów w Polsce podczas dyskusji omówiono obawy licznych prelegentów związane w szczególności z wprowadzoną przez ustawę o szkolnictwie wyższym możliwością otwierania filii przez uczelnie zagraniczne w Polsce. Na tę konkurencję uczelni zagranicznych, jak zaznaczono na konferencji, musi zostać zwrócona szczególna uwaga, a jedyną skuteczną formą obrony będzie stałe zwiększanie jakości kształcenia.

Podsumowując trzydniowe obrady i biorąc pod uwagę, że w konferencji obok pracowników nauki uczestniczyli przedstawiciele banków i instytucji finansowych działających w Polsce, wyrażono nadzieję, że formułowane na sympozjum wnioski i postulaty znajdą odzwierciedlenie w rzeczywistości, przyczyniając się do poprawy warunków funkcjonowania sektora finansowego oraz sektora przedsiębiorstw w strukturach Unii Europejskiej.

*dr Robert Jagielto*  
*dr Jan Koleśnik*  
*dr Emil Ślęzak*



**CZĘŚĆ DRUGA**

**ARTYKUŁY PRACOWNIKÓW NAUKOWYCH**



Mariusz Zygierewicz  
Związek Banków Polskich

## **Przeszkody rozwoju bankowości transgranicznej w Unii Europejskiej**

### **1. Wprowadzenie**

W marcu 2000 roku Unia Europejska przyjęła swój najważniejszy obecnie program społeczno-gospodarczy – Strategię Lizbońską. Podstawowym przesłaniem tego programu było uczynienie z Unii Europejskiej wiodącej gospodarki świata do 2010 roku i tym samym zdystansowanie pozycji Stanów Zjednoczonych. Realizacji tego ambitnego przedsięwzięcia miało służyć podejmowanie działań regulacyjnych, dla lepszego wykorzystania potencjału Unii Europejskiej. Działania miały być prowadzone w kilku kluczowych obszarach. Wśród nich znajdowały się takie, jak liberalizacja i integracja rynków, których proces tworzenia wspólnego rynku dotknął dotychczas tylko w niewielkim stopniu (dotyczy to m.in. usług finansowych), a także rozwój przedsiębiorczości (czemu służyć miał np. łatwiejszy dostęp do kapitału). Wymienienie tych działań wskazywało na znaczenie, jakie przywiązywano w Strategii Lizbońskiej do rozwoju rynku usług finansowych – w tym bankowego.

Potrzeba większej liberalizacji rynku usług bankowych wynika z przeprowadzonych analiz wskazujących na wysoki stopień rozdrobnienia lokalnych rynków finansowych i na brak urzeczywistnienia koncepcji jednolitego europejskiego rynku na tym obszarze. Stworzenie jednolitego rynku pozwoliłoby na podniesienie efektywności świadczenia usług przez ten sektor gospodarki, powodując obniżenie kosztów tych usług dla klientów, zwiększenie ich dostępności, wzrost konkurencji na rynku usług bankowych oraz poprawę jakości wykonywanych usług. Osiągnięciu tego celu miało służyć wprowadzenie licznych zmian regulacyjnych. W praktyce jednak postęp odnotowany w tym zakresie po upływie połowy okresu przewidzianego na realizację całej Strategii Lizbońskiej jest zdecydowanie niewystarczający. Następuje wzrost integracji sektora bankowego w Unii Europejskiej, ale dotyczy on głównie rynku hurtowego. Na rynku usług bankowych dla klientów indywidualnych nadal nie można mówić o istotnym postępie w tworzeniu jednolitego rynku. Zakres usług bankowych świadczonych w sposób transgraniczny jest obecnie jeszcze niewielki, mimo iż bankowość internetowa uzyskuje coraz szerszą akceptację publiczną. Jednak nadal świadczenie usług bezpośred-

nich, z fizycznym kontaktem klienta z instytucją bankową jest zdecydowanie dominującym kanałem dystrybucji usług bankowych. W 2002 roku udział oddziałów banków zagranicznych w rynku usług bankowych w Unii Europejskiej osiągnął poziom ok. 15%<sup>1</sup>. Wzrost odnotowany w tym zakresie w ostatnich latach również jest nieznaczny. Od 1998 roku wzrost ten wyniósł w granicach 3 pkt. proc.<sup>2</sup> Tak nieznaczny postęp został dokonany w warunkach następowania wyraźnych procesów globalizacji na całym świecie oraz w innych dziedzinach gospodarki w Unii Europejskiej. Należy również przypomnieć, że brak szerszej integracji następował w okresie, w którym większość członków Unii Europejskiej wprowadziło tę samą walutę – euro.

W celu osiągnięcia większego postępu w tworzeniu jednolitego rynku niezbędne jest podjęcie kolejnych przedsięwzięć regulacyjnych. Jednak ich kształt powinien być uzależniony od przeprowadzenia wcześniejszej analizy przyczyn rozdrobnienia rynku usług bankowych w Unii Europejskiej – zwłaszcza przeszkód istniejących w zakresie rozwoju bankowości transgranicznej. Z tego względu zagadnieniu identyfikacji barier w regulacjach Unii Europejskiej poświęcone jest niniejsze opracowanie. Stanowi ono swoisty wkład do publicznej dyskusji na ten temat, zapoczątkowanej zapytaniem w tej sprawie Komisji Europejskiej w kwietniu 2005 roku<sup>3</sup>.

W niniejszym opracowaniu zasadnicza uwaga zostanie skoncentrowana na kwestii istniejących przeszkód w realizacji procesów fuzji i przejęć między bankami mającymi siedzibę w różnych krajach członkowskich Unii Europejskiej oraz przeszkód w świadczeniu usług bankowych klientom zamieszkałym w jednym kraju członkowskim przez bank mający siedzibę w innym kraju Unii Europejskiej (bankowość transgraniczna). Proces umiędzynarodowienia świadczenia usług bankowych w Unii Europejskiej został formalnie znacznie uproszczony po wprowadzeniu w UE systemu jednolitego paszportu bankowego, pozwalającego na stosowanie uproszczonych procedur przy otwieraniu oddziałów i przedstawicielstw przez bank mający siedzibę w jednym kraju UE na terytorium innego kraju członkowskiego UE. Praktyka ostatnich lat wskazuje jednak, że największe zmiany na rynku usług bankowych danego kraju są wynikiem postępowania procesu fuzji i przejęć na rynku międzynarodowym. Penetracja nowego rynku poprzez otwieranie oddziałów lub prowadzenie działalności bez posiadania jednostki banku w innym kraju jest najczęściej o wiele mniej skuteczna. Stąd też identyfikacja barier będzie odnosić się przede wszystkim do przeszkód istniejących w zakresie

<sup>1</sup> Financial Services Action Plan: Progress and Prospects, Expert Group on Banking, May 2004, s. 6.

<sup>2</sup> Report on EU banking structure, European Central Bank, November 2004, s. 10.

<sup>3</sup> Obstacles to cross-border mergers and acquisitions in financial sector, DG Internal Market and Services, April 2005.



fuzji i przejęć na rynku bankowym, gdyż mają one tak duże znaczenie dla tworzenia jednolitego rynku usług bankowych i zwiększenia znaczenia firm zagranicznych na rynkach lokalnych.

## **2. Rodzaje barier rozwoju bankowości międzynarodowej**

Pojęcie przeszkody czy też bariery rozwoju bankowości transgranicznej może być bardzo szeroko rozumiane. Za przeszkody będą w tym miejscu uznawane czynniki, które powodują, że proces połączeń kapitałowych banków jest faktycznie niemożliwy lub jest bardzo trudny do zrealizowania w praktyce bądź też jest on mniej atrakcyjny, bardziej kosztowny lub bardziej skomplikowany niż analogiczny proces realizowany w przypadku łączenia się dwóch instytucji finansowych, mających siedzibę w tym samym kraju. Główna uwaga zostanie przy tym skoncentrowana na kwestiach o charakterze regulacyjnym oraz sposobie prowadzenia faktycznej polityki gospodarczej w poszczególnych krajach członkowskich. Pomińta zostanie natomiast problematyka uwarunkowań kulturowych, językowych, społecznych istniejących w poszczególnych krajach Unii Europejskiej i mających także oddziaływanie na proces fuzji i przejęć w innych dziedzinach gospodarki. Przedmiotem niniejszej analizy nie będą też uwarunkowania makroekonomiczne oraz sytuacja sektora bankowego istniejąca w krajach Unii Europejskiej.

Bariery istniejące w Unii Europejskiej można próbować grupować w kilku zasadniczych kategoriach. Za kluczowe obszary można uznać:

- 1) kwestie nadzorcze,
- 2) gwarantowanie depozytów bankowych,
- 3) pozostałe zagadnienia prawne, w tym kwestie podatkowe.

### **2.1. Kwestie nadzorcze**

Regulacje Unii Europejskiej – obowiązujące w zakresie sprawowania nadzoru nad instytucjami finansowymi, a nad bankami w szczególności – pozostają zróżnicowane i określone lokalnie w każdym kraju członkowskim. Nie ulega wątpliwości, że problem sposobu sprawowania nadzoru nad podmiotami finansowymi jest jedną z zasadniczych przeszkód ograniczających proces fuzji i przejęć w sektorze bankowym. Szeroko rozumiana problematyka sieci bezpieczeństwa nad sektorem bankowym jest generalnie pozostawiona władzom lokalnym.

Fundamentalną kwestią jest istnienie wspomnianej już zasady jednolitego paszportu w odniesieniu do wykonywania przez bank czynności bankowych na terenie innego kraju członkowskiego UE. Jednak automatyzm ten nie odnosi się do przejęć i fuzji międzynarodowych w sektorze bankowym. Zgodnie z regulacja-

mi krajowymi bank musi uzyskać zgodę lokalnego nadzoru bankowego na wykonywanie praw z akcji w przypadku przekroczenia określonego poziomu udziału akcji posiadanych przez bank w całości kapitału akcyjnego banku lokalnego.

W przypadku przejęć lub fuzji zawsze dochodzi do sytuacji wymagającej uzyskania przez bank przejmujący zgody nadzoru bankowego na faktyczne przeprowadzenie operacji. W UE jest realizowana przejrzysta polityka dotycząca określenia sytuacji, kiedy bank musi uzyskać zgodę na objęcie znacznego pakietu akcji przejmowanego banku. Brakuje jednak takiej przejrzystości już w odniesieniu do kryteriów, które bank musi spełnić, aby uzyskać zgodę na wykonywanie praw z akcji. Ten obszar pozostaje domeną samodzielnej polityki nadzoru bankowego. W wielu przypadkach kryteria udzielania zgody są zróżnicowane i nie zawsze są one przejrzyste dla banku ubiegającego się o taką zgodę. Kryteria te mogą zależeć od wielu szczegółowych czynników, ale przede wszystkim są wynikiem faktycznej polityki licencyjnej, prowadzonej w danym kraju. Bardzo często mają one oficjalnie charakter bardzo ogólny, co wynika z wdrożenia w regulacjach krajowych zapisów art. 16 dyrektywy 2000/12/EC (tzw. drugiej dyrektywy bankowej). Sama treść dyrektywy nie stanowi bariery rozwoju bankowości międzynarodowej, ale już sposób wdrożenia tych przepisów w ustawodawstwie krajowym może stać się taką przeszkodą. Przykładowo w prawie włoskim zawarto zapis, że nadzór bankowy może odmówić zgody na fuzję lub zakup znacznego pakietu akcji tylko z powodu obaw dotyczących rozsądnego i rozważnego zarządzania bankiem. Nie ma natomiast w tym akcie prawnym mowy o dyskryminacji, w zależności od narodowości nabywcy banku. Są jednak znane przypadki, w których w ramach prowadzenia takiej polityki podmioty zagraniczne są wyraźnie dyskryminowane. Najnowszym przykładem uprawiania wspomnianej polityki są właśnie Włochy, w których dwie ostatnie próby objęcia znaczącego pakietu akcji banków lokalnych przez banki zagraniczne cechowały się ogromnymi trudnościami dla tych ostatnich, a jedna z prób zakończyła się niepowodzeniem, mimo wcześniejszego posiadania przez bank zagraniczny mniejszościowego pakietu udziałów w kapitale banku włoskiego.

Inny przykład istnienia faktycznych przeszkód prawnych w tym obszarze stanowi brak wyznaczonego czasu na wyrażenie opinii przez lokalny nadzór bankowy. W praktyce może to oznaczać celowe przedłużanie postępowania, aby w ten sposób zniechęcić potencjalnego inwestora do przejmowania innego banku. Takie przedłużające się postępowanie powoduje też wzrost kosztów operacji zmiany głównego właściciela banku.

Kolejną przeszkodą rozpoznawaną przez banki komercyjne jest stosowanie nieformalnej zasady, że większościowy akcjonariusz zagraniczny nie może posiadać większego udziału procentowego udziałów w bankach systemowo ważnych

dla gospodarki niż maksymalny pułap wyznaczony przez nadzór bankowy. Pułap ten zresztą jest określany na różnym poziomie. Może to być zaledwie 50% lub też powyżej 80% kapitału własnego banku lokalnego. Dzięki stosowaniu tego rozwiązania nadzorcy mogą wymusić na większościowym akcjonariuszu notowanie akcji banku na lokalnym rynku publicznym. Jest to rozwiązanie korzystne dla lokalnego rynku kapitałowego i dla mniejszościowych akcjonariuszy banku, ale z punktu widzenia wyłącznie większościowego akcjonariusza zagranicznego takie rozstrzygnięcie wiąże się z koniecznością ponoszenia dodatkowych kosztów związanych ze spełnianiem wszystkich wymogów spółki dopuszczonej do publicznego obrotu (przede wszystkim związane z obowiązkami regularnego raportowania danych na giełdę). Jako przykład stosowania takiej polityki wskazywana jest Polska, gdzie nadzór bankowy w drodze specjalnych umów akceptuje tylko określony poziom zaangażowania kapitałowego akcjonariusza większościowego w tych bankach lokalnych, które mają istotne znaczenie dla polskiego rynku finansowego. Trzeba jednak zaznaczyć, że stosowanie omawianego podejścia nie uniemożliwia procesu fuzji i przejęć w skali międzynarodowej (Polska z dużym udziałem kapitału zagranicznego w bankowości jest dobrym tego przykładem), lecz powoduje dodatkowe koszty funkcjonowania kilku podmiotów gospodarczych w ramach jednej grupy kapitałowej.

Inną ważną kwestią, którą muszą brać pod uwagę banki przy podejmowaniu decyzji o zakupie banku zagranicznego jest żądanie nadzoru kraju, w którym działa przejmowany bank, aby w przyszłości ten bank nie został przekształcony w oddział banku przejmującego. Zgodnie z warunkami zgody przejęty bank ma funkcjonować jako odrębna jednostka zależna. Konieczność podporządkowania się takiemu wymaganiu jest niekiedy niezgodna z kulturą korporacyjną banku przejmującego, a ponadto powoduje znów wyższe koszty działania banku w przyszłości, z racji istnienia chociażby niżej wskazanych obowiązków sprawozdawczych.

Właśnie obowiązki sprawozdawcze banków na rzecz nadzoru bankowego stanowią kolejną barierę. W przypadku posiadania przez bank oddziałów w innych krajach członkowskich bank przygotowuje cykliczne sprawozdania finansowe tylko dla potrzeb nadzorcy działającego w kraju, w którym znajduje się siedziba banku. W przypadku przejęcia większościowego pakietu akcji banku lokalnego przez bank zagraniczny, bank lokalny ma nadal obowiązek raportowania swoich wyników finansowych także do lokalnego nadzorcy. Ten obowiązek istnieje nawet wówczas, gdy bank zagraniczny jest wyłącznym właścicielem banku lokalnego. Obowiązek sprawozdawczy wynika z potrzeb nadzorcy lokalnego w zakresie zapewnienia bezpieczeństwa systemu bankowego na danym rynku, co z punktu widzenia interesów konkretnego kraju należy uznać za rozwiązanie racjonalne, zwłaszcza gdy udział kapitału zagranicznego w bankowości tego kraju jest duży. Jednak

z punktu widzenia interesów banku zagranicznego oznacza to multiplikację obowiązków sprawozdawczych i jest uznawane za barierę rozwoju bankowości transgranicznej<sup>4</sup>.

Jednak nie tylko sam fakt istnienia obowiązku przedkładania okresowych sprawozdań finansowych do nadzorcy budzi kontrowersje wśród banków. Jeszcze większą irytację wywołuje wysoki stopień zróżnicowania wymogów sprawozdawczych, stosowanych przez poszczególnych nadzorców. W praktyce każdy nadzór bankowy wymaga innego zakresu danych i sposobu ich raportowania. Współcześnie istnienie tak dużego zróżnicowania obowiązków jest tym bardziej niezrozumiałe, że od początku 2005 roku banki w Unii Europejskiej mają obowiązek sporządzania swoich skonsolidowanych sprawozdań finansowych zgodnie z Międzynarodowymi Standardami Rachunkowości (MSR). W zakresie sporządzania sprawozdań jednostkowych przez banki istnieje jednak nadal ogromne zróżnicowanie praw i wymogów w poszczególnych krajach członkowskich Unii Europejskiej. W niektórych krajach banki mają **obowiązek** sporządzania sprawozdań indywidualnych zgodnie z MSR, w innych krajach banki mają **prawo** przygotowania sprawozdań w taki sposób (np. w Polsce), w innych jeszcze krajach istnieje całkowity zakaz sporządzania przez banki indywidualnych sprawozdań finansowych zgodnie z MSR (np. w Niemczech, we Francji). W konsekwencji, mimo podejmowania prób harmonizacji tej kwestii na forum Unii Europejskiej, działanie takie odniosło dotychczas tylko połowiczny efekt. Harmonizacją objęte zostały zasady sporządzania sprawozdań skonsolidowanych, jednak w zakresie sprawozdań indywidualnych istnieją ogromne różnice w sposobach ich przygotowywania. Dodatkowo, wprowadzeniu MSR nie towarzyszyło ujednoczenie formy prezentacji danych w sprawozdaniach nie tylko w skali międzynarodowej, ale także na szczeblach krajowych. Ten brak harmonizacji musiał uwidocznić się w utrzymujących się różnicach w zasadach przekazywania przez banki informacji finansowych dla nadzorów działających w różnych krajach.

W ostatnim okresie Komitet Europejskich Nadzorców Bankowych (CEBS) podjął pierwsze prace na rzecz harmonizacji sprawozdań finansowych. Jednak dotychczasowe wyniki tych prac nie są jeszcze zadawalające dla sektora bankowego. Przede wszystkim próba ujednoczenia zasad sprawozdawczości banków zakończyła się zebraniem wszystkich doświadczeń stosowanych przez 25 nadzorców krajowych. CEBS nie zaproponował natomiast jednego standardu, który stanowiłby zrewidowaną wersję różnych propozycji przedkładanych przez poszczególne kraje. Po drugie, dzisiaj CEBS nie ma dostatecznych prerogatyw, aby móc

<sup>4</sup> Stosowanie tej zasady zostało ostatnio potwierdzone w Wytycznych Komitetu Europejskich Nadzorców Bankowych, dotyczących współpracy między nadzorcą konsolidującym i nadzorcą kraju goszczącego z dnia 8 lipca 2005 r.

zapropnować rozwiązanie, które zostanie przyjęte przez wszystkie kraje członkowskie. Propozycja wypracowana przez CEBS może być akceptowana przez każdy z krajowych nadzorów bankowych, ale żaden z nadzorców nie ma obowiązku jego stosowania. Ten nadal niedostateczny poziom harmonizacji będzie nadal stanowił barierę rozwoju bankowości transgranicznej w Unii Europejskiej.

Kwestia zwielokrotnienia sprawozdawczości stanowi tylko jeden z istotnych przykładów szerszego problemu – relacji między nadzorem kraju, w którym jest siedziba banku przejmującego i nadzorem kraju, w którym znajduje się bank przejmowany. Zasady współpracy między tymi podmiotami nie są dostatecznie uregulowane na szczeblu Unii Europejskiej. Zakres współpracy między poszczególnymi instytucjami nadzorczymi bywa najczęściej ustalany w drodze dwustronnych porozumień bez istnienia jakiegokolwiek wzorca zasad współdziałania na szczeblu unijnym. Nie ma określonych przepisów dotyczących zasad odpowiedzialności poszczególnych nadzorów w przypadku istnienia firm transgranicznych. Jedynym wyjątkiem w tym zakresie jest sprawowanie nadzoru uzupełniającego nad instytucjami finansowymi, wchodzącymi w skład konglomeratu finansowego (w Polsce wprowadzony na podstawie ustawy z dnia 15 kwietnia 2005 roku, stanowiącej wdrożenie dyrektywy 2002/87/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w tej sprawie). Dopiero w fazie konsultacji znajdują się Wytyczne Komitetu Europejskich Nadzorów Bankowych dotyczące współpracy między nadzorcą konsolidującym i nadzorcą kraju goszczącego.

Ten brak ujednoczenia trybu nadzoru na terenie Unii Europejskiej powoduje, że banki mające zależne podmioty finansowe za granicą są zmuszone do wielokrotnego sprawozdawania podobnych informacji do instytucji nadzorczych w różnych krajach. Każdy bowiem nadzorca stara się o wypełnienie w możliwie najlepszy sposób swej roli gwaranta bezpieczeństwa systemu bankowego na rynku lokalnym. Natomiast żadna instytucja nie ma prawa ani możliwości oceny podmiotu nadzorowanego z punktu widzenia jego działalności na jednolitym rynku unijnym. Ponadto powstaje pytanie, czy zapewnienie bezpieczeństwa na wspólnym rynku unijnym oznacza zawsze dbanie o bezpieczeństwo na każdym rynku lokalnym. Ten brak wizji wspólnego nadzoru lub przynajmniej zasad jego koordynacji powoduje istnienie ważnej praktycznej bariery zniechęcającej do rozwoju bankowości międzynarodowej. Tworzenie podstaw jednolitego rynku wymusza dokonanie postępu w zakresie sprawowania nadzoru nad instytucjami finansowymi w Unii Europejskiej.

Z instytucją nadzoru nad działalnością banków wiąże się jeszcze jeden istotny problem – kształt obowiązujących regulacji ostrożnościowych. Nakładanie wymogów kapitałowych odrębnie na każdy bank będący członkiem grupy kapitałowej powoduje negatywne konsekwencje dla banków. Polegają one z jednej

strony na potrzeby przyporządkowania kapitału do poszczególnych instytucji, z drugiej natomiast – powodują ograniczenia możliwości ekspansji działalności spółek-córek. W efekcie banki posiadające za granicą wyłącznie oddziały mają większe możliwości rozwoju działalności biznesowej (limity pojedynczych zaangażowań są znacznie większe) przy jednocześnie niższych wymogach kapitałowych w zakresie ich alokowania w poszczególnych częściach grupy finansowej.

Zdaniem wielu banków takie przyporządkowanie kapitału stoi w sprzeczności z faktycznymi nowoczesnymi zasadami zarządzania ryzykiem w banku. Tymczasem strony nadzory bankowe – nie bez racji – uważają, że rezygnacja z przyporządkowania kapitału na bazie indywidualnego banku może prowadzić do obniżenia stabilności sektora bankowego w danym kraju. Jednak – podobnie jak w przypadku niektórych przepisów o rachunkowości – istnienie licznych narodowych wyłączeń (około 140) w projekcie dyrektywy dotyczącej wymogów kapitałowych będzie powodować także w przyszłości istnienie nierównych zasad określania kapitałów w poszczególnych krajach UE. W przypadku działalności prowadzonej przez grupę bankową w kilku krajach poprzez lokalne banki zależne regulacje wszystkich tych państw będą musiały być stosowane przez grupę banków. Stosowanie zaawansowanych metod wyliczania kapitału będzie utrudnione ze względu na posiadanie różnych baz danych historycznych i tym samym niemożliwe będzie zastosowanie jednego modelu wyliczeń wielkości ryzyka i wymogów kapitałowych dla całej grupy.

Różnice między prawodawstwem poszczególnych krajów występują też w innych normach ostrożnościowych. Wymienić tu można zasady ustalania tzw. dużych zaangażowań banku czy dopuszczalność stosowania outsourcingu (zwłaszcza jego wykonywanie w grupie bankowej i usług świadczonych w ten sposób przez bank dominujący na rzecz spółek zależnych). Z punktu widzenia nadzorów zarówno outsourcing zewnętrzny, jak i wewnętrzny (wewnątrz grupy) są traktowane w taki sam sposób.

## **2.2. Gwarantowanie depozytów**

Odrębnym zagadnieniem jest kwestia gwarantowania depozytów w bankach działających w skali międzynarodowej. Problem ten wiąże się poniekąd z problematyką nadzorczą, gdyż oba te elementy składają się na istnienie sieci bezpieczeństwa nad sektorem bankowym. Aktualnie obowiązująca w Unii Europejskiej dyrektywa 94/19/EC w sprawie systemów gwarantowania depozytów wprowadziła znaczny poziom ujednoczenia zasad gwarantowania depozytów bankowych w krajach członkowskich Unii Europejskiej. Niemniej trudno w tym przypadku mówić o pełnej harmonizacji rozwiązań stosowanych w skali Unii Europejskiej.



Nadal utrzymują się znaczne różnice w zakresie wielkości gwarancji depozytów. Dotyczą one tak fundamentalnych kwestii, jak wysokość kwoty gwarantowanych depozytów, rodzaj depozytu objętego gwarancjami czy zakres gwarancji (pełny lub ograniczony).

Istnienie tych szczegółowych różnic powoduje, że w praktyce sektor bankowy ma do czynienia z funkcjonowaniem odrębnych systemów gwarantowania depozytów w poszczególnych krajach. To może oznaczać istotną przeszkodę w rozwoju bankowości międzynarodowej. Obecność różnych zakresów gwarantowania depozytów może bowiem prowadzić do faktycznego konkurowania (choć formalnie jest to zabronione) banków poziomem gwarancji oferowanych przez poszczególne systemy lokalne.

W zależności od formy prawnej prowadzenia działalności przez bank za granicą, reżim gwarantowania depozytu złożonych w placówkach banku za granicą może być odmienny. W przypadku prowadzenia działalności na terenie drugiego kraju w formie oddziału, zasady gwarantowania depozytów są analogiczne do tych, jakie obowiązują w odniesieniu do depozytów złożonych w oddziałach banku ulokowanych w kraju siedziby banku. W przypadku natomiast przejścia przez bank zagraniczny banku utworzonego na podstawie lokalnego prawa, depozyty złożone w przejętym banku są objęte gwarancjami na zasadach określonych przez lokalny system gwarantowania depozytów. Biorąc pod uwagę wspomniane wcześniej znaczne różnice w obowiązujących zasadach gwarantowania w poszczególnych krajach, wybór jednej z tych form prowadzenia działalności bankowej w skali transgranicznej wpływa na różny zakres ochrony deponenta.

Z punktu widzenia klienta banku na uwagę zasługuje problem różnicowania systemów i trudności klienta w identyfikacji różnic w poziomach gwarancji. Obywatele lokujący środki finansowe w placówkach różnych banków w jednym kraju nie muszą być świadomi istnienia różnic w zakresie gwarancji depozytów. W wielu przypadkach oddziały banków zagranicznych nie przedstawiają kompleksowej informacji na temat specyfiki zasad opodatkowania depozytów w kraju macierzystym. Taka sytuacja ma miejsce mimo istnienia w wielu krajach zapisów prawnych nakładających na oddziały obowiązek informowania klientów o zasadach gwarantowania depozytów. Jednak sama świadomość istnienia różnic jest niewystarczająca, a szczegółowe różnice poziomu gwarancji bywają zbyt złożone, aby mogły być właściwie ocenione przez wielu klientów.

Z punktu widzenia banków, odmienne traktowanie oddziałów umieszczonych za granicą i zależnych banków lokalnych mających siedzibę poza krajem może powodować także odmienne konsekwencje, w postaci różnych sposobów finansowania systemu gwarantowania depozytów. W efekcie skala obciążeń finansowych banków z tego powodu może znacząco różnić się. Potencjalnie stanowi to

jedną z przyczyn (choć jednak nie najważniejszą), dla których banki mogą decydować się na wybór określonej formy swojej obecności na rynku finansowym w danym kraju.

Z punktu widzenia tworzenia jednolitego rynku usług bankowych w skali Unii Europejskiej pożądane jest ujednoczenie zasad gwarantowania depozytów. Klient na jednolitym rynku musi mieć pewność, że niezależnie od placówki, w której złoży on swoje oszczędności, zakres faktycznej ochrony jest taki sam. Jednak ujednoczenie wysokości gwarantowanych depozytów niekoniecznie oznacza dążenie do tworzenia jednego pan-europejskiego systemu gwarantowania depozytów. Przy obowiązywaniu jednolitych zasad gwarantowania depozytów mogą działać odrębne systemy instytucjonalne w poszczególnych krajach. Niemniej nie ulega wątpliwości, że rosnąca internacjonalizacja działalności bankowej w obszarze obsługi klienta detalicznego będzie wymuszać zwiększenie zakresu współpracy między lokalnymi systemami gwarantowania, głównie w zakresie wymiany informacji o bankach będących członkami systemu, w tym o ich kondycji ekonomicznej. Skala koordynacji tych działań powinna być powiązana z zakresem współpracy między nadzorami bankowymi poszczególnych krajów.

### **2.3. Przeszkody prawne**

Wiele barier zaliczanych do tej kategorii nie tworzy przeszkód uniemożliwiających przeprowadzenie operacji połączenia banków lub przejęcia instytucji bankowej w skali międzynarodowej. Jednak narodowy charakter przeważającej części legislacji obowiązującej w poszczególnych krajach Unii Europejskiej powoduje istnienie ogromnych różnic prawnych, wynikających z odmiennej kultury prawnej, doświadczeń historycznych czy też mentalności społeczeństwa. Do dnia dzisiejszego nie dokonano znaczącej harmonizacji krajowych systemów prawa. Istnienie takich różnic powoduje, że proces kształtowania transakcji transgranicznych staje się bardziej kosztowny i czasochłonny w stosunku do operacji prowadzonych w jednym kraju, w ramach jednego porządku prawnego. Warto przy tym zaznaczyć, że wiele z tych regulacji nie dotyczy wyłącznie sektora bankowego, lecz ma charakter szerszy – obejmujący całą sferę gospodarki lub problemy społeczne występujące na obszarze kraju. Zakres przedmiotowy barier o charakterze prawnym jest zatem bardzo szeroki.

Podstawowe różnice dotyczą przede wszystkim prawa spółek. Zasady funkcjonowania dużych podmiotów gospodarczych są odmiennie uregulowane w poszczególnych krajach Unii Europejskiej. Prawa właścicieli i uprawnienia różnych organów w spółce mogą być różnorodnie określone (przykładowo inne jest prawoodawstwo kontynentalne i prawo anglosaskie). Istnieją również szczegółowe



rozwiązania prawne, które faktycznie powodują istotne ograniczenia możliwości przejęcia – zwłaszcza wrogiego – przedsiębiorstwa przez innego właściciela. W rozwiązaniach prawnych różnych krajów wymienione są na przykład definicje pojęcia przejęcia kontroli nad przedsiębiorstwem czy też dopuszczalne formy przejęcia spółki (np. tylko w formie płatności pieniężnej lub wymiany udziałów między spółkami). Takie rozwiązania skutecznie chronią system bankowy przed przejęciem banku przez podmiot zagraniczny czy nawet przed zmianą właścicieli banku.

W wielu krajach istnieją szeroko rozbudowane regulacje dotyczące postępowania w przypadku pojawienia się próby przejęcia podmiotu gospodarczego. Często wymagane jest wyrażenie zgody w tej sprawie przez organ administracji publicznej. Najczęściej wydanie decyzji administracyjnej poprzedzone jest szczegółowym wielowątkowym badaniem skutków połączenia podmiotów, uwzględniającym m.in. ewentualne ujemne skutki zmiany struktury właścicielskiej na wzrost poziomu koncentracji świadczenia usług na lokalnym rynku. Zdecydowanie rzadziej dokonuje się takiej oceny pod kątem korzyści wynikających z wyższej efektywności działania połączonych podmiotów czy też korzyści, jakie konsumenci mogą także uzyskać w wyniku oferowania usług przez większy podmiot. Samo przeprowadzenie badań w zakresie skutków przejęć i fuzji jest często przy tym kosztowne. Koszt badania obciąża przynajmniej pośrednio podmiot zamierzający przejąć inny podmiot. W efekcie, działania te powodują przejściowe wzmocnienie pozycji konkurencyjnej innych uczestników rynku. Podmiot przejmujący musi bowiem znaczną ilość czasu i środków poświęcić na sprostanie wymogom administracji publicznej. Postępowanie związane z udzielaniem zgody tworzy także pole dla swoistego arbitrażu ze strony administracji publicznej. Przykładowo w Niemczech spółka musi informować urzędy antymonopolowe nawet o nieznaczających zmianach w strukturze właścicieli spółki. Warto przy tym podkreślić, że badanie oceny wpływu procesu przejęć jest dokonywane pod kątem rynku lokalnego, a nie skutków na jednolitym rynku Unii Europejskiej. Zdarzają się także przypadki, gdy wyrażenie woli przejęcia jakiegoś podmiotu inicjuje zmiany krajowych przepisów prawnych. Wprowadzana jest doraźna interwencja legislacyjna, w celu stworzenia prawnej ochrony lokalnego rynku przed skutkami działania sił rynkowych w gospodarce.

Dobrymi przykładami oddziaływania prawa spółek na kształt systemu bankowego funkcjonującego w poszczególnych krajach mogą być Niemcy i Hiszpania. W pierwszym z tych krajów specyfika systemu bankowego polega na dużym udziale własności publicznej. Znaczący udział na rynku usług bankowych Niemiec mają kasy oszczędnościowe i banki regionalne. Właścicielami tego rodzaju banków muszą być właściciele o charakterze podmiotów publicznych. To w praktyce wpływa na poziom konkurencji na lokalnym rynku banko-

wym. Wymienione rodzaje banków z oczywistych bowiem powodów nie mogą zostać przejęte przez banki komercyjne (przez prywatnych właścicieli). Jednocześnie jednak banki publiczne mają prawo przejmowania banków prywatnych. Podobna sytuacja ma miejsce w Hiszpanii, gdzie istnieje wyraźne rozdzielenie banków prywatnych i banków publicznych.

Odrębną kwestią są regulacje kodeksu pracy. Ich kształt odzwierciedla zwykle w największym stopniu doświadczenia historyczne społeczeństw poszczególnych krajów. Różnice między poszczególnymi systemami mogą dotyczyć tak fundamentalnych kwestii, jak relacje między spółką a związkami zawodowymi. W najbardziej liberalnych gospodarkach wpływ związków zawodowych jest ograniczony. Ich znaczenie okazuje się zdecydowanie mniejsze w krajach Europy Środkowo-Wschodniej, gdzie poziom bezrobocia trzeba określić jako znacząco wyższy. W innych systemach udział pracowników w funkcjonowaniu firmy jest większy. Może to przejawiać się w zakresie obowiązków informacyjnych władz spółki względem związków zawodowych, konieczności konsultowania najważniejszych decyzji (w tym decyzji pracowniczych) aż po współuczestnictwo załogi spółki w ich podejmowaniu. Specyficzne uprawnienia związków zawodowych mogą także istnieć w procesie prywatyzacji przedsiębiorstwa i nabywania go przez prywatnych właścicieli.

Osobną kwestią przepisów prawa pracy jest stopień ich elastyczności w zakresie zatrudniania i zwalniania pracowników. W wielu krajach sztywny system zatrudniania powoduje, że faktyczne możliwości znacznej redukcji liczby zatrudnionych pracowników banku lub restrukturyzacji załogi są poważnie ograniczone, gdyż takie zmiany wiążą się z dużymi kosztami finansowymi i znacznymi nakładami czasu niezbędnymi dla wprowadzenia planowanych zmian. Takie ograniczenia powodują istotne trudności w przeprowadzeniu reorganizacji przejętego banku i odsuwają w czasie możliwość uzyskania pozytywnych efektów synergii po połączeniu przedsiębiorstw.

Inną kwestią związaną z szeroko pojętym prawem pracy i prawem spółek jest kwestia umiejscowienia władz spółki. W wielu regulacjach krajowych istnieje obowiązek bezpośredniego zarządzania firmą z siedziby spółki lub przynajmniej w kraju lokalizacji przedsiębiorstwa. Ponadto istnieją ograniczenia w zakresie zatrudniania osób na stanowiskach członków zarządu spółki. Mimo iż istnienie ograniczeń w zatrudnianiu cudzoziemców jest formalnie niezgodne z regulacjami unijnymi, to jednak w praktyce mogą funkcjonować one całkiem skutecznie. Taka dyskryminacja z punktu widzenia banku przejmującego może przejawiać się m.in. w konieczności uzyskania stosownego zezwolenia od władz nadzoru bankowego, zdania egzaminu ze znajomości języka urzędowego kraju, w którym znajduje się siedziba banku przejmowanego. Ograniczenia te mogą być zasadne

z punktu widzenia interesów krajów goszczących, ale przez biznes bankowy są one oceniane jednoznacznie negatywnie.

Kolejną barierę mogą stanowić zapisy szeroko rozumianego prawa ochrony konsumenta. Z tego obszaru wspomniano już o różnicach wynikających z zakresu gwarantowania depozytów. Jednak w innych kwestiach skala różnic ochrony konsumentów, zwłaszcza klientów indywidualnych, jest znacznie szersza. Dużym wyzwaniem dla banków jest przede wszystkim wysoki poziom niestabilności i braku precyzji w istniejących przepisach. Różnice mogą dotyczyć przykładowo zakresu wymogów informacyjnych banków wobec klientów, możliwości prowadzenia marketingu na odległość czy też prawa klienta do rezygnacji z wcześniej zawartej umowy. W niektórych krajach występują szczegółowe regulacje dotyczące tzw. upadłości konsumenckiej czy możliwości sprzedaży kredytu przez bank do osób trzecich<sup>5</sup>. Odrębnym zagadnieniem jest coraz popularniejsza kwestia ochrony danych osobowych klienta.

Specyficzne różnice rozwiązań prawnych są związane ze świadczeniem usług bankowych. Najbardziej widoczna z nich dotyczy dopuszczalnych form zabezpieczenia spłaty kredytu. Nie we wszystkich krajach katalog dostępnych form zabezpieczenia jest taki sam, a ponadto ta sama forma nie musi mieć analogicznej mocy w poszczególnych porządkach prawnych. Przykładem może być w tym zakresie hipoteka na nieruchomości. Także zasady rejestracji, dostępu do rejestrów i sposobu szacowania wartości zabezpieczenia mogą różnić się w poszczególnych krajach. Lokalny charakter mają przepisy prawa upadłościowego, decydujące o możliwości odzyskania środków należnych przez bank<sup>6</sup>. Innymi przykładami istnienia krajowych ograniczeń jest obowiązek zabezpieczania się przed zmiennością stóp procentowych w umowach kredytowych o zmiennym oprocentowaniu, zawieranych w Hiszpanii czy istnienie dopuszczalnego maksymalnego poziomu stopy procentowej we Włoszech<sup>7</sup>, a ostatnio wprowadzonego także w Polsce. Innym przykładem specyfiki rozwiązań prawnych jest Francja, gdzie rachunki bieżące nie mogą być oprocentowane. Klienci we Francji płacą za posiadanie rachunku bankowego, ale mogą uzyskać bezpłatnie pieniądze z bankomatów umieszczonych we wszystkich krajach strefy euro. Włosi natomiast nie płacą wcale za posiadanie rachunku, ale ponoszą znaczne koszty każdej transakcji finansowej dokonywanej z rachunku. W Niemczech i w Wielkiej Brytanii rachunki są bezpłatne, ale klienci muszą zapłacić opłatę za pobranie gotówki z bankomatów innych banków<sup>8</sup>.

<sup>5</sup> Aktualnie prowadzone są prace nad dyrektywą o kredycie konsumenckim, która wyeliminować przynajmniej część tych barier. EU banking structure, European Central Bank, Frankfurt 2005, s. 35.

<sup>6</sup> Financial Services Action Plan: Progress and Prospects, Expert Group on Banking, 2004, s. 18-19.

<sup>7</sup> London Economics, The Costs and Benefits of Integration of EU Mortgage Markets, London 2005, s. 63, 65.

<sup>8</sup> A blumed Euro-vision. The Economist, A survey of international banking, 2005, Nr 21, s. 12.

W niektórych krajach istnieją preferencje podatkowe dla klientów, wynikające z gromadzenia środków finansowych na określonych rodzajach rachunków bankowych (np. we Francji i w Niemczech ulga dotyczy wpłat na programy mieszkaniowe). W wielu krajach UE nie ma regulacji dotyczących emisji listów zastawnych, papierów wartościowych zabezpieczonych hipoteką, ważnych dla sprawnego funkcjonowania rynku kredytów hipotecznych<sup>9</sup>.

Te rozbieżności występujące w poszczególnych krajach powodują, że produkty oferowane przez banki na rynku lokalnym muszą mieć charakter narodowy. Tym samym banki działające w skali międzynarodowej nie mogą oferować jednolitych produktów na wielu rynkach i tym samym te podmioty nie mogą uzyskać korzyści wynikających z synergii działania na różnych rynkach. Uniemożliwia to także ujednoczenie rynku Unii Europejskiej.

## 2.4. Kwestie podatkowe

Regulacje podatkowe w zdecydowanej większości są określane na szczeblu krajowym, a nie w skali Unii Europejskiej. W związku z tym podmioty ponoszą ryzyko podatkowe, gdyż prawdziwa ocena skutków podatkowych transakcji transgranicznych jest bardzo trudna do wykonania. Wynika to z potrzeby stosowania krajowych systemów podatkowych, a także umów o unikaniu podwójnego opodatkowania, które najczęściej są bardzo złożone i mają stosunkowo ogólny charakter, niepozwalający na łatwą identyfikację prawidłowego rozstrzygnięcia problemu podatkowego.

Celem większości fuzji i przejęć jest możliwość osiągnięcia korzyści z ograniczenia kosztów, na skutek centralizacji usług. Jednak bardzo często te korzyści nie mogą być faktycznie uzyskane, gdyż banki są zmuszone ponosić dodatkowe, znaczące koszty podatkowe – zwłaszcza koszt poniesienia podatku od towarów i usług. W wielu krajach UE usługi są świadczone na rynkach lokalnych, ale banki poszukują rozwiązań, w których niektóre funkcje (np. niezwiązane bezpośrednio z obsługą klientów) są wykonywane w jednym miejscu dla całego obszaru Unii Europejskiej. Dotyczy to zwłaszcza rozliczeń, płatności, centrów informacji telefonicznej, usług administracyjnych, szkolenia pracowników. Jeśli transakcje między podmiotami w ramach jednej grupy bankowej są obciążone podatkiem obrotowym w wysokości ok. 20%, to skala oszczędności powstałych w wyniku fuzji i przejęć musi być istotna, aby wynik po odliczeniu podatku był nadal pozytywny.

Poważną przeszkodą z zakresu prawa podatkowego jest sposób traktowania usług finansowych w podatku od wartości dodanej (VAT). Te ograniczenia wynikają z kilku zasadniczych powodów:

<sup>9</sup> EU banking structure, *op. cit.*, s. 23–29.

- braku wspólnej definicji usług finansowych w UE,
- nie dość wyraźnego rozdzielenia usług finansowych, zwolnionych z podatku i podlegających opodatkowaniu tym podatkiem,
- braku jasnego podziału usług na zwolnione z podatku usługi finansowe i na opodatkowane usługi administracyjne i inne (np. traktowanie platformy handlu elektronicznego, systemu rozliczeń płatności, usług wykonywanych przez centra przetwarzania danych)
- istnienia przestarzałych przepisów nieuwzględniających szybkich zmian na rynku usług finansowych i powstawania nowych produktów finansowych (np. instrumentów pochodnych) czy też wykorzystywania pośredników finansowych w procesie udzielania kredytów.

W regulacjach prawnych Unii Europejskiej istnieją zapisy, które pozwalają krajom członkowskim na zwiększenie neutralności podatku od wartości dodanej i tym samym na zwiększenie rozmiarów współpracy międzynarodowej w sektorze bankowym, bez konieczności ponoszenia dodatkowych kosztów podatkowych. Zapisy te mają jednak charakter fakultatywny i nie wszystkie kraje członkowskie UE wykorzystują możliwość ich wprowadzenia. Przykładowo, tzw. *VAT grouping* pozwala krajom członkowskim na traktowanie powiązanych spółek jako jednego podatnika, umożliwiając rozliczanie transakcji wewnątrz grupy bez potrzeby naliczania podatku. W praktyce wiele krajów nie wprowadziło takiej opcji lub też ograniczyło ją tylko do podmiotów działających w jednym kraju. Zdaniem administracji fiskalnej szersze stosowanie takiej regulacji powodowałoby nieuzasadnione uszczuplenie dochodów fiskalnych. Innym przykładem jest istnienie prawnej możliwości dzielenia kosztów między spółki należące do tej samej grupy kapitałowej, bez konieczności przypisywania podatku do wyodrębnionych części kosztów. W tym przypadku w większości legislacji krajowych nie pozwolono na stosowanie tej reguły do rozliczeń transgranicznych.

Nawet jeśli działalność jest prowadzona za granicą w formie oddziału (czyli w ramach tego samego podmiotu gospodarczego), aparat fiskalny podejmuje próby zmiany regulacji prawnych zmierzających do odmiennego traktowania rozliczeń między oddziałem a centralą podatnika. Działalność w formie oddziału może powodować komplikacje w rozliczeniu podatku dochodowego. Zgodnie z umowami międzynarodowymi istnieją bowiem poważne różnice między zasadami opodatkowania zagranicznych oddziałów, przedstawicielstw i podmiotów zależnych.

Innym problemem w podatku od wartości dodanej jest sposób traktowania przenoszenia działalności finansowej. Zgodnie z szóstą dyrektywą UE dostawa w przypadku transferu całości aktywów lub jej części jest wyłączona z VAT. Ta regulacja wymusiła wprowadzenie takiego zapisu do legislacji krajowych. Jednak

w praktyce stosowanie tej zasady okazuje się nieprecyzyjne i obciążone wysokim poziomem niepewności na skutek istnienia różnic w definicji całości majątku lub jego części oraz definicji i warunków stosowania przedmiotowego zwolnienia.

W zakresie podatku dochodowego od osób prawnych podkreślenia wymaga wyższy stopień zróżnicowania rozwiązań krajowych na skutek ograniczonego zakresu legislacji unijnej na tym obszarze. Podejmowane są wprawdzie próby uchwalenia przepisów, które pozwoliłyby na dobrowolne stosowanie jednolitych zasad opodatkowania wszystkich dochodów spółki uzyskanych w wielu krajach Unii Europejskiej (tzw. wspólna skonsolidowana podstawa opodatkowania podatkiem od osób prawnych), ale można oczekiwać, że ostateczny efekt tych prac nie będzie znany jeszcze przez dłuższy czas. Głównym utrudnieniem są bowiem poważne obiekcje niektórych krajów UE w zakresie wprowadzania ujednoczonych zasad opodatkowania firm podatkiem dochodowym w skali Unii Europejskiej.

Różne podstawy opodatkowania podatkiem dochodowym, istniejące w różnych krajach powodują, że podatek musi być w zupełnie inny sposób rozliczany w każdym kraju, którym bank ma swój podmiot zależny. Nie sposób w takim przypadku stosować jednolitych procedur ustalania wielkości zysku do opodatkowania. Grupa bankowa nie może więc osiągnąć korzyści skali z tego tytułu.

Kolejną kwestią podatkową jest tzw. *transfer pricing*, czyli sposób określenia cen w transakcjach między różnymi częściami grupy kapitałowej, szczególnie w skali międzynarodowej. Ograniczenia takie są nakładane w celu udaremnienia prób obniżania lub unikania zapłacenia podatku dochodowego w kraju faktycznego powstania dochodu. Stosuje się je go oceny relacji między podmiotami, ale także między oddziałami i centralą firmy. Z tego powodu powinny istnieć wspólne zasady mierzenia alokacji zysku do opodatkowania w skali Unii Europejskiej i w transakcjach spoza Unii Europejskiej. W zakresie opodatkowania firm podatkiem dochodowym OECD poszukuje już od wielu lat wspólnego systemu przypisywania zysków do tzw. stałych zakładów (*permanent establishments*), ale dotychczas nie udało się osiągnąć sukcesu w tym zakresie. Potrzebny jest jeden spójny system w ramach wszystkich krajów członkowskich, obejmujący zastosowanie *transfer pricing* oraz dokumentacji niezbędnej dla transakcji przeprowadzanych wewnątrz grupy kapitałowej. W przeciwnym razie banki będą nadal narażone na sankcje za przeprowadzanie transakcji uznanych za próbę unikania opodatkowania, ponoszenie dodatkowych wysokich nakładów związanych z procesem badania sposobu powiązań podmiotów gospodarczych.

Duże kontrowersje budzi kwestia istnienia różnych sposobów opodatkowania dywidend w krajach UE, szczególnie gdy przy wypłacie dywidend podatek jest pobierany u źródła. Ten podatek ma często charakter ostatecznego obciążenia fiskalnego dla akcjonariusza, gdyż może nie podlegać rozliczeniu z podatkiem



placonym w kraju macierzystym akcjonariusza. W efekcie powoduje to zmniejszenie poziomu zwrotu netto z kapitału dla akcjonariusza z tytułu dokonania inwestycji za granicą. Nie sprzyja to procesowi przejęć i fuzji w skali Unii Europejskiej.

W niektórych krajach występują dodatkowe problemy podatkowe, wynikające z przepływu kapitału między krajami członkowskimi. W dyrektywie o fuzjach (90/434/EEC) jest przewidziane odroczenie opodatkowania zysków kapitałowych, powstałych w wyniku restrukturyzacji firmy w skali transgranicznej, dokonanej w formie łączenia, dzielenia, transferu majątku lub wymiany udziałów (akcji). Odroczenie ma zwykle zastosowanie do momentu sprzedaży aktywów. Jednak pewne kraje członkowskie nałożyły podatek na odroczenie podatku w przypadku niektórych zachowań akcjonariusza.

Odroczenie podatku jest udzielone według dyrektywy pod warunkiem, że transferowany majątek pozostaje efektywnie związany ze stałym zakładem otrzymującej spółki w kraju transferującej spółki. Niektóre kraje nakładają podatek wyjściowy, kiedy majątek następnie przestaje być efektywnie związany ze stałym zakładem, nawet jeśli majątek nie zostanie sprzedany stronie trzeciej (np. gdy jest tylko przenoszony do ksiąg centrali). Wówczas niezrealizowane zyski podlegają opodatkowaniu. Może to prowadzić do podwójnego opodatkowania inwestora.

Brak wspólnego systemu potrącenia strat w ramach UE ma charakter dyskryminujący dla działalności transgranicznej. Straty powstałe w jednym kraju UE nie mogą być kompensowane w rozliczeniu podatku z dochodami uzyskanymi w innym kraju. Takich zasad rozliczenia nie ma w odniesieniu do kompensaty w ramach jednego roku czy wielu lat podatkowych. Tym samym obciążenie podatkowe łącznie nie odpowiada łącznej zdolności finansowej podatnika do ponoszenia takich obciążeń.

### 3. Podsumowanie

Od wielu lat diskutowany jest w Unii Europejskiej problem tworzenia warunków dla rozwoju bankowości transgranicznej. Powyższy przegląd wskazuje na utrzymywanie się licznych i poważnych barier prawnych rozwoju działalności banku w skali międzynarodowej. Główną przyczyną takiego stanu jest utrzymujący się wysoki stopień autonomii krajów członkowskich Unii Europejskiej w tworzeniu prawa krajowego. Wprawdzie równocześnie rośnie zakres wspólnego prawodawstwa unijnego, ale powstające różnice w sposobie jego interpretowania i zastosowaniu na szczeblu krajowym powodują kolejne komplikacje<sup>10</sup>. Ponadto prawo-

<sup>10</sup> Financial Services..., *op. cit.*, s. 8.

dawstwo unijne również jest fragmentaryczne i przyjęcie jednej wspólnej regulacji powoduje utrzymywanie się braku europejskiego standardu w obszarach, które powinny być zharmonizowane na skutek przyjęcia wcześniejszych rozstrzygnięć<sup>11</sup>. Jeśli dodać do tego istnienie wielu barier rozwoju transgranicznego spoza zakresu prawa, to skala utrudnień dla świadczenia usług bankowych ponad granicami krajów UE jest ogromna i nie może dziwić niewielki stopień rozwoju takich usług. Z pewnością usunięcie większości samych tylko barier prawnych zajmie Unii Europejskiej jeszcze wiele najbliższych lat. Tym samym proces tworzenia jednolitego rynku usług bankowych w UE będzie musiał potrwać jeszcze długo, mimo znaczących postępów już poczynionych w zakresie harmonizacji rozwiązań prawnych UE, dotyczących działania banków.

#### 4. Bibliografia

1. Ball M., RICS European Housing Review 2005, RICS 2005.
2. Biała Księga 2004, Polskie Forum Strategii Lizbońskiej, Gdańsk–Warszawa 2004.
3. EU banking structure, European Central Bank, Frankfurt 2005.
4. European Commission, Green Paper on Financial Services Policy (2005–2010), Brussels, 2004.
5. FEE Position Paper on Take Over of Losses in the EU, January 2005.
6. Financial Services Action Plan: Progress and Prospects, Expert Group on Banking, 2004.
7. Guidelines for co-operation between consolidating supervisors and host supervisors, Committee of European Banking Supervisors, CEBS CP 09, 8 July 2005.
8. Jenkins P., Buck T., On the move: why European companies may see benefits in a corporate statute with fewer limitations, „Financial Times”, October 11, 2005.
9. London Economics, The Costs and Benefits of Integration of EU Mortgage Markets, London 2005.
10. Orędzia L., Kierunki zmian w funkcjonowaniu rynku finansowego Unii Europejskiej, „Bank i Kredyt”, 2003, Nr 7.
11. Orędzia L., Rynek finansowy Unii Europejskiej, Twigger, Warszawa 1999.
12. Radło M-J. Wyzwania konkurencyjności. Strategia Lizbońska w poszerzonej Unii Europejskiej, Instytut Spraw Publicznych, Warszawa 2003.
13. Sobańska K., Sieradzan. P., Podatek VAT od usług finansowych, Twigger, Warszawa 2001.

<sup>11</sup> Przykładem może być funkcjonowanie dyrektywy w sprawie spółki europejskiej (SE). Szerzej na ten temat np. Patrick Jenkins, Tobias Buck, On the move: why European companies may see benefits in a corporate statute with fewer limitations, „Financial Times”, October 11, 2005, s. 13.



14. Springer W., Bezpieczeństwo systemu bankowego. Konkurencja czy współpraca?, Twigger, Warszawa 2001.
15. A survey of international banking, „The Economist”, 2005, Nr 21.
16. Zapadka P., Niemierka S., Charakterystyka europejskiego systemu bankowego – zagadnienia instytucjonalno-prawne. Podstawowe zasady funkcjonowania instytucji kredytów i finansowych w Unii Europejskiej, „Bank i Kredyt”, 2003, Nr 11–12.
17. Zapadka P., Niemierka S., Charakterystyka europejskiego systemu bankowego – zagadnienia instytucjonalno-prawne. System prawny oraz organizacja rynku finansowego w Unii Europejskiej, „Bank i Kredyt”, 2003, Nr 10.

Małgorzata Zaleska, Monika Domunik  
Szkola Główna Handlowa

## **Charakterystyka rynku finansowego w Austrii i uwarunkowania jego funkcjonowania oraz rozwoju**

### **1. Wprowadzenie**

Austria, podobnie jak inne kraje, przeprowadza istotne reformy gospodarcze, mające wpływ na warunki działalności jednostek gospodarczych. Jednocześnie państwo to wprowadziło i nadal kontynuuje zasadnicze zmiany w zakresie organizacji i funkcjonowania rynku finansowego. Podkreślić można m.in. zintegrowanie nadzoru nad rynkiem finansowym oraz ekspansję austriackich banków na rynki Europy Środkowo-Wschodniej. Austria podejmuje działania mające na celu umocnienie jej pozycji na arenie międzynarodowej, w tym na globalnych rynkach finansowych.

Wielką mądrością jest umiejętność wyciągania właściwych wniosków z doświadczeń innych. Pierwszym krokiem w takim procesie jest zapoznanie się z osiągnięciami innych. W związku z powyższym, opracowanie prezentuje charakterystykę gospodarki austriackiej, ze szczególnym uwzględnieniem niektórych segmentów sektora finansowego oraz zmian tam zachodzących.

### **2. Makroekonomiczne uwarunkowania rozwoju gospodarki austriackiej**

Austria jest członkiem Unii Europejskiej od 1 stycznia 1995 roku, a od 1 stycznia 1999 roku należy do Unii Gospodarczej i Walutowej. Stanowi jedną z najbogatszych i najbardziej stabilnych gospodarek Unii.

Gospodarka Republiki Austrii poprzez silne więzi z gospodarką unijną i światową jest w dużym stopniu zależna od wahań zewnętrznej koniunktury gospodarczej, której negatywny wpływ był wyraźnie widoczny w 2003 roku. Po tylko 1,1-procentowym wzroście PKB w 2002 roku, wzrost PKB Austrii w 2003 roku zmniejszył się do poziomu 0,7%<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> J. Masalski, Sytuacja gospodarcza Austrii w 2003, Wydział Ekonomiczno-Handlowy Ambasady Rzeczypospolitej Polskiej w Austrii, 2004, s. 2, <http://www.handelsratpolen.at/publikacje>, 10.02.2005.

Słaba koniunktura miała negatywne przełożenie na sytuację na rynku pracy. Na koniec grudnia 2003 roku stopa bezrobocia osiągnęła poziom 4,6%, czyli o 0,2 punkty procentowe więcej niż pod koniec 2002 roku, a liczba bezrobotnych zwiększyła się do 303 tys. osób. Słaba koniunktura gospodarcza na świecie i w Niemczech (największego partnera handlowego Austrii) oraz rosnący kurs euro do dolara miały wpływ na osłabienie dynamiki eksportu: z 4,2% w 2002 roku do 1,9% w 2003 roku. Jedynie eksport Austrii do regionu Europy Środkowo-Wschodniej odnotował w 2003 roku wysoki przyrost o 5,2%. Natomiast wzrost popytu wewnętrznego i to zarówno konsumpcyjnego (1,3%), jak i inwestycyjnego (2,8%), wpłynął na wzrost importu o 5,1%. Austriacki import z państw Europy Środkowo-Wschodniej wykazał się największym, bo aż prawie 12-procentowym przyrostem, co świadczy o rosnącej konkurencyjności eksportu z państw tego regionu.

Deficyt budżetowy federacji wyniósł w 2003 roku 1,6% PKB, ale po uwzględnieniu nadwyżek budżetowych krajów związkowych, łączny deficyt zmniejszył się do 0,97%, przy zaplanowanym 1,3%. Na 2004 rok przewidywano deficyt w wysokości około 0,75%. Po jego planowanym wzroście do 1,5% w 2005 roku (efekt reformy podatkowej) deficyt, według prognoz, ulegnie zmniejszeniu do 0,4% w 2007 roku<sup>2</sup>.

**Tabela 1. Wybrane dane makroekonomiczne Austrii w latach 2002–2005**

	Zmiany w stosunku do okresu poprzedniego w %			
	2002	2003	2004	2005*
PKB na mieszkańca (w euro)	27 110	27 568	28 457	29 593
PKB, realnie	1,4	0,7	1,7	2,5
Inwestycje brutto, realnie	-3,3	1,6	2,7	3,7
Wielkość eksportu w mld euro	77,4	78,9	81,2	85,7
Wielkość importu w mld euro	77,1	81,0	82,5	86,6
Stopa bezrobocia	4,3	4,6	4,5	4,1
Inflacja	1,7	1,3	1,2	1,5
Deficyt budżetowy (w % PKB wg Definicji Maastricht)	-0,1	-0,9	-0,9	-0,6
Relacja długu publicznego w stosunku do PKB	66,7	66,4	65,8	64,1
Podatki i ubezpieczenia społeczne (w % PKB)	44,2	43,9	43,4	42,3

(\* prognozy).

Źródło: opracowanie własne na podstawie [www.handelsraratpolen.at/analizy\\_rynkowe/2005](http://www.handelsraratpolen.at/analizy_rynkowe/2005), 10.02.2005.

Austria zanotowała też postęp w zakresie redukcji zadłużenia publicznego. W 2002 roku stanowiło ono 66,7% PKB, a w 2003 roku 66,4%. Kryterium

<sup>2</sup> Tamże, s. 3.

z Maastricht w tym zakresie Austria wypełni najprawdopodobniej dopiero w 2007 roku, kiedy to zadłużenie ma się zmniejszyć do 59,9% PKB. Osiągnięto postęp w zmniejszaniu kwoty obciążeń podatkowych i ubezpieczeń społecznych w stosunku do PKB: wskaźnik ten wyniósł w 2003 roku 43,9% (44,2% w 2002 roku). Do 2006 roku planowane jest jego zmniejszenie do 42,1%<sup>3</sup>.

## 2.1. Reformy gospodarcze w Austrii<sup>4</sup>

Pod koniec lutego 2003 roku został powołany nowy rząd austriacki, który w swoim programie za podstawowy cel polityki gospodarczej uznał wzmocnienie konkurencyjności gospodarki i przedsiębiorstw austriackich nie tylko w wymiarze europejskim, ale też globalnym. Realizacja programu wymaga kontynuacji poprzednich reform.

Z zapowiadanych w programie reform w 2003 roku<sup>5</sup> udało się uchwalić ustawę (11.06.03) o reformie systemu emerytalnego. Uchwalono ją pomimo protestów związków zawodowych, które na początku czerwca 2003 roku zorganizowały największy w powojennej historii Austrii strajk protestacyjny. Konieczność reformy wynikała z sytuacji demograficznej i rosnących dopłat z budżetu do systemu emerytalnego. Suma wypłacanych emerytur wynosiła 32 mld euro rocznie, tj. 15% PKB (średnia unijna to 10,4% PKB w 2004 roku).

Następny etap reformy stanowi harmonizacja całego systemu, której celem jest stworzenie jednolitego systemu emerytalnego w oparciu o rozwiązania zawarte w ustawie o powszechnym ubezpieczeniu społecznym (ASVG) – tzn. wszyscy pracujący płacą stawki wg ujednoczonych zasad i otrzymują ujednoczone świadczenia. Wraz z harmonizacją będzie wprowadzony system indywidualnych kont emerytalnych oraz emerytura minimalna.

Następnie zajęto się częściową reformą podatkową, która została przeprowadzona w dwóch etapach. W pierwszym, wprowadzanym do 1 kwietnia 2004 roku, zwiększono m.in. kwotę wolną od podatku do 14,5 tys. euro i zlikwidowano tzw. trzynastą zaliczkę w roku na poczet podatku VAT. W drugim etapie (do 1 stycznia 2005 roku) reforma dotyczyła głównie redukcji podatku dochodowego od spółek kapitałowych z obecnych 34% do 25%.

Wprowadzono także zmiany w podatku dochodowym od osób fizycznych. W 2004 roku w Austrii obowiązywały cztery stawki: 21, 31, 41 i 50%. Od 2005 roku powstały dwie nowe stawki: 23% dla dochodów do 25 tys. euro i 33,5% dla

<sup>3</sup> Austria – Twój partner handlowy w Unii Europejskiej, Informator rynkowy dla polskich przedsiębiorców 2004/05, Ambasada Rzeczypospolitej Polskiej w Wiedniu, Wydział Ekonomiczno-Handlowy, s. 21, [www.handelsratpolen.at](http://www.handelsratpolen.at), 22.02.2005.

<sup>4</sup> J. Masalski, Sytuacja..., *op. cit.*, s. 1.

<sup>5</sup> Tamże, s. 2.

dochodów od 25 do 51 tys. euro. Osoby zarabiające powyżej 51 tys. euro nadal będą opodatkowane według stawki 50%.

Godnym odnotowania jest fakt, iż zrealizowano 4 duże prywatyzacje. Na początku 2003 roku sprzedano za 119 mln euro całość akcji Skarbu Państwa w przedsiębiorstwie przewozowym Post Bus. Nowym właścicielem zostały koleje federalne OBB. W sierpniu 2003 roku, zgodnie z planem sprzedano poprzez giełdę 9-procentowy pakiet akcji Va-Tech. Wpływy Skarbu Państwa z tego tytułu wyniosły 33 mln euro. We wrześniu 2003 roku sprzedano 34,7% pakietu akcji Voest Alpine będącego w posiadaniu Skarbu Państwa, a dochody z tej sprzedaży wyniosły 509 mln euro. Czwarta prywatyzacja przyniosła Skarbowi Państwa wpływy w wysokości 133 mln euro, kiedy w listopadzie 2003 roku sprzedał on poprzez giełdę wszystkie akcje ze swego 25-procentowego pakietu w Bohler-Uddeholm.

Ponadto, w ramach reform uzgodniono i przyjęto pod koniec listopada 2003 roku pakiet działań dla ożywienia koniunktury gospodarczej w Austrii. Program ten przewiduje m.in. wzrost nakładów na działalność badawczo-rozwojową, dodatkowe wsparcie dla sektora MSP, zwiększenie inwestycji infrastrukturalnych (według prognoz w latach 1999–2006 łączne wydatki na ten cel wyniosą 20 mld euro) oraz zmiany w systemie kształcenia zawodowego.

Początek grudnia 2003 roku przyniósł pierwszy etap reformy systemu opieki zdrowotnej, polegający na wprowadzeniu nowych zasad odpłatności za leki oraz niższych marż handlowych w obrocie farmaceutykami. Z dniem 1 stycznia 2004 roku wprowadzono system elektronicznego poboru opłat za przejazdy po autostradach pojazdów o dopuszczalnej masie całkowitej ponad 3,5 tony. Austria wdrożyła system oparty na technologii mikrofalowej. Nowe regulacje dotyczą jedynie ciężarówek i autobusów i nie przewiduje się ich rozszerzenia na samochody osobowe<sup>6</sup>. Reasumując, austriacki rząd bardzo udanie zreformował finanse publiczne, zrównoważył budżet, co w długim okresie doprowadzi do równowagi całego systemu. Rozpoczęto także bardzo poważną reformę systemu podatkowego, mającą w 2010 roku doprowadzić do zmniejszenia obciążeń podatkowych do 40% PKB<sup>7</sup>. Przedsięwzięto środki w celu uczynienia rynku pracy bardziej elastycznym. Priorytetem stały się nakłady na badania i rozwój, a także wzrost przedsiębiorczości. Wyżej wymienione osiągnięcia wprowadziły Austrię do czołówki państw (ang. *top three*) implementujących Strategię Lizbońską<sup>8</sup>.

<sup>6</sup> Tamże, s. 24.

<sup>7</sup> International Monetary Fund, Austria 2004 IV Article Consultation, Preliminary conclusions, Vienna, May 2004, [www.imf.int](http://www.imf.int), 10.02.2005.

<sup>8</sup> International Monetary Fund, Austria: Selected Issues and Statistical Appendix, IMF Staff Country Report No.00/124, September 2000, [www.imf.int](http://www.imf.int), 10.02.2005.

Sytuacja makroekonomiczna oraz efekty prowadzonych reform sprzyjają prowadzeniu oraz rozwojowi działalności gospodarczej, w tym stwarzają dobre warunki dla rozwoju rynków finansowych. Organizacja i funkcjonowanie rynków finansowych w Austrii również podlegają przekształceniu, o czym będzie mowa w dalszej części opracowania.

### 3. Organizacja rynku finansowego w Austrii

Bardzo ważnymi ogniwami funkcjonowania sektora finansowego, w tym bankowego w Austrii, są OeNB (Narodowy Bank Austrii – *Oesterreichische Nationalbank*) i Ministerstwo Finansów, a także zintegrowany nadzór – FMA (*The Financial Market Authority*), którego konsolidacja przebiegła szybko i efektywnie. Zintegrowanie nadzorców jest dowodem potwierdzającym wysoki poziom zaawansowania Austrii w dostosowywaniu do światowych tendencji w dziedzinie bankowości, rynków kapitałowych i ubezpieczeń. Jej sektor bankowy jest bardzo podobny strukturalnie do niemieckiego i w znacznym stopniu zarządzany przez niemiecki kapitał<sup>9</sup>.

Sektor finansowy w Austrii (zarówno bankowy, jak i ubezpieczeniowy) podlega procesom restrukturyzacji i konsolidacji od 1990 roku. Przez ten okres Austria okazała się modelowym przykładem dobrze przeprowadzanych reform i stała się jednym z wiodących rynków Unii Europejskiej.

#### 3.1. Narodowy Bank Austrii

Kiedy Austria wkroczyła 1 stycznia 1999 roku w trzeci stopień integracji ekonomiczno-monetarnej, *Oesterreichische Nationalbank* (OeNB) stał się częścią Europejskiego Systemu Banków Centralnych. Prawnie funkcjonowanie OeNB jest uregulowane przez *Nationalbank gesetz* z 1984 roku, a także Protokół do Statutu Europejskiego Systemu Banków Centralnych i Europejskiego Banku Centralnego (*ESCB/ECB Statute*).

W ramach Europejskiego Systemu Banków Centralnych OeNB:

- definiuje i implementuje politykę monetarną Wspólnoty,
- przeprowadza operacje wymiany zagranicznej,
- utrzymuje i zarządza rezerwą obowiązkową,
- wspomaga sprawne funkcjonowanie systemów płatniczych.

Od 1 stycznia 2002 roku Narodowy Bank Austrii ma prawo emisji banknotów denominowanych w euro.

<sup>9</sup> Zobacz także: D. Hauner, Explaining Efficiency Differences Among Large German And Austrian Banks, IMF Working Paper, WP/04/140, August 2004, [www.imf.int](http://www.imf.int), 10.02.2005.

### 3.2. Banki w Austrii

Austriacki system bankowy jest systemem banków uniwersalnych. Podobnie jak w Niemczech, nie obowiązują regulacje nadzorcze, oddzielające bankowość komercyjną (detailed) od inwestycyjnej. Banki działają na podstawie *Banking Act*, wydanego w 1993 roku, który jest głównym aktem prawnym, a także na podstawie innych wyspecjalizowanych regulacji. Organizacja sektorowa została wykształcona w przeszłości i – jak wspomniano powyżej – większość banków jest uniwersalnych. Tylko kilka instytucji kredytowych jest wyspecjalizowanych, obsługując wybrane linie biznesowe.

Klasyfikacja banków jest zdeterminowana przez ich formę prawną lub też organizację zawodową, do której należą. Według stanu na 31.12.2003 roku w Austrii funkcjonowało 1104 instytucji kredytowych (*Kreditinstitute*), w tym banki. Były to:

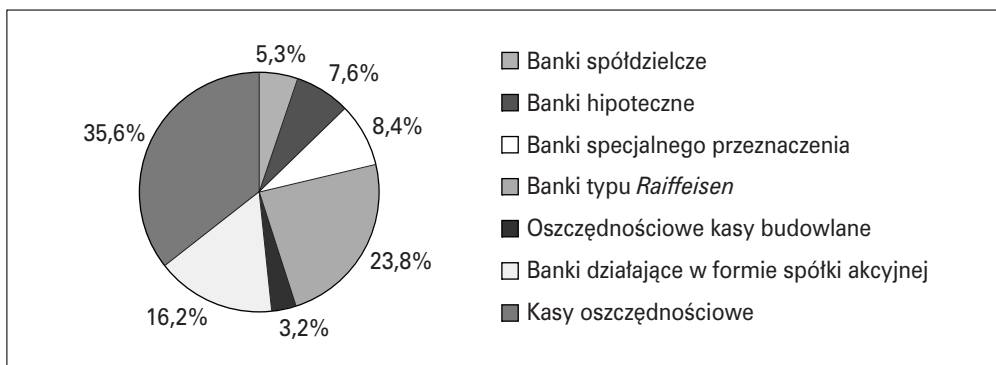
- banki działające jako spółki akcyjne (*Aktienbanken*) – 47,
- kasy oszczędnościowe (*Sparkassen*) – 63,
- banki spółdzielcze grupy Raiffeisena (*Raiffeisenbanken*) – 595,
- banki spółdzielcze (*Volksbanken*) – 69,
- banki hipoteczne (*Hypothekenbanken*) – 9,
- oszczędnościowe kasy budowlane (*Bausparkassen*) – 5,
- pracownicze kasy zapomogowe (*Mitarbeitervorsorgekassen*) – 9,
- banki specjalnego przeznaczenia (np. budownictwa mieszkaniowego, towarzystwa gwarancji kredytowych – *Sonderbanken*) – 53,
- oddziały banków z krajów Unii Europejskiej podlegające nadzorowi austriackiemu – 21,
- filie banków z krajów Unii Europejskiej, głównie z Niemiec, Wielkiej Brytanii i Francji – 233<sup>10</sup>.

Sektor bankowy jest zorganizowany w jedno-, dwu- lub trzyszczeblowe struktury. Banki w formie spółki akcyjnej, banki hipoteczne, oszczędnościowe kasy budowlane czy banki specjalnego przeznaczenia posiadają strukturę jednoszczeblową. Banki spółdzielcze i kasy oszczędnościowe mają dwuszczeblową strukturę, a banki typu *Raiffeisen* – trzyszczeblową.

Instytucje posiadające wieloszczeblową strukturę są także nazywane zdecentralizowanymi, tzn. istnieje instytucja koordynująca ich działalność na szczeblu centralnym. W grupie tej daje się zauważyć bardzo silną współpracę, ujawniającą się przede wszystkim wtedy, gdy jedna ze wspomnianych instytucji (kas oszczędnościowych, banków spółdzielczych czy banków typu *Raiffeisen*) popada w kłopoty finansowe, pozostałe instytucje „spieszą jej wówczas z pomocą”.

<sup>10</sup> Austria – Twój..., *op. cit.*, s. 21.

**Rysunek 1. Struktura sektora bankowego (instytucji kredytowych) w Austrii w 2004 roku, określona wg liczby instytucji**



Źródło: Narodowy Bank Austrii.

Jedną z osobliwości austriackiego sektora bankowego – kas oszczędnościowych – jest to, iż nie posiadają właścicieli nazwanych. Według Ustawy o Kasach Oszczędnościowych z 1979 roku ich właścicielami mogą być samorządowe kasy oszczędnościowe, osoby prywatne oraz związki oszczędnościowe. Funkcjonują one jako instytucje prawne na zasadach prawa prywatnego<sup>11</sup>.

Do najważniejszych banków w Austrii należą: Bank Austria-Creditanstalt BACA – grupa niemieckiego banku HVB, Raiffeisen, BAWAG, Die Erste oraz Osterreichische Postsparkasse. Polskie banki nie posiadają swoich przedstawicielstw na terenie Austrii. Do listopada 2001 roku Bank Handlowy posiadał większościowy pakiet udziałów w wiedeńskim banku Centrobank. Udziały te odkupił austriacki Raiffeisen. W Polsce Bank Austria-Creditanstalt jest właścicielem banku BPH, a Raiffeisen działa jako samodzielny bank Raiffeisen Polska.

Bank Austria powstał w 1990 roku w wyniku fuzji Landerbanku i Zentralsparkasse. Na początku 1997 roku Bank Austria przejął drugi co do wielkości bank w kraju Creditanstalt AG. We wrześniu 2000 roku Rada Nadzorcza Banku Austrii podjęła decyzję o przystąpieniu do grupy Bayerische HypoVereinsbank. W ramach grupy Bank Austria odpowiedzialny jest za rozwój w Europie Środkowej i Wschodniej, a także bardziej zintensyfikowany wzrost na samym rynku austriackim. W sierpniu 2002 roku obydwie banki zmieniły nazwę na Bank Austria Creditanstalt i funkcjonują na rynku austriackim jako jeden bank<sup>12</sup>.

<sup>11</sup> National Bank of Austria & Financial Markets Austria Services Ltd., The Austrian Financial Markets, A Survey of Austria's Capital Markets, revised edition 2004, s. 51.

<sup>12</sup> Tamże, s. 53.



**Tabela 2. Największe banki Austrii pod względem aktywów (dane nieskonsolidowane za styczeń 2004 roku)**

Lp.	Bank	Udział procentowy w sektorze bankowym	
		per bank	zagregowany
1.	Bank Austria Creditanstalt	17,46	17,46
2.	Erste Bank AG	10,21	27,67
3.	BAWAG	6,53	34,21
4.	RZB	6,25	40,46
5.	Kontrolbank	3,99	44,45
6.	OVAG	2,29	46,75
7.	PSK	2,11	48,85
8.	RLB OO	2,10	50,95
9.	RLB NO-WIEN	1,84	52,80
10.	Pozostałe	47,2	100

Źródło: Narodowy Bank Austrii.

Grupa Raiffeisenbanken posiada 580 samodzielnie i lokalnie działających (w formie spółdzielni) kas (*Raiffeisenkassen*) z ponad 1700 filiami, 8 landowymi centralami (*Raiffeisenlandesbanken*) i naczelną instytucją RZB (*Raiffeisen Zentralbank Osterreich AG*), która zajmuje się koordynacją działań i inwestycjami w innych krajach<sup>13</sup>.

Charakterystyczne dla austriackiego sektora bankowego, poza elastycznym reagowaniem na zmiany popytowe, są bardzo silne relacje z klientami. Jest to widoczne w mniejszych bankach spółdzielczych, gdzie poczucie solidarności i odpowiedzialności za losy instytucji wpływa na dobrą jakość portfela kredytowego oraz dobre wskaźniki płynności. Wiele uwagi poświęca się obsłudze małych i średnich przedsiębiorstw, poprzez proponowanie im bardzo szerokiej palety wysoce spersonalizowanych usług i produktów, często nienależących bezpośrednio do oferty sektora bankowego. MSP stanowi najbardziej produktywny, innowacyjny i zatrudniający największą liczbę osób sektor gospodarki austriackiej.

W Europie Środkowo-Wschodniej funkcjonuje 49 oddziałów banków austriackich. Swoje siedziby – m.in. na obszarze Polski, Czech, Białorusi, Bośni, Hercegowiny, Węgier, Słowacji, Ukrainy – mają BA-CA, Erste Bank, RZB, BAWAG, Hypo-Alpe-Adrio-Bank, Volksbanken.

W okresie od 1 maja 2004 roku do 20 października 2005 roku do Generalnego Inspektoratu Nadzoru Bankowego wpłynęło od władz nadzorczych Austrii 19 notyfikacji (20% notyfikacji ogółem) informujących o zamiarze podjęcia przez

<sup>13</sup> Austria – Twój..., *op. cit.*, s. 21.

instytucje kredytowe, podlegające ich nadzorowi, działalności transgranicznej na terytorium Polski<sup>14</sup>.

Austriacki sektor bankowy jest dochodowy i dokapitalizowany. W ciągu ostatnich lat miały miejsce restrukturyzacja, konsolidacja i bardzo udana ekspansja zagraniczna, szczególnie do krajów Europy Środkowej i Wschodniej. Największym bankom udało się zaimplementować zaawansowane systemy zarządzania ryzykiem.

Bardzo efektywna ekspansja austriackich banków do krajów Europy Środkowej i Wschodniej pozwoliła wzmocnić ich obecność na zagranicznych rynkach, a także doprowadzić do zmniejszenia udziału nisko dochodowego rynku krajowego. Należy pamiętać również, iż rosnąca ekspozycja w stosunku do klientów lokalnych prowadzi do wzrostu ryzyka i wymaga uważniejszego monitoringu. Zwartość i spójność systemu bankowego daje stabilny grunt pod dalszą konsolidację i restrukturyzację według światowych standardów, szczególnie w dziedzinie redukcji kosztów. Z drugiej strony należy zwrócić uwagę na niezabezpieczone kredyty w walutach obcych w austriackim sektorze bankowym, co może stanowić przyczynę pogorszenia sytuacji ekonomiczno-finansowej banków, a nawet ich upadku. Ewentualne bankructwo stanowiłoby obciążenie systemu gwarantowania depozytów, którego strukturę należałoby zreformować<sup>15</sup>.

### 3.3. Rynek kapitałowy w Austrii

Rynek kapitałowy reprezentowany jest m.in. przez Wiener Borse AG (Giełdę Wiedeńską), która stanowi nowoczesną, zorientowaną na klienta i rynek instytucję finansową. Jest ona główną instytucją w Austrii, obsługującą rynek papierów wartościowych. Oferuje ona zarówno przeprowadzanie transakcji na rynku pieniężnym i warrantów, jak i na rynku instrumentów pochodnych. Wszystkie transakcje są przeprowadzane za pomocą w pełni elektronicznych systemów: Xetra (dla rynku pieniężnego) i Omex (dla derywatów i warrantów)<sup>16</sup>.

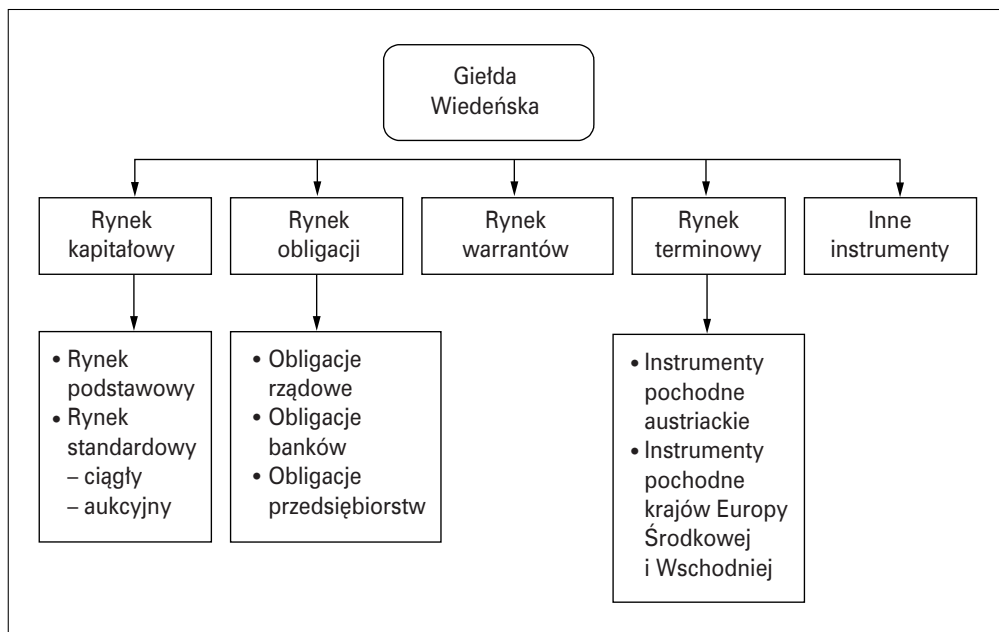
Od stycznia 2003 roku do marca 2004 roku główny indeks giełdy wiedeńskiej wzrósł o 63%, co dało mu miejsce wśród najlepiej kwotowanych międzynarodowych indeksów. Natomiast kapitalizacja giełdy zwiększyła się z 32,2 bilionów euro w końcu 2003 roku do 52,1 biliona euro w lutym 2004 roku.

<sup>14</sup> Komunikat z posiedzenia Komisji Nadzoru Bankowego w dniu 9 listopada 2005 roku, [www.nbp.pl](http://www.nbp.pl), 15.11.2005 rok.

<sup>15</sup> International Monetary Fund, Preliminary Conclusions about Austria, Vienna, 11 May 2004, [www.imf.org](http://www.imf.org), 10.02.2005 rok.

<sup>16</sup> National Bank of Austria & Financial Markets Austria Services Ltd., The Austrian Financial Markets, A Survey of Austria's Capital Markets, revised edition 2004, s. 61.

Rysunek 2. Struktura Giełdy Wiedeńskiej



Źródło: Narodowy Bank Austrii.

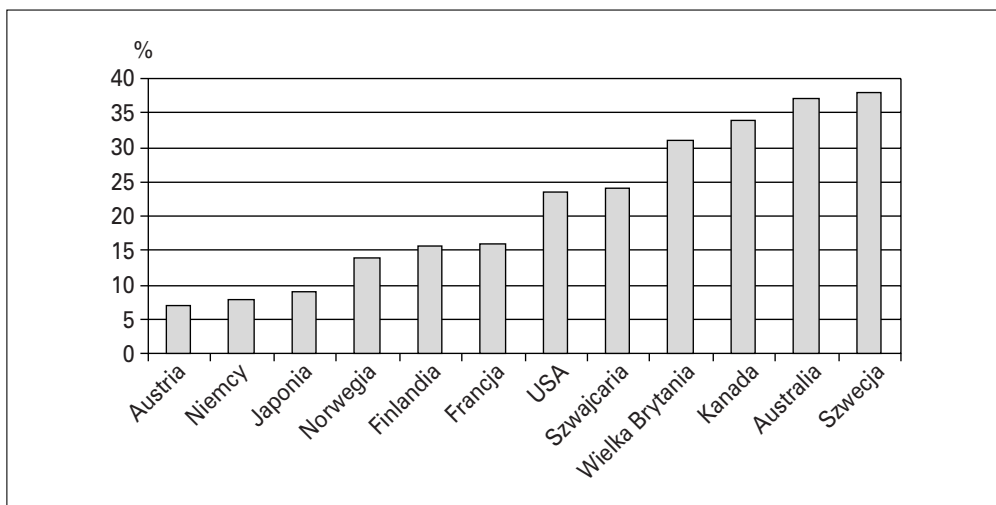
Rynek papierów wartościowych wzrósł ponad dwukrotnie w ciągu niespełna półtora roku (styczeń 2003–marzec 2004), a w ciągu ostatniego roku obroty na giełdzie wzrosły o 40%. Szczególnie wzrosły obroty po stronie banków (o ponad 105%)<sup>17</sup>.

Mimo rosnącej internacjonalizacji i globalizacji rynków finansowych Wiedeńska Bourse, pełniąc rolę mediatora między uczestnikami rynku, od wielu lat zabiega o rozwój austriackiego rynku kapitałowego, nie chcąc pełnić jedynie roli lokalnej giełdy. Obecnie zamierza zachęcić detalicznych uczestników rynku do inwestowania na giełdzie, aby w procencie populacji posiadającej akcje dorównać Francji (16,0%, Austria – 7%)<sup>18</sup>.

<sup>17</sup> Tamże, s. 101.

<sup>18</sup> Tamże, s. 103.

**Rysunek 3. Udział Austriaków posiadających akcje spółek giełdowych w liczbie obywateli ogółem, na tle innych krajów (dane za styczeń 2004 roku)**



Źródło: Narodowy Bank Austrii.

Szczególną uwagę władze giełdy chcą skierować na:

- przyciągnięcie nowych firm,
- zmotywowanie krajowych i zagranicznych inwestorów do większej aktywności,
- dostosowanie regulacji prawnych do europejskich standardów,
- wprowadzenie nowych produktów w pełni odpowiadających potrzebom rynku,
- znaczne zwiększenie liczby oferowanych usług,
- kontynuowanie akcji promocyjnej krajowego rynku kapitałowego,
- zachęcenie uczestników rynku do ściślejszej współpracy w ramach realizowanych projektów<sup>19</sup>.

Wiener Borse ciągle rozwija swoją ofertę, aby móc sprostać wymaganiom rynku. Jako benchmarki dla Austrii i rynków CEE (*Central and Eastern Europe*) kalkulowane są indeksy giełdowe, w tym 19 indeksów akcji. W 2004 roku na rynku pierwotnym notowanych było 39 spółek z największym wolumenem obrotu<sup>20</sup>.

Wśród zagranicznych inwestorów rośnie zainteresowanie austriackim rynkiem papierów dłużnych. Jego wielkość systematycznie wzrasta. W grudniu 2002 roku wyniosła 102 biliony euro, podczas gdy w styczniu 1990 roku zanotowano

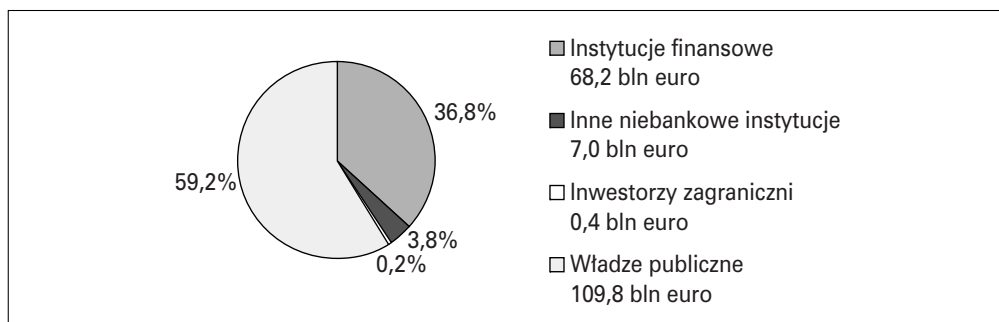
<sup>19</sup> Tamże, s. 60.

<sup>20</sup> Tamże, s. 63.

tylko 13 bilionów euro, a to w znaczny sposób przyczyniło się do wzrostu płynności rynku.

Rynek papierów dłużnych w Austrii wciąż można uznać za stosunkowo mało rozwinięty, jednakże tamtejsza Komisja Papierów Wartościowych i Giełd, funkcjonująca w ramach zintegrowanego nadzorca, stara się sprostać międzynarodowym standardom, a przede wszystkim zmniejszyć dystans do rynku niemieckiego, wprowadzając coraz nowsze instrumenty.

**Rysunek 4. Wartość i struktura obrotu na austriackim rynku papierów wartościowych w styczniu 2004 roku (dane w procentach i bilionach euro)**



Źródło: Narodowy Bank Austrii.

### 3.4. Nadzór nad rynkiem finansowym w Austrii<sup>21</sup>

Bardzo silnym ogniwem rynku finansowego, w tym bankowego, w Austrii jest zintegrowany nadzorca – Financial Market Authority. Instytucja ta powstała 1 kwietnia 2002 roku jako ciało sprawujące nadzór nad bankami, zakładami ubezpieczeń, funduszami emerytalnymi i instytucjami rynku kapitałowego.

Konieczność reformy nadzoru nad rynkiem finansowym wynikała z jednej strony z potrzeby dostosowań do tendencji międzynarodowych, z drugiej zaś – rosnąca globalizacja rynków finansowych wymusiła rozszerzenie działalności kontrolnej oraz współpracy instytucji nadzoru.

Dodatkowym wyzwaniem dla nadzoru nad omawianym rynkiem stała się rosnąca kompleksowość oferowanych usług i produktów finansowych oraz powiązań i fuzji instytucji bankowych, ubezpieczeniowych i inwestycyjnych.

Nowo powstała instytucja jest podmiotem prawa publicznego z osobowością prawną, a w wykonywaniu swoich zadań nie jest związana dyspozycjami innych organów. Poprzez ustanowienie jednej instytucji nadzoru nad rynkiem fi-

<sup>21</sup> Szerzej powyższa tematyka zostanie przedstawiona w opracowaniu M. Zaleskiej i M. Domunik, Nadzorowanie rynku finansowego w Austrii.

nansowym przewyżczono dotychczasową segmentację sektorową i osiągnięto znaczne oszczędności kosztów funkcjonowania nadzoru.

Utworzenie operatywnej, niezależnej instytucji nadzoru nad rynkiem finansowym w Austrii wzmocniło stabilność omawianego rynku, zwiększyło skuteczność nadzoru i ochronę klienta, a proces nadzoru stał się jasny i przejrzysty. Ponadto integracja miała na celu zwiększenie konkurencyjności austriackiego rynku finansowego, wzmocnienie obecności Austrii na arenie międzynarodowej poprzez implementację tendencji unijnych, a także wypracowywanie międzynarodowych standardów.

#### 4. Podsumowanie

W ciągu ostatnich piętnastu lat Austria diametralnie zmieniała swoją gospodarkę, o czym świadczą przede wszystkim dobre wskaźniki makroekonomiczne. Stopa inflacji w Austrii jest ponad dwukrotnie niższa od średniej unijnej. Niska inflacja wpływa m.in. na wysokość stóp procentowych (stopa refinansowania wynosi 2,05%).

Austria odnotowała także postęp w zmniejszaniu kwoty obciążeń podatkowych i ubezpieczeń społecznych w stosunku do PKB. Wszystko to jest efektem bardzo szczegółowo przygotowanej i realizowanej z determinacją polityki gospodarczej.

Dobre wyniki makroekonomiczne są jedną z przesłanek dynamicznie rosnących inwestycji. Austria zajmuje 15 miejsce wśród zagranicznych inwestorów w Polsce. Pod koniec 2003 roku skumulowana wartość inwestycji kapitałowych Austrii w Polsce wyniosła 1648 mln USD<sup>22</sup>. W październiku 2003 roku na warszawskiej giełdzie rozpoczęto notowania akcji Banku Austria Creditanstalt. Na początku 2005 roku BA CA opuścił WIG 20.

Giełda Wiedeńska cały czas rozwija się, zwiększa obroty, wprowadza coraz nowsze instrumenty finansowe. Jednym z głównych zadań austriackiego Ministerstwa Finansów jest zwiększenie świadomości istnienia i zasad funkcjonowania giełdy wśród społeczeństwa, co w długim okresie ma doprowadzić do wzrostu zainteresowania giełdą prywatnych inwestorów, a tym samym zwiększenia obrotów na giełdzie w Wiedniu.

Austriacki sektor bankowy został poddany istotnym przemianom w ciągu ostatniej dekady, doświadczając prywatyzacji, konsolidacji, restrukturyzacji i zmiany strategii. Rosnąca konkurencyjność banków austriackich z uwagi na wzrost wysokości bazy kapitałowej i ich ekspansja na inne rynki udowadniają, iż był to dobry wybór. Nie można też zapominać o udanej integracji nadzorów nad rynkiem finansowym w Austrii i powstaniu Financial Market Authority. Jednocześnie

<sup>22</sup> Austria – Twój..., *op. cit.*, s. 34.

trzeba zaznaczyć, iż przed Republiką Austrii ciągle jeszcze jest wiele wyzwań, szczególnie w dziedzinie regulacji prawnych.

## 5. Bibliografia

### Artykuły prasowe i okolicznościowe:

1. National Bank of Austria & Financial Markets Austria Services Ltd., The Austrian Financial Markets, A Survey of Austria's Capital Markets, revised edition 2004.

### Materiały internetowe:

1. Austria – Twój partner handlowy w Unii Europejskiej, Informator rynkowy dla polskich przedsiębiorców 2004/05, Ambasada Rzeczypospolitej Polskiej w Wiedniu, Wydział Ekonomiczno-Handlowy, [www.handelsratpolen.at](http://www.handelsratpolen.at), 22.02.2005.
2. European Central Bank, Structural analysis of the EU banking sector, 2002, [www.ecb.int](http://www.ecb.int), 10.02.2005.
3. Hauner D., Explaining Efficiency Differences Among Large German And Austrian Banks, IMF Working Paper, WP/04/140, 2004, [www.imf.org](http://www.imf.org), 10.02.2005.
4. International Monetary Fund, Austria: Financial System Stability Assessment, including Reports on The Observance of standard and Codes on the following topics: Banking Supervision, Securities Regulatory, Insurance Regulation, Anti-Money Laundering and Combating the Financing of Terrorism, 2004, [www.imf.org](http://www.imf.org), 10.02.2005.
5. International Monetary Fund, Austria: Selected Issues and Statistical Appendix, IMF Staff Country Report No.00/124, September 2000, [www.imf.int](http://www.imf.int), 10.02.2005.
6. International Monetary Fund, Financial System Stability Assessment, Austria, 2004, [www.imf.int](http://www.imf.int), 10.02.2005.
7. International Monetary Fund, Austria 2004 IV Article Consultation, Preliminary Conclusions, Vienna, 2004, [www.imf.int](http://www.imf.int), 10.02.2005.
8. International Monetary Fund, Preliminary Conclusions about Austria, Vienna, 11 May 2004, [www.imf.int](http://www.imf.int), 10.02.2005.
9. Komunikat z posiedzenia Komisji Nadzoru Bankowego w dniu 9 listopada 2005 roku, [www.nbp.pl](http://www.nbp.pl), 15.11.2005.
10. Masalski J., Sytuacja gospodarcza Austrii w 2003, Wydział Ekonomiczno-Handlowy Ambasady Rzeczypospolitej Polskiej w Austrii, 2004; <http://www.handelsratpolen.at/publikacje>, 10.02.2005.
11. Opinion of The European Central Bank of 13 February 2004 (CON/2004/5), [www.ecb.int](http://www.ecb.int), 10.02.2005.

## Rating kredytowy. Praktyczne aspekty implementacji wewnętrznych modeli oceny ryzyka kredytowego – przykład Niemiec i Japonii<sup>1</sup>

### 1. Wprowadzenie

W niniejszym opracowaniu zostanie zaprezentowany schemat najnowszego modelu wewnętrznego ryzyka kredytowego stosowanego w Grupie Finansowej niemieckich Kas Oszczędnościowych oraz rating wykorzystywany w czołowym banku japońskim, mającym także ugruntowaną pozycję na rynku międzybankowym. Celowe będzie skonfrontowanie dotychczas stosowanego systemu oceny ryzyka kredytowego wybranego banku komercyjnego funkcjonującego w Polsce z najnowszymi rozwiązaniami w tym zakresie za granicą (Niemcy, Japonia).

### 2. Model ratingu w niemieckim systemie bankowym

Jako przykład wspomnianej konfrontacji posłużą rozwiązania niemieckie – rating grupy finansowej Kas Oszczędnościowych.

Ogólny schemat i struktura podstawowych elementów wewnątrzbankowego ratingu, odpowiadającego kanonom Bazylei II, zostały przedstawione w tabeli 1.

**Tabela 1. Elementy budowy wewnętrznego ratingu kredytowego wg zasad Bazylei II**

Rating zasadniczy – relacje ekonomiczno-finansowe	Roczne sprawozdania finansowe	<i>Podstawa oceny:</i> 5. wskaźnikowa funkcja scoringowa	Ocena bieżącej sytuacji ekonomiczno-finansowej
	Majątek osobisty		
Dodatkowe i ujemne czynniki modyfikujące rating	Prowadzenie konta	<i>Podstawa oceny:</i> Karta scoringowa (pytania)	Ocena perspektyw rozwojowych przedsiębiorstwa
	Rating zewnętrzny		
	Rynek/Branża		
	Przedsiębiorstwo/Zarządzanie		
	Planowanie		

Źródło: opracowanie własne na podstawie [www.my-controlling.de/images/Bausteine-Dateien/slid0002.htm](http://www.my-controlling.de/images/Bausteine-Dateien/slid0002.htm) – 15.09.2005.

<sup>1</sup> Jest to druga część artykułu z poprzedniej edycji Zeszytów Naukowych KZiF.



Jak widać, zasadniczo odpowiada on poprzednio przedstawionemu systemowi funkcjonującemu w Polsce, przy czym podstawowe dwie grupy komponentów – jakościowe i ilościowe – są w różnym stopniu rozbudowane. Dotyczy to szczególnie analizy czynników jakościowych, składających się z 49 pytań (elementów oceny).

Sam proces ustalania ratingu jest czterostopniowy: rating finansowy (ilościowy), rating jakościowy, sygnały ostrzegawcze, umowy gwarancyjne /poręczeniowe<sup>2</sup>.

## **2.1. Elementy oceny ratingu jakościowego**

Ta część procesu ustalania ratingu ma dać pełny, opisowy obraz funkcjonowania przedsiębiorstwa, przy czym dotyczy to dużych firm o rocznych obrotach przekraczających 20 mln. euro. Skrótowo, wręcz hasłowo, podamy elementy oceny z zaznaczeniem ich wag (udziału) w całości kryteriów.

### **I. Planowanie i zarządzanie (10%):**

- *polityka informacyjna (2,2%):*
  - ocena powściągliwości informacyjnej,
  - ocena przedstawianych danych informacyjnych o przedsiębiorstwie,
- *planowanie (3,3%):*
  - ocena planowania w zakresie rachunku zysków i strat oraz bilansu,
  - ocena planowania struktury finansowania i płynności,
  - ocena planowania inwestycji,
- *controlling (4,5%):*
  - ocena ogólnej koncepcji zarządzania przedsiębiorstwem,
  - ocena rachunku kosztów,
  - ocena sprawozdawczości finansowej,
  - ocena zarządzania płynnością finansową,
  - ocena systemu wczesnego rozpoznawania ryzyk.

### **II. Zarządzanie firmą (10%):**

- *strategia przedsiębiorstwa (3%):*
  - ocena strategii przedsiębiorstwa,
  - ocena strategii zarządzania,
- *zarząd (4%):*
  - ocena fachowych kwalifikacji pierwszego poziomu managementu,
  - ocena osobowych kwalifikacji pierwszego poziomu managementu,

<sup>2</sup> Por. Rating der Sparkassen – Finanzgruppe – [WWW.Basel-II.info/newsletter.php](http://WWW.Basel-II.info/newsletter.php) – 20.09.2005.

- ocena kwalifikacji drugiego poziomu managementu,
- ocena współpracy i komunikowania się wewnątrz managementu,
- *personel (3%)*:
  - ocena polityki kadrowej,
  - ocena zadowolenia personelu,
  - ocena rynku pracy,
  - ocena specyficznych ryzyk personalnych.

### **III. Rynek i produkt (50%):**

- *produkt (10%)*:
  - ocena asortymentu produktów,
  - ocena jakości produktu/usługi,
- *pozycja rynkowa przedsiębiorstwa (10%)*:
  - ocena pozycji rynkowej,
  - ocena sytuacji konkurencyjnej,
  - ocena stabilności w zakresie konkurencji,
- *trendy rozwoju branży (10%)*:
  - ocena wzrostu rynku,
  - ocena rentowności branży,
  - ocena tempa zmian innowacyjnych branży,
  - ocena wahań rynku,
- *rynek zbytu (10%)*:
  - ocena aktualnego portfela zamówień,
  - ocena przyszłego wykorzystania zdolności produkcyjnych,
  - ocena zdolności kredytowej kontrahentów firmy,
  - ocena uzależnienia od dostawców i odbiorców,
- *uzależnienia/ryzyka specjalne (10%)*:
  - ocena zagrożeń polityczno-prawnych,
  - ocena zagrożeń społecznych,
  - ocena pozostałych rodzajów ryzyka.

### **IV. System tworzenia wartości (20%)**

- *organizacja (4%)*:
  - ocena struktury organizacyjnej,
  - ocena sprawności organizacyjnej,
  - ocena kwalifikacji managementu,
- *badania i rozwój (7%)*:
  - ocena efektywności w zakresie badań i rozwoju,
  - ocena dotychczasowego zakresu działalności badawczej i rozwojowej,

- *zaopatrzenie/magazynowanie (3%):*
  - ocena stanu zaopatrzenia,
  - ocena kondycji dostawców,
  - ocena uzależnienia rynkowego od dostawców,
  - ocena zarządzania zapasami,
- *produkcja/świadczenie usług (3%):*
  - ocena urządzeń produkcyjnych,
  - ocena procesu świadczenia usług,
- *marketing/dystrybucja (3%):*
  - ocena koncepcji marketingowej,
  - ocena zarządzania dystrybucją.

## **2.2. Elementy oceny ratingu ilościowego**

W zakresie ratingu finansowego (ilościowego) wykorzystywane są zróżnicowane wskaźniki (14) odzwierciedlające sytuację finansową, dochodowość oraz sytuację majątkową firmy.

### **I. Sytuacja finansowa (33%):**

- *cash flow 1 (9%),*
- *cash flow 2 (9%),*
- *wynik z działalności operacyjnej (9%),*
- *okres ściągania należności w dniach (6%).*

### **II. Dochodowość (17%):**

- *ROI (Return on Investment) (4%),*
- *koszty odsetek/Sprzedaż (6%),*
- *straty nadzwyczajne (3%),*
- *ROS (Return on Sales) (2%),*
- *wynik brutto/Sprzedaż (2%).*

### **III. Sytuacja majątkowa (50%):**

- *wskaźnik kapitałowy (20%),*
- *wskaźnik wypłacalności (2%),*
- *zaangażowanie kapitału (10%),*
- *zadłużenie (10%),*
- *obrót zapasami (8%).*

### 2.3. Klasy ratingowe i współczynniki niewypłacalności

Opisywany tu rating składa się z 15 klas odzwierciedlających ryzyko kredytowe przedsiębiorstwa oraz odpowiadających im współczynników niewypłacalności (*Probability of Default* – PD). W ten sposób wypełnia on wymogi Bazylei II, które zalecają stworzenie co najmniej 6 do 9 klas ryzyka.

Klasa	PD
1	0,07
2	0,12
3	0,17
4	0,26
5	0,39
6	0,59
7	0,88
8	1,32
9	1,98
10	2,96
11	4,44
12	6,67
13	10,00
14	15,00
15	20,00

## 3. Model ratingu na przykładzie japońskiego systemu bankowego<sup>3</sup>

### 3.1. Historia i zakres stosowania modelu

Przedstawiony tu system oceny ryzyka kredytowego jest stosowany w jednym z największych banków Japonii i świata od początków bieżącego stulecia, a jego model jest zunifikowany dla całej grupy finansowej owego banku, jakkolwiek zawiera również pewne niuanse właściwe dla obszaru, gdzie jest stosowany czy też dla rodzaju kredytowanego klienta (korporacje, instytucje finansowe, podmioty sfery publicznej, jednostki naukowo-badawcze, osoby fizyczne). Został on zbudowany w oparciu o doświadczenia agencji ratingowej Standard & Poor's, przy czym generalnie w odniesieniu do korporacji ma on dwie odmiany – bardziej skomplikowany rating dla korporacji o obrotach rocznych powyżej 100 mln UDS i uproszczony, oparty na scoringu, dla pozostałych firm.

<sup>3</sup> Źródło: opracowanie własne na podstawie: A. Szczepaniak, Zarządzanie ryzykiem kredytowym w japońskim systemie bankowym na przykładzie wybranego banku komercyjnego, praca dyplomowa (RPSB SGH) pod. kier. M. S. Wiatra, Warszawa 2004.

## 3.2. Konstrukcja modelu

Na końcową, 15-stopniową klasyfikację ratingową składają się dwie części:

- 1) ocena kredytobiorcy (firmy), która określa prawdopodobieństwo obsługi zadłużenia i prawdopodobieństwo bankructwa firmy;
- 2) ocena transakcji kredytowej, odzwierciedlająca jakość poszczególnych rodzajów transakcji na drodze oszacowania prawdopodobieństwa straty z tego tytułu; prawdopodobieństwo to jest funkcją długości okresu oraz wartości przyjętych zabezpieczeń spłaty kredytu.

### 3.2.1. Ocena kredytobiorcy

Proces oceny ryzyka firmy składa się z pięciu etapów:

- 1) oceny kredytobiorcy za pomocą finansowych kryteriów ilościowych,
- 2) korekty tej oceny z punktu widzenia ryzyka działalności danej firmy,
- 3) oceny stosunków własnościowych (spółka matka, koncern),
- 4) porównania/weryfikacji oceny z klasyfikacją agencji ratingowych,
- 5) określenia perspektyw ratingu.

#### Ad. 1. Ocena kredytobiorcy z wykorzystaniem wskaźników finansowych

W tej części procesu ustalania ratingu stworzono trzy różne modele wskaźników finansowych, adekwatne do podmiotów gospodarczych stosownie do ich

- skali działalności,
- regionu,
- rynku/branży.

Pierwszy model – **skali działalności** – skonstruowany przez Standard & Poor's (S&P CreditModel™) obowiązuje w stosunku do wielkich firm o obrotach powyżej 100 mln USD. Nie ma on natomiast zastosowania do oceny firm działających w: energetyce, telekomunikacji (poza Europą), transporcie, obrocie nieruchomościami oraz instytucji finansowych. Jest to model wykorzystujący najszerszą paletę wskaźników finansowych, przy czym dla celów oceny są one zróżnicowane regionalnie i odpowiednio pod tym kątem kwantyfikowane.

Drugi model wskaźników – **regionu** – dotyczy małych średnich przedsiębiorstw, o obrotach poniżej 100 mln USD rocznie. Wykorzystuje się w nim 10 wskaźników finansowych, ocenianych punktowo, adekwatnie do porównywalnych danych statystycznych z rynku, regionu, wielkości firmy (por. tabela 2).

Tabela 2. Wskaźniki finansowe i ich punktacja

Kryterium/wskaźnik	Formuła	Liczba punktów
<i>Wskaźnik płynności finansowej i pokrycia</i>		37
	Przepływy pieniężne	15
	Zadł. długoter./EBIT	10
	EBIT/Odsetki	12
<i>Wskaźnik zadłużenia</i>		20
	Aktywa netto/Aktywa ogółem	10
	Dźwignia kapitałowa	10
<i>Zdolność do generowania zysku</i>		15
	Zysk operacyjny/Przychody operacyjne	10
	Zysk ogółem/Aktywa	5
<i>Wskaźnik rozwoju</i>		10
	Zysk zatrzymany/Aktywa netto	10
<i>Wskaźnik skali działalności</i>		18
	Aktywa netto	14
	Przychody ze sprzedaży	4
<i>Ogółem</i>		100

Źródło: jak w przypisie 3.

Liczba uzyskanych punktów pozwala na zakwalifikowanie firmy do jednej z 10 klas ryzyka akceptowalnego, mieszczącego się w grupie „normalne” lub „pod obserwacją” (por. tabela 3).

Tabela 3. Punktacyjne klasy oceny kredytobiorcy

Klasa ryzyka	Punktacja
1	> 75
2	66–75
3	56–65
4	46–55
5-A	40–45
5-B	35–39
6-A	30–34
6-B	25–29
7	15–24
8	< 15

Źródło: jak w przypisie 3.

Trzeci z modeli analizy ryzyka kredytobiorcy – **ryнку/branży** – dotyczy podmiotów wnioskujących o relatywnie niewysokie kwoty kredytów i bazuje w większości na ocenie subiektywnej, odnoszącej się do tzw. jakościowej oceny podmiotu. W jego ramach punktuje się następujące kryteria:

- perspektywy rozwojowe firmy i branży,
- uzależnienie od dostawców/odbiorców,

- ogólny stan firmy,
- jakość i wiarygodność przedkładanych informacji.

## Ad. 2. Korekta oceny – uwzględnianie ryzyka działalności firmy

W tej części dotychczasowa ocena ratingowa podlega korektom (*in minus*), adekwatnie do wyspecyfikowanych, nie uwzględnianych dotąd rodzajów ryzyk, wiążących się z działalnością gospodarczą kredytobiorcy. Chodzi tu o odpowiednie (z pewnym wyprzedzeniem) reagowanie na negatywne sygnały dotyczące dwóch elementów:

- a) szczegółowej oceny standingu finansowego,
- b) ryzyka prowadzonej działalności kredytobiorcy.

### Szczegółowa ocena standingu finansowego kredytobiorcy

Projektodawcy modelu przyjęli, że wcześniej dokonane oceny sytuacji ekonomiczno-finansowej za pomocą wskaźników, nie zawsze są odbiciem rzetelnego wizerunku firmy w tym względzie i wymagają dodatkowej weryfikacji, bazującej na analizie jej aktywów. Takim procedurom podlegają kredytobiorcy o następujących negatywnych cechach:

- a) ujemnej rentowności netto,
- b) ujemnej wartości aktywów netto,
- c) prowadzący działalność w krajach ryzykownych,
- d) wskazani z innych przyczyn przez centralę banku.

Szczegółowa ocena standingu składa się z trzech etapów:

1. Wyceny (na podstawie cen rynkowych) kredytobiorcy z wykorzystaniem trzech poniższych metod:
  - a) wyceny aktywów przy założeniu kontynuowania działalności (*status quo*),
  - b) wyceny aktywów przy założeniu restrukturyzacji podstawowej działalności firmy,
  - c) wyceny likwidacyjnej – wycena aktywów pomniejszona o koszty likwidacji działalności.
2. Oceny standingu finansowego na podstawie sprawozdań finansowych (bilans, rachunek zysków i strat); chodzi w niej o określenie czasu potrzebnego na pokrycie straty oraz czasu na pokrycie wszystkich zobowiązań z wygenerowanego zysku. Dla ustalenia czasu koniecznego na usunięcie sytuacji, gdy kapitały własne firmy nie pokrywają straty, stosuje się następujące podejście:
  - wskaźnik liczby lat =  $(\text{kapitały własne} - \text{strata}) / \text{zysk netto}$ ,

- pokrycie straty przez firmę matkę; bierze się tu pod uwagę jedynie zadeklarowaną pomoc od podmiotu o odpowiednio mocnym ratingu (w granicach 1 – 5.2), będącym jednocześnie właścicielem kredytobiorcy w co najmniej 50%; dodatkowo wymaga się, by owo wsparcie finansowe zostało przyznane w ciągu roku, a zarazem dostarczony za potwierdzeniem przez te podmioty plan uzdrowienia sytuacji.

Z kolei dla ustalenia czasu koniecznego do pokrycia zobowiązań kredytobiorcy stosuje się następującą formułę:

$$\text{Wskaźnik liczby lat} = \text{NCF} / \text{Zobowiązania},$$

gdzie:

NCF (dostępne środki) = Wynik na działalności operacyjnej + amortyzacja – podatek dochodowy ~ EBIDA – *Earning Befor Interest Depreciation and Amortization*,

Zobowiązania = zobowiązania ogółem – zobowiązania wekslowe – zobowiązania podatkowe.

3. Weryfikacji tej oceny z ratingiem ustalonym za pomocą wskaźników ilościowych.

Opisywana część oceny szczegółowej pozwala na zakwalifikowanie kredytobiorcy do jednej z pięciu klas:

- Normalny,
- Pod obserwacją,
- Prawdopodobieństwo bankructwa,
- Teoretycznie bankrut,
- Bankrut.

Porównanie tej oceny z wcześniej dokonaną, na podstawie wskaźników ilościowych, stwarza przesłanki do ostatecznego nadania ratingu (gdy kredytobiorca jest zakwalifikowany do Poniżej standardu lub gorzej), względnie (dla pozostałych – Normalnych klas) poddania kredytobiorcy dalszym badaniom.

### **Ryzyka prowadzonej działalności**

W tym zakresie ocena przyjmuje postać analizy tzw. sygnałów wczesnego ostrzegania (SWO), które określają sześć wymienionych niżej rodzajów sytuacji, skutkujących obniżeniem oceny ratingowej o jeden poziom.

#### *I. Ryzyko kraju prowadzonej działalności.*

Bank prowadzi własną bazę danych (korygowaną o ratingi krajów uznanych agencji ratingowych), pozwalającą na aktualizację ryzyka negatywnych zmian politycznych, społecznych i ekonomicznych krajów.



## II. Ryzyko branży

Odpowiednie komórki organizacyjne banku (analizy rozwoju rynku) dokonują selekcji branż pod kątem ryzyka inwestycyjnego. Podmiot funkcjonujący w takiej branży ma skorygowany rating w dół o jeden pułap; dotyczy to również podmiotu działającego poza ryzykowną branżą, lecz nie dającą pewności co do jej stabilności w odpowiedniej perspektywie czasowej.

W ramach oceny ryzyka branży uwzględnia się następujące czynniki:

- faza życia branży w perspektywie 3 lat (początkowa, wzrostu, dojrzałości, schyłkowa, gwałtownego spadku),
- stabilność branży w perspektywie do 3 lat (zmiany ekonomiczne – wahania na rynku, sezonowość produkcji, produkty wiodące, zmiany kursu walut),
- wielkość rynku wg wartości obrotów,
- stan konkurencji (mierzony presją na obniżkę cen),
- trendy zmian konkurencji w perspektywie 3–5 lat (zmiany w zakresie wprowadzania nowych i wycofywania starych produktów, zwiększenie lub zmniejszenie agresywności działania partnerów na rynku, zmiany w polityce gospodarczej rządu, konkurencyjność międzynarodowa).

## III. Ryzyko zarządzania

Tego rodzaju ryzyko jest oceniane poprzez analizę następujących kryteriów negatywnie rzutujących na system zarządzania w firmie:

- doświadczenie (w przeszłości firma miała poważne problemy finansowe ze względu na błędy zarządu),
- kwalifikacje formalne i praktyczne zarządu (brak kwalifikacji i umiejętności do prowadzenia firmy; nie podjęto kroków zaradczych tym względzie),
- następcy (zarządzający w podeszłym wieku; brak następców zdolnych przejąć obowiązki zarządu),
- konflikty (występujące konflikty między zarządzającymi lub właścicielami),
- decyzje strategiczne (podejmowane decyzje strategiczne są opóźnione w stosunku do zmian w otoczeniu),
- zarządzanie ryzykiem (brak odpowiednich procedur w zakresie zarządzania ryzykiem).

## IV. Ryzyko prawne

Chodzi tu o wychwycenie zagrożeń, których źródłem są sytuacje nieprzestrzegania lub naruszania prawa. W następujących okolicznościach dokonuje się obniżenia ratingu o jeden poziom (w szczególnie uzasadnionych okolicznościach także o dwa poziomy):

- naruszenie przez firmę prawnych norm w zakresie ochrony patentowej produktów,
- nieprzestrzeganie obowiązujących w danym kraju norm prawnych w zakresie BHP i ekologii,
- inne problemy prawne, mające istotne znaczenie dla oceny zdolności kredytowej.

#### V. Ryzyko finansowania

Zagrożenie ze strony niewystarczających źródeł finansowania, skutkujące obniżeniem ratingu o jeden poziom, jest pomijane tylko w sytuacji posiadania przez firmę wystarczających kapitałów własnych lub prawnych podstaw (np. poręczenia, gwarancje) zapewniających spłatę wszystkich zobowiązań w ciągu najbliższego kwartału.

#### VI. Pozostałe rodzaje ryzyka

Wchodzi tu w grę nie wymienione wcześniej elementy ryzyka np. nie dostarczenie na czas pełnej sprawozdawczości finansowe, niedostosowanie przepisów księgowości do standardów międzynarodowych.

### Ad. 3. Ocena stosunków własnościowych

Indywidualna ocena ratingu kredytobiorcy może być na tym etapie ponownie skorygowana (*in plus* lub *in minus*) poprzez uwzględnienie stopnia powiązania firmy z korporacją lub spółką córką. Korekta taka dokonywana jest wówczas, gdy:

- podmiot powiązany jest właścicielem co najmniej połowy udziałów kredytobiorcy,
- podmiot powiązany ma istotny wpływ na decyzje kredytobiorcy,
- generowane przez kredytobiorcę nadwyżki mają istotne znaczenie dla stabilizacji pozycji całej korporacji,
- działalność kredytobiorcy stanowi istotną część podstawowej działalności całej korporacji.

Spełnienie tych warunków przy ratingu korporacji (podmiotu powiązanego) co najmniej na poziomie 5.2 powoduje podwyższenie ratingu kredytobiorcy do tegoż poziomu spółki matki. Zachodzi bowiem uzasadnione domniemanie, iż w razie finansowych problemów kredytobiorcy podmiot powiązany dofinansuje spółkę córkę. W odwrotnej sytuacji, tj. braku odpowiednich powiązań oraz niższym ratingu grupy, rating indywidualny kredytobiorcy jest obniżany do poziomu całej korporacji (jest to powszechnie akceptowana bankowa zasada: „córka nie może być lepsza od matki”).

#### Ad. 4. Weryfikacja ratingu banku z ocenami agencji ratingowych

Jeśli istnieją dostępne oceny kredytobiorcy ze strony agencji ratingowych, z zasady uwzględnia się rating najniższy. Różnica co najmniej dwóch poziomów (klas ratingów, uwzględniając wskaźnik EDF – Expected Default Frequency tj. obecny PD – *Probability of Default*) powoduje konieczność wyjaśnień i może, choć nie musi skutkować decyzją o odpowiedniej korekcie ratingu bankowego (por. tabela 4).

**Tabela 4. Klasyfikacja porównawcza ratingów – bankowego i głównych agencji ratingowych**

Rating banku	S&P / Fitch	Moody's	EDF (w %)
1	AAA ~ AA-	Aaa ~ Aa3	~ 0,05
2	A+ ~ A-	A1 ~ A3	0,06 ~ 0,15
3	BBB+ ~ BBB-	Baa1 ~ Baa3	0,16 ~ 0,60
4	BB+	Ba1	0,61 ~ 1,10
5.1	BB	Ba2	1,11 ~ 1,75
5.2	BB-	Ba3	1,76 ~ 2,25
6.1	B+	B1	2,26 ~ 3,40
6.2	B	B2	3,41 ~ 4,55
7	B-	B3	4,56 ~ 9,10
8 i poniżej	CCC+ ~	Caa1~	9,11 ~

Źródło: jak w przypisie 3.

#### Ad. 5. Perspektywy rozwoju ratingu

W końcowej części oceny ratingowej dokonuje się próby określenia tendencji zmian ratingu. Przewidywania w tej mierze są corocznie weryfikowane, przy czym najczęściej odnoszą się one do kredytobiorców z branż ryzykownych oraz podmiotów o obniżonych poziomach ratingu na etapie analizy ryzyka ich działalności operacyjnej. Perspektywa ratingu jest trójstopniowa:

- pozytywna (duże prawdopodobieństwo poprawy ratingu),
- stabilna (prognoza *status quo*),
- negatywna (duże prawdopodobieństwo pogorszenia ratingu).

Czynnikami kształtującymi opis i komentarz w tym zakresie są:

- trendy rynkowe w segmencie działania podmiotu,
- wpływy otoczenia (prawne, makroekonomiczne, polityczne, społeczne),
- elementy finansowe np. podwyższenie kapitału własnego, pożyczka podporządkowana,
- przepływy pieniężne w perspektywie 3 lat – negatywnie lub pozytywnie ocenia się zmiany w skali odpowiednio od poniżej – 10% do powyżej + 10%.

### 3.2.2. Ocena transakcji kredytowej

O ile pierwsza część oceny związana była z ustaleniem ryzyka kredytowego samego podmiotu, o tyle w tej części chodzi o określenie ryzyka samej transakcji kredytowej (prawdopodobieństwa straty na skutek zawarcia umowy kredytowej). Podstawowymi determinantami w tej mierze są: kwota transakcji, długość okresu kredytowania, uzyskane zabezpieczenia prawne, ryzyko walutowe (w przypadku kredytów w obcej walucie).

Opis ryzyka transakcji kredytowej, adekwatnie do 14 poziomów ratingu zawiera tabela 5; w dostosowaniu do poziomów ratingu zawiera też ona prawdopodobieństwa nie wywiązania się z umowy (PD – *Probability of Default*).

**Tabela 5. Rating transakcji kredytowych**

Rating	Opis sytuacji	Wskaźnik oczekiwanej straty (w %)	PD (w %)
1	Obsługa długu bardzo pewna i stabilna; wysoka zdolność kredytowa	< 0,03	0,015
2	Obsługa długu bardzo pewna; istnieją jednak przesłanki mogące w perspektywie osłabić zdolność kredytową	< 0,05	0,04
3	Obsługa długu jest bardzo pewna; prawdopodobieństwo pogorszenia sytuacji finansowej kredytobiorcy w długim okresie	< 0,08	0,065
4	Obsługa długu jest wystarczająco pewna; prawdopodobieństwo pogorszenia sytuacji finansowej kredytobiorcy w długim okresie	< 0,10	0,09
5.1	Obsługa długu jest wystarczająco pewna; prawdopodobieństwo pogorszenia sytuacji finansowej kredytobiorcy w średnim okresie	< 0,30	0,20
5.2	Obsługa długu jest wystarczająco pewna; duże prawdopodobieństwo pogorszenia sytuacji finansowej kredytobiorcy w średnim okresie	< 0,50	0,40
6.1	Bieżąca obsługa zadłużenia nie jest zagrożona; prognoza długoterminowa jest słaba	< 0,75	0,625
6.2	Bieżąca obsługa zadłużenia nie jest zagrożona; prognoza długoterminowa jest słaba a zdolność kredytowa niska	< 1,10	0,925
7	Obsługa zadłużenia w przyszłości jest niepewna; aktualnie kredytobiorca nie ma większych problemów, lecz sytuacja ta w przyszłości prawdopodobnie ulegnie pogorszeniu	< 2,50	1,80
7W	Obsługa zadłużenia jest niepewna i wymaga stałej kontroli		

Tabela 5. (cd.)

Rating	Opis sytuacji	Wskaźnik oczekiwanej straty (w %)	PD (w %)
8.1	Obsługa zadłużenia jest niepewna i wymaga stałej kontroli; kredytobiorca ma bieżące problemy finansowe	< 2,50	3,00
8.2	Obsługa zadłużenia jest niepewna a przedstawione zabezpieczenia nie pokrywają całkowicie długu; kredytobiorca ma poważne problemy finansowe		10,00
9	Obsługa zadłużenia jest niepewna a przedstawione zabezpieczenia nie pokrywają całkowicie długu; kredytobiorca ma poważne problemy finansowe, opóźnia się z bieżącym regulowaniem długu; istnieje poważne zagrożenie spłaty długu.		100,00
10	Transakcja stracona, co nie jest jednoznaczne z niemożliwością odzyskania należności w przyszłości; bieżąca sytuacja uniemożliwia jednak spłatę.		100,00

Źródło: jak w przypisie 3.

Sam proces oceny ryzyka transakcji składa się z następujących etapów.

### Szacowanie wskaźnika odzyskania zaangażowania

Jest to etap ustalania wskaźnika prawdopodobieństwa odzyskania przez bank kwoty zaangażowania w razie niewypłacalności (*default*) kredytobiorcy. Dokonuje się tego poprzez szacowanie wartości rynkowej i egzekwowalności (płynności) uzyskanych zabezpieczeń spłaty zadłużenia. Bank przyjął tu następujące normatywy redukcji (korekty) wartości zabezpieczeń (tabela 6).

Tabela 6. Parametry redukcji wartości zabezpieczeń prawnych

Rodzaj zabezpieczenia prawnego	Wskaźnik korekty (%)
Depozyt bankowy, weksel handlowy, akredytywa dokumentowa, polisa ubezpieczeniowa	100
Weksle i obligacje skarbowe	90
Obligacje komunalne	85
Obligacje przedsiębiorstw	80
Jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych, nieruchomości	70
Akcje przedsiębiorstw	60

Źródło: jak w przypisie 3.

Dane dotyczące: wskaźnika PD (na podstawie ratingu) i wskaźnika (parametru) odzyskiwanej kwoty zaangażowania (*Recovery Ratio* – RR) stwarzają podstawę dla ustalenia ryzyka kredytowego określonej transakcji kredytowej. W przypadku braku zabezpieczenia wskaźnik oczekiwanej straty (WOS – wg nomenklatury Basel II, odpowiednik LGD – *Loss Given Default*) jest równy wskaźnikowi PD (poziom ratingu), zaś w odniesieniu do transakcji zabezpieczonej wykorzystywany jest następujący wzór:

$$\text{WOS} = \text{PD} \times (1 - \text{RR}),$$

gdzie:

RR = Bieżąca wartość rynkowa zabezpieczenia x wskaźnik korekty zabezpieczenia.

Przykładowo, w razie transakcji zawartej z kredytobiorcą, mającym rating 6.1, transakcji w pełni zabezpieczonej akredytywą dokumentową (100% wartości zabezpieczenia), transakcja owa uzyska rating 1, ponieważ wskaźnik oczekiwanej straty wynosi 0%:

$$\text{WOS} = 0,625\% \times (1 - 100\%) = 0\%.$$

Zabezpieczenie w postaci akredytywy dokumentowej w pełni pokrywa ryzyko transakcji, mimo pewnych elementów ryzyka kredytobiorcy.

Poza wskazanym trybem ustalania WOS, uwzględniającym przedstawione przez kredytobiorcę zabezpieczenia, istnieje też możliwość akceptacji określonego zakresu zabezpieczeń oferowanych np. przez spółkę – matkę (poręczyciela). Sposób ustalania WOS jest wówczas następujący:

$$\text{WOS} = (\% \text{ zabezpieczonej kwoty} \times \text{PD poręczyciela}) + (\% \text{ niezabezpieczonej kwoty} \times \text{PD poręczyciela}).$$

Zasadą jest przy tym, iż dla kredytobiorców o ratingu 7 i gorszym, zabezpieczenia (poręczenia) oferowane przez osoby trzecie są akceptowane, o ile ich rating odpowiada poziomowo 5.2 i lepszemu.

Bank bierze tu również pod uwagę powiązania własnościowe oraz przynależność do korporacji. O ile działalność podstawowa kredytobiorcy nie ma większego znaczenia dla całej korporacji, rating zawieranej z nim transakcji jest obniżany o jeden poziom. Tłumaczy się to tym, iż w sytuacji problemów córki spółka matka nie będzie zbyt angażowała się w jej ratowanie.

## Weryfikacja ratingu transakcji

Kolejny etap ustalania ryzyka transakcji ma miejsce wówczas, gdy transakcja kredytowa nie ma pokrycia ryzyka w postaci odpowiednich jakościowo zabezpieczeń. W takiej sytuacji dokonuje się ponownej weryfikacji ratingu, uwzględniając trzy aspekty zagrożeń transakcji:

- długość okresu kredytowania,
- przeznaczenie kredytu,
- jakość informacji kredytobiorcy.

Rating ulega automatycznej redukcji o jeden poziom, gdy:

- 1) okres kredytowania przekracza 7 lat, a prognoza sytuacji ekonomiczno-finansowej jest negatywna,
- 2) kredyt przeznaczony jest na spłatę innego zobowiązania,
- 3) występują trudności w dostępie do pełnej dokumentacji, np. aktualnej sprawozdawczości finansowej czy poręczeń.

## Ryzyko kursowe transakcji

Ten etap oceny ryzyka transakcji dotyczy operacji związanych z walutami obcymi i dotyczy w istocie rzeczy ryzyka kraju. Ryzyko transakcji w walucie obcej jest tu wypadkową ratingu tegoż kraju i odpowiednio modyfikuje ono rating transakcji. Wyjątek stanowi wspomniana już sytuacja pełnowartościowego pokrycia ryzyka transakcji poprzez przyjęte od kredytobiorcy lub osoby trzeciej zabezpieczenia.

### 3.3. Właściwości modelu

Jak widać, system oceny indywidualnego ryzyka kredytowego wybranego banku komercyjnego Japonii zawiera wiele nowoczesnych rozwiązań charakteryzujących modele postulowane w Nowej Umowie Kapitałowej (Basel II). Nie jest to dziwne, ponieważ – o czym wspomniano na wstępie – zawiera on koncepcje opracowane przez Credit Model™ agencji ratingowej Standard & Poor's.

Biorąc pod uwagę uporządkowaną procedurę ustalania ratingu, trzeba podkreślić, że ma on określone walory:

- obiektywizm oceny poprzez wykorzystanie systemu ilościowych wskaźników finansowych w pierwszej fazie oceny,
- uwzględnianie szerokiego spektrum determinant jakościowych ryzyka, korygujących wcześniejszą ocenę ilościową,
- weryfikację oceny bankowej poprzez porównanie w końcowym etapie oceny z ocenami renomowanych agencji ratingowych,

- interesującą integrację ratingu kredytobiorcy i transakcji kredytowej poprzez uwzględnianie przedstawianych zabezpieczeń prawnych kredytobiorcy i osób trzecich.

W konsekwencji przedstawiona konstrukcja modelu stwarza następujące, sprzyjające warunki do:

- transparentności (przejrzystości) klasyfikacji kredytobiorców,
- optymalizacji decyzji kredytowych na skutek większej możliwości bezpośrednich porównań ratingów różnych kredytobiorców (w przekroju: wielkości, kraju, branży, struktury własnościowej, okresu kredytowania, przeznaczenia kredytu czy zabezpieczenia),
- przeprowadzania skutecznego monitoringu kredytowego (analiz indywidualnego i portfelowego ryzyka kredytowego).

#### 4. Podsumowanie

Na zakończenie trzeba podkreślić, iż rating w takiej postaci, jak choćby prezentowane tu systemy stosowane w Polsce w Niemczech czy Japonii, stanowi dużo wnikliwsze i bardziej skomplikowane narzędzie oceny standingu finansowego przedsiębiorstwa aniżeli jedynie analiza rocznych sprawozdań finansowych. W procesie ustalania ratingu ta ostatnia jest bowiem wzbogacana o nowoczesne „miękkie i twarde dane”, np. charakterystykę: działalności, wyników, produktu, rynków zaopatrzenia i zbytu, ocenę indywidualnej strategii zarządu, wydajności pracy, innowacyjności, szczególnych ryzyk działalności. Ich uwzględnienie pozwala na pogłębioną, przyczynowo-skutkową, analizę determinant sytuacji ekonomiczno-finansowej badanej firmy oraz w miarę wiarygodną prognozę jej rozwoju na okres kredytowania. Oczywiście, trzeba sobie też zdawać sprawę, iż realizacja tych zadań modelu ratingowego nie jest możliwa bez ciągłej weryfikacji sprawności działania systemu, ponieważ sytuacja ekonomiczna kraju, branży, przedsiębiorcy ma swoją dynamikę. W tym sensie stosowanie opisywanych odmian ratingu nakłada duże wymagania informacyjne – co nie jest, zresztą, cechą tylko charakteryzowanych modeli.

Jeżeli chce się dobrze rozpoznać ryzyko, kredytowe, trzeba skojarzyć dwa podstawowe elementy: pełną, rzetelną, aktualną informację o kredytobiorcy i jego otoczeniu oraz kwalifikowane zasoby kadry pionu kredytowego banku, umiejące je zinterpretować i nimi zarządzać.

Zaprezentowane tu przykłady funkcjonowania modeli ryzyka kredytowego mogą więc stanowić swego rodzaju praktyczne wyjście naprzeciw rozwiązaniom postulowanym przez Komitet Bazylejski w NUK.



# Opcje rzeczywiste w ocenie projektów inwestycyjnych

## 1. Wprowadzenie

W teorii finansów metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (ang. *discounted cash flow*, DCF) jest uważana za podstawowe narzędzie w ocenie projektów inwestycyjnych. W ostatnich latach była ona jednak konsekwentnie krytykowana zarówno przez teoretyków, jak i praktyków finansów. Główny zarzut to nieuwzględnianie przez metodę DCF wartości opcji rzeczywistych (ang. *real options*), które tkwią niemal w każdej decyzji inwestycyjnej, podejmowanej przez przedsiębiorstwa. Istnienie opcji rzeczywistych w projektach inwestycyjnych jest intuicyjnie uwzględniane przez kierownictwo firm, lecz dotychczas nie istniało właściwe narzędzie do kalkulacji ich wartości. Narzędzie takie okazuje się niezbędne w celu przeprowadzenia kompleksowego rachunku efektywności inwestycji i tym samym uzasadnienia podjęcia niektórych nieopłacalnych z pozoru przedsięwzięć posiadających znaczną wartość strategiczną lub dających przedsiębiorstwu szerokie możliwości elastycznego reagowania na zmieniające się warunki otoczenia.

Celem niniejszego opracowania jest przedstawienie klasycznej teorii opcji finansowych jako narzędzia do oceny inwestycji w aktywa rzeczowe w warunkach niepewności. Przedstawione zostaną również możliwości oraz istniejące ograniczenia stosowania opcji rzeczywistych w praktyce. Ponadto, podjęta zostanie próba wykazania, iż uwzględnienie wartości opcji rzeczywistych stanowi niezbędne uzupełnienie analizy projektów inwestycyjnych za pomocą tradycyjnych metod dyskontowych.

## 2. Krytyka metody DCF w ocenie projektów inwestycyjnych

Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych jest najczęściej stosowaną metodą oceny projektów inwestycyjnych. Należy ona do tzw. metod dyskontowych, które uwzględniają zmienność wartości pieniądza w czasie<sup>1</sup>. DCF polega na oszacowaniu przyszłych przepływów pieniężnych netto projektu w każdym z analizo-

---

<sup>1</sup> J. Gajdka, E. Walińska, Zarządzanie finansowe: teoria i praktyka, T. 2, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2000, s. 23.

wanych okresów, które są następnie dyskontowane do wartości bieżącej (ang. *net present value*, NPV) poprzez zastosowanie odpowiedniej stopy dyskontowej. Wynikiem analizy DCF jest odpowiedź na pytanie, o ile przedsiębiorstwo zwiększy (zmniejszy) swoją całkowitą wartość, jeśli dany projekt inwestycyjny o dodatniej (ujemnej) NVP zostanie zrealizowany. Optymalna alokacja ograniczonych zasobów finansowych przedsiębiorstwa między konkurujące ze sobą możliwości inwestycyjne oraz racjonalne zarządzanie realizowanych już projektów prowadzi do maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa dla jego właścicieli (ang. *shareholder value*).

Stosowanie metody DCF wymaga przyjęcia wielu upraszczających założeń. Do najważniejszych aspektów, które są pomijane w tej metodzie jest możliwość elastycznego zarządzania projektem w trakcie jego realizacji dzięki reakcji kierownictwa na bieżące zmiany warunków otoczenia gospodarczego, w który funkcjonuje dane przedsiębiorstwo. Znaczna zmienność bieżących wyników projektu i niepewność odnośnie jego końcowego rezultatu podwyższa ryzyko inwestycyjne przedsiębiorstwa. Upraszczenie rzeczywistości poprzez używanie deterministycznych metod (tj. DCF) w tak stochastycznym świecie może powodować błędne oszacowanie wartości projektów inwestycyjnych. DCF zakłada, że wszystkie przepływy pieniężne w poszczególnych latach prognozy są stałe, co implikuje założenie, że warunki rynkowe, w których dany projekt będzie realizowany również nie będą podlegały żadnym zmianom. Gdyby tak było w rzeczywistości, to wartość elastyczności kierownictwa zarządzającego projektem również byłaby równa zero. Jeśli jednak otoczenie gospodarcze jest zmienne, to metoda DCF obniża wartość projektów inwestycyjnych poprzez nieuwzględnianie elastyczności kadry kierowniczej, która może aktywnie zarządzać inwestycją w odpowiedzi na impulsy rynkowe i wpływać na jej wartość w trakcie jej realizacji. Zarządzanie projektami odbywa się za pomocą np.: bieżących analiz rynkowych, raportów kontrolingowych z dotychczasowego wykonania planu, decyzji o realizacji kolejnych etapów inwestycji czy ograniczeń budżetowych.

Założenie, że przyszłe przepływy pieniężne danego projektu inwestycyjnego można dokładnie i deterministycznie oszacować, jest również dużym uproszczeniem przyjętym na potrzeby analizy DCF. W rzeczywistości jest to stosunkowo trudne, ponieważ przepływy pieniężne zmieniają się stochastycznie, a dodatkowo są zazwyczaj obarczone znacznym ryzykiem. Ponadto, DCF „milcząco” zakłada, że decyzje inwestycyjne są podejmowane w momencie przeprowadzania analizy danego projektu. Czasami rozpoczęcie inwestycji może jednak zostać opóźnione do momentu wystąpienia określonych czynników, które mogą pozytywnie wpłynąć na jej wartość.

W ocenie projektów inwestycyjnych przyjmuje się tzw. zasadę odrębności, która mówi, że jeżeli przepływy pieniężne wynikające z realizacji projektu zosta-

ną raz określone, to możemy dany projekt inwestycyjny traktować jako rodzaj „minifirmy” z własnymi przychodami, kosztami, aktywami oraz przepływami pieniężnymi<sup>2</sup>. W rzeczywistości jednak przedsiębiorstwa stanowią portfel różnych projektów inwestycyjnych i generowanych przez nie przepływów pieniężnych, pomiędzy którymi występują efekty synergii, dywersyfikacji, kanibalizmu itp. Czasami analizowanie przepływów pieniężnych danego projektu nie może być przeprowadzane w oderwaniu od konkretnego przedsiębiorstwa lub innych realizowanych przez nie przedsięwzięć.

Z powodu kompleksowości projektów i tzw. efektów zewnętrznych (ang. *external effects*) może być również trudne (lub wręcz niemożliwe) przedstawienie ilościowe wszystkich czynników jedynie za pomocą przepływów pieniężnych. Nieznanym, niemierzalnym i niematerialnym czynnikiem w metodzie DCF przypisuje się wartość zero. Takie czynniki jak wizja strategiczna firmy czy przedsiębiorczość kadry kierowniczej mogą być jednak istotne dla wartości całego projektu, gdyż umożliwiają osiągnięcie przewagi konkurencyjnej na rynku lub opracowanie nowych innowacyjnych rozwiązań lub strategii.

Ponadto, do zarzutów stawianych metodzie DCF należy zaniżanie przez nią wartości projektów inwestycyjnych, gdyż ignoruje ona dwa dodatkowe źródła jej powstawania<sup>3</sup>:

- **elastyczność operacyjną** (ang. *operating flexibility*) – NPV ignoruje wartość elastyczności operacyjnej projektu inwestycyjnego, która jest zbiorem działań adaptacyjnych kierownictwa umożliwiających aktywne dostosowywanie się do zmieniających się warunków otoczenia, w którym funkcjonuje przedsiębiorstwo;
- **wartość strategiczną** (ang. *strategic value*) – NPV nie uwzględnia wartości strategicznej inwestycji, której źródłem są jej interakcje z bieżącymi lub planowanymi przedsięwzięciami przedsiębiorstwa oraz możliwości zdobycia dzięki niej przewagi konkurencyjnej na rynku.

Dzisiejsze otoczenie biznesowe charakteryzuje się m.in. wysokim poziomem konkurencji, olbrzymim wpływem wymagań klientów na produkty i usługi oraz rosnącą globalizacją i deregulacją rynków. Efektem tego jest wzrost dynamiki i zmienności otoczenia rynkowego, a tym samym zwiększenie się ryzyka funkcjonowania przedsiębiorstw. Niepewność odnośnie nawet najbliższej przyszłości wymusza na przedsiębiorstwach zapewnienie niezbędnej elastyczności dzia-

<sup>2</sup> S. A. Ross, R. W. Westerfield, B. D. Jordan, *Finanse Przedsiębiorstw*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1999, s. 312.

<sup>3</sup> L. Trigeorgis, *A Conceptual Options Framework for Capital Budgeting*, w: *Investment under Uncertainty: Classical Readings and Recent Contributions*, E. S. Schwartz, L. Trigeorgis, red., The MIT Press, London 2001, s. 79.

łania i konieczność rewidowania wcześniej założonej strategii. Przejawia się to m.in. w działalności inwestycyjnej firm. W rzeczywistości, wiele decyzji inwestycyjnych nie tylko pociąga za sobą implikacje po stronie prognozowanych wyników finansowych, lecz również tworzy pewne specyficzne możliwości strategiczne, np. wejścia na nowe atrakcyjne rynki, rozszerzenia działalności lub jej ograniczenia wówczas, gdy okaże się to uzasadnione. W trakcie trwania inwestycji kierownictwo zazwyczaj nie realizuje biernie oryginalnego planu działania, lecz aktywnie dostosowuje strategię przedsiębiorstwa do nowej, innej niż pierwotnie zakładano, sytuacji. W ten sposób, dzięki elastyczności kierownictwa, wpływ negatywnych czynników obniżających wartość projektu inwestycyjnego może zostać przynajmniej częściowo zneutralizowany, natomiast pojawiające się możliwości powiększenia oczekiwanego pierwotnie zysku lepiej wykorzystane. Tak rozumiane korzyści są wyczuwane przez menadżerów w sposób intuicyjny. Najczęściej nie można ich jednak wyrazić w formie dostatecznie precyzyjnej prognozy wyników ekonomicznych, ponieważ mają one (podobnie jak opcje) charakter warunkowy, uzależniony od okoliczności, których przewidywalność jest silnie ograniczona.

Powyższe założenia to tylko nieliczne przykłady uproszczeń, jakie są przyjmowane na potrzeby metody DCF. Przyjęcie ich często może prowadzić do błędnego oszacowania wartości analizowanych inwestycji, dlatego też konieczne wydaje się znalezienie narzędzia, które byłoby w stanie uchwycić ich dodatkową wartość wynikającą z istnienia opcji rzeczywistych.

### 3. Definicja opcji rzeczywistych

Zarówno teoretycy jak i praktycy finansów już w latach 70. XX wieku wskazywali na wady i ograniczenia tradycyjnej metody DCF, których skutkiem jest заниżanie wartości analizowanych projektów. W celu rozwiązania tego problemu Stewart C. Myers w 1977 roku jako pierwszy zaproponował przeniesienie teorii opcji finansowych na obszar inwestycji w aktywa rzeczowe<sup>4</sup>. Dziesięć lat później wyeksponował on również istnienie luki pomiędzy planowaniem finansowym i strategicznym przedsiębiorstw oraz konieczność integracji obu tych płaszczyzn w analizie projektów inwestycyjnych<sup>5</sup>. Z tego też powodu Myers uznawany jest za pioniera teorii opcji rzeczywistych (ang. *real options theory*) i jemu przypisuje się pocho-

<sup>4</sup> S. C. Myers, Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 1977, Nr 5, s. 147–176.

<sup>5</sup> S. C., Myers, Finance theory and financial strategy, w: *Investment under Uncertainty: Classical Readings and Recent Contributions*, E. S. Schwartz, L. Trigeorgis, red., The MIT Press, London 2001, s. 19–33.

dzenie tego terminu<sup>6</sup>. Prace Myers'a stworzyły bazę konceptualną do dalszych dyskusji na temat możliwości wykorzystania opcji poza „środowiskiem” rynków finansowych. W szczególności należy również zwrócić uwagę na prace A. Dixit'a i R. Pindyck'a<sup>7</sup> oraz Trigeorgis'a<sup>8</sup>.

Pod pojęciem opcji rzeczywistych rozumie się przyszłe możliwości podjęcia określonych działań przez przedsiębiorstwo oraz realizacji kolejnych projektów inwestycyjnych w połączeniu z elastycznością operacyjną kadry kierowniczej, czyli zdolnością do podejmowania adaptacyjnych decyzji w odpowiedzi na zmienne warunki otoczenia<sup>9</sup>. Opcja rzeczywista, analogicznie do opcji finansowej, istnieje wówczas, gdy przedsiębiorstwo posiada prawo, a nie obowiązek, podjęcia pewnych działań w bliższej lub dalszej przyszłości (np. inwestować lub odrzucić projekt, sprzedać lub pozostawić w firmie określone aktywa). W okresie pomiędzy dniem dzisiejszym a czasem podjęcia decyzji warunki rynkowe mogą ulec zmianie, a dana decyzja staje się przez to mniej lub bardziej opłacalna. W takiej sytuacji kierownictwo ma prawo wyboru najbardziej korzystnego wariantu, który będzie maksymalizował wartość firmy dla jej właścicieli.

Opcje rzeczywiste w wąskim znaczeniu oznaczają przeniesienie teorii opcji finansowych na aktywa rzeczowe i przedstawiają zintegrowane narzędzie do oceny inwestycji w warunkach niepewności, której ekstremalną formą jest błądzenie losowe (ang. *random walk*)<sup>10</sup>. Błądzenie losowe można zaobserwować (w przybliżeniu) na efektywnych rynkach finansowych, lecz według wielu teoretyków ekonomii proces ten powinien występować również na rynkach aktywów rzeczowych w warunkach doskonałej konkurencji<sup>11</sup>.

Pomiędzy obydwoma rodzajami opcji występuje jednak wiele różnic, które wynikają ze specyfiki opcji rzeczywistych. Opcje finansowe są przede wszystkim jasno zdefiniowane w kontrakcie, natomiast opcje rzeczywiste są zakorzenione w strategicznych inwestycjach przedsiębiorstwa. Z tego powodu istniejące w przedsiębiorstwie możliwości działania i strategicznego rozwoju (tj. opcje rzeczywiste) muszą wpieryw zostać zidentyfikowane i określone przez kierownictwo, a dopiero w dalszej kolejności następuje ich wycena i (ewentualnie) wykonanie. W przeci-

<sup>6</sup> W polskiej literaturze spotyka się również określenie opcje rzeczowe lub opcje realne.

<sup>7</sup> Por. A. K. Dixit, R. S. Pindyck, *Investment under Uncertainty*, Princeton University Press, Princeton 1994.

<sup>8</sup> Por. L. Trigeorgis, *Real options: Managerial Flexibility and Strategy in Resource Allocation*, MIT Press, Cambridge 1996.

<sup>9</sup> U. Hommel, G. Pritsch, *Marktorientierte Investitionsbewertung mit dem Realoptionsansatz: Ein Implementierungsfaden für die Praxis. Finanzmarkt- und Portfoliomanagement*, 1999, Nr 13, s. 123.

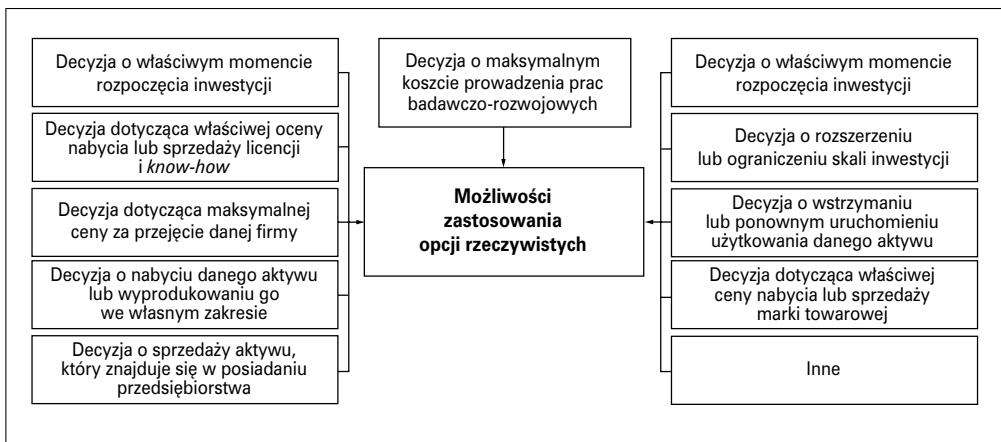
<sup>10</sup> *Random walk* oznacza, iż prawdopodobieństwo wzrostu i spadku ceny instrumentu finansowego jest równe.

<sup>11</sup> S. Howell i in., *Real options: evaluating corporate investment opportunities in a dynamic world*, Financial Times Prentice Hall, London 2001, s. 1.

wieństwie do opcji finansowych, opcje rzeczywiste odznaczają się dynamicznym podejściem do wyceny, ponieważ przedsiębiorstwo może w okresie do wykonania opcji pozytywnie wpływać na poszczególne nośniki ich wartości. Inaczej mówiąc, kierownictwo posiada strategiczną kontrolę nad właściwym dla danego przedsiębiorstwa portfelem opcji rzeczywistych (ang. *real option portfolio*) i może nim aktywnie zarządzać i go poszerzać<sup>12</sup>. Z tego powodu podejście wykorzystujące opcje rzeczywiste w analizie projektów inwestycyjnych (ang. *real option approach*, ROAp) jest nie tylko alternatywną dla DCF metodą oceny inwestycji, ale również narzędziem do strategicznego zarządzania przedsiębiorstwem, którego nadrzędnym celem jest maksymalizacja wartości dla właścicieli.

ROAp wspiera kierownictwo w podejmowaniu wielu trudnych decyzji biznesowych. Przedstawienie inwestycji jako zbioru opcji rzeczywistych wprowadza specyficzny sposób myślenia w procesie zarządzania aktywami przedsiębiorstwa. W rzeczywistości wszelkie decyzje kierownictwa mogą być postrzegane jako decyzje o nabyciu lub momencie wykonania opcji rzeczywistych. Analizując takie sytuacje biznesowe kierownictwo musi odpowiedzieć na pytanie, ile powinno się przeznaczyć na nabycie danej opcji rzeczywistej oraz kiedy (jeśli w ogóle) powinno się ją wykonać<sup>13</sup>. Na rysunku 1 przedstawione zostały potencjalne możliwości zastosowanie ROAp.

**Rysunek 1. Możliwości zastosowania opcji rzeczywistych**



Źródło: opracowanie własne.

<sup>12</sup> U. Hommel, G. Pritsch, *Investitionsbewertung und Unternehmensführung mit dem Realloptionsansatz*, w: *Handbuch Corporate Finance* pod red. A.-K. Achleitner, G.F. Thoma, *online*, Verlag Deutscher Wirtschaftsdienst, Kolonia 1999, dostęp: 6 lipiec 2004, s. 4 – <http://www.real-options.de/handbuch.pdf>.

<sup>13</sup> S. Howell i in., *Real options: evaluating corporate investment...*, *op. cit.*, s. 8.

Podsumowując definicję opcji rzeczywistych, można je określić jako systemowe i zintegrowane podejście – wykorzystujące dorobek teorii finansów, nauk zarządzania, teorii podejmowania decyzji, statystyki i modelowania ekonometrycznego – do wyceny aktywów rzeczowych (w odróżnieniu od finansowych), w dynamicznym i charakteryzującym się wysokim stopniem niepewności otoczeniu<sup>14</sup>.

#### 4. Rodzaje opcji rzeczywistych

Opcje rzeczywiste mogą istnieć w prawie każdej decyzji inwestycyjnej kierownictwa, ale nie zawsze łatwo jest je rozpoznać i jednoznacznie określić<sup>15</sup>. W celu

**Tabela 1. Rodzaje opcji rzeczywistych**

CALL	Opcja opóźnienia inwestycji <i>Option to wait</i>	– Opcja na CF brutto projektu nabytego za cenę poniesionych nakładów inwestycyjnych – Amerykańska /europejska opcja kupna
COM- POUND	Opcja etapowej realizacji inwestycji <i>Option to stage investment</i>	– Opcja na przeprowadzenie kolejnego etapu inwestycji za cenę związanych z nim nakładów inwestycyjnych – Opcja złożona (np. <i>call</i> na <i>call</i> )
CALL	Opcja zamknięcia <i>Option to shut down and restart</i>	– Opcja na CF brutto z działalności operacyjnej za cenę kosztów operacyjnych (w danym okresie) – Amerykańska/europejska opcja kupna
PUT	Opcja rezygnacji <i>Option to abandon/exit</i>	– Opcja na wartość likwidacyjną projektu za cenę rezygnacji z generowanego przez niego CF – Amerykańska/europejska opcja sprzedaży
CALL/ PUT	Opcja zmiany skali działania <i>Option to expand/contract</i>	– Opcja na dodatkowy CF brutto (część wartości likwidacyjnej) za cenę nakładów inwestycyjnych (rezygnacji z części generowanego przez projekt CF) – Amerykańska/europejska opcja kupna (sprzedaży)
CALL & PUT	Opcja zmiany <i>Option to switch</i>	– Portfel z opcji rezygnacji ( <i>abandon/exit</i> ) lub zmniejszenia skali ( <i>contract</i> ) na bieżącą działalność i opcji opóźnienia ( <i>wait/defer</i> ) lub rozszerzenia skali ( <i>expand</i> ) na działalność alternatywną; opcja zmiany
CALL	Opcja innowacji <i>Option to innovate</i>	– Opcja na wartość projektu, którego rozpoczęcie jest uwarunkowane sukcesem właśnie realizowanego – Amerykańska/europejska opcja kupna lub opcja złożona

Źródło: na podstawie U. Hommel, G. Pritsch, *Investitionsbewertung und Unternehmensführung...*, *op. cit.*, s. 14.

<sup>14</sup> J. Mun, *Real Options Analysis*. J.Wiley & Sons, New York 2002, s. 24.

<sup>15</sup> Wymaga to od kierownictwa zmiany sposobu postrzegania możliwości inwestycyjnych: myślenia w kategoriach opcji na rzeczowe aktywa przedsiębiorstwa oraz związanych z projektem szans i zagrożeń.



ułatwienia identyfikacji opcji rzeczywistych, jakie dane przedsiębiorstwo posiada w związku z realizowanymi projektami i posiadanymi aktywami rzeczowymi, podjęto próby ich kompleksowego wyodrębnienia oraz usystematyzowania. Poszczególne rodzaje opcji rzeczywistych w większości zostały zidentyfikowane i zanalizowane w pracach Dixit'a i Pindyck'a<sup>16</sup> (1994) oraz Trigeorgis'a<sup>17</sup> (1996). Specyficzny charakter opcji rzeczywistych można wyodrębnić przede wszystkim na podstawie przysługującego ich posiadaczowi prawa do podjęcia określonego działania (opcja sprzedaży, opcja kupna, opcja złożona) oraz na podstawie nośnika wartości danej opcji rzeczywistej (w szczególności instrumentu bazowego oraz ceny wykonania). W literaturze przedmiotu można znaleźć siedem podstawowych rodzajów opcji rzeczywistych, które przedstawiono w tabeli 1.

## 5. Wartość elastyczności oraz niepewności kierownictwa odnośnie do końcowego rezultatu projektu inwestycyjnego

Efektom stosowania tradycyjnej metody DCF jest uzyskanie statycznej wielkości NPV, ponieważ zakłada ona, iż wszystkie dane użyte w momencie przeprowadzania wyceny są statyczne, tj. nie podlegają zmianom w trakcie realizacji projektu inwestycyjnego. Planując przyszłe przepływy pieniężne, zakłada się najbardziej prawdopodobny scenariusz ich rozwoju poprzez przypisanie poszczególnym zmiennym wartości oczekiwanych lub najbardziej prawdopodobnych. Ograniczenie metodologii NPV wynika z faktu, iż wykorzystuje ona informacje dostępne jedynie w momencie przeprowadzania analizy w celu oszacowania parametrów składowych NPV projektu. Konsekwencją tego jest wyeksponowanie w planowaniu najbliższej przyszłości obciążonej mniejszą niepewnością oraz nieuwzględnianie długoterminowych szans rozwoju strategicznego przedsiębiorstwa. DCF nie uwzględnia możliwości zmiany wartości zmiennych bazowych oraz podjęcia działań adaptacyjnych przez kadrę kierowniczą w trakcie realizacji projektu ukierunkowanych na elastyczne dostosowywanie się do zmiennych warunków otoczenia. Tym samym podjęte na bazie NPV decyzje zakładają nieodwołalne zobowiązanie się kierownictwa do realizacji założonej na samym początku strategii, niezależnie od odchyień od założonego pierwotnie scenariusza<sup>18</sup>.

Ryzyko w planowaniu i analizie inwestycji w aktywa rzeczowe związane jest z niepewnością, czy oczekiwane przepływy pieniężne projektu zostaną faktycznie osiągnięte. Jest ono tym większe, im większa jest zmienność NPV poten-

<sup>16</sup> A. K. Dixit, R. S. Pindyck, *Investment under Uncertainty...*, *op. cit.*, s. 3–4.

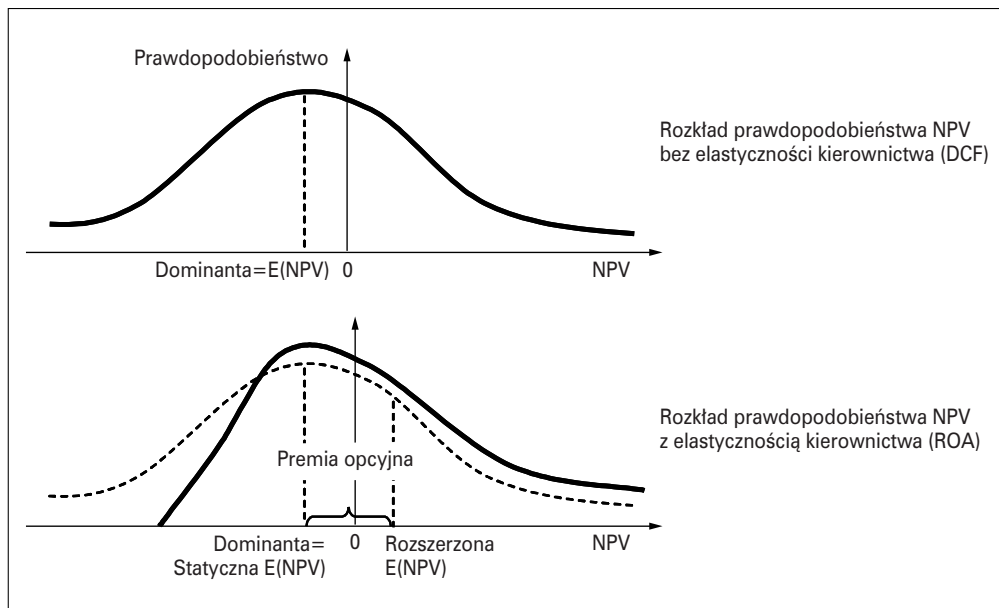
<sup>17</sup> L. Trigeorgis, *Real options: managerial flexibility and strategy...*, *op. cit.*, s. 127–129.

<sup>18</sup> L. Trigeorgis, *Valuing Managerial Flexibility*, w: *Investment under Uncertainty: Classical Readings and Recent Contributions*, E. S. Schwartz, L. Trigeorgis, red., The MIT Press, London 2001, s. 49–50.



cyjnych przepływów pieniężnych mierzona ich odchyleniem standardowym. W celu oszacowania wielkości ryzyka związanego z danym projektem, przeprowadzana jest m.in. analiza wrażliwości, analiza scenariuszy lub symulacja Monte Carlo. Dzięki tym analizom ocenia się wpływ negatywnych czynników i ustala rozkład prawdopodobieństwa możliwych wartości NPV. Główną przyczyną odchyień od prognozowanego scenariusza jest zależność projektu od przyszłych okoliczności, których wystąpienie w momencie podejmowania decyzji jest niepewne (np. uwarunkowania polityczne i prawne, reakcja konkurentów na działania przedsiębiorstwa, rynkowa reakcja klientów na produkt, jego cenę i jakość). Wraz z upływem czasu napływające z rynku informacje ukazują rzeczywisty rozwój sytuacji, a kadra kierownicza aktywnie na nią reaguje, wykorzystując pojawiające się szanse na zwiększenie zysku i eliminując potencjalne zagrożenia. Istotą wyceny opcji rzeczywistych jest korekta wartości uzyskanej w drodze standardowej analizy zdyskontowanych przepływów pieniężnych metodą DCF o wartość elastyczności kierownictwa oraz wartość korzyści strategicznych.

**Rysunek 2. Wpływ elastyczności kierownictwa na rozkład prawdopodobieństwa NPV**



Źródło: L. Trigeorgis, *Real Options: Managerial Flexibility...*, op. cit., s. 123.

W praktyce elastyczność kadry kierowniczej wprowadza asymetrię (skośność) do rozkładu prawdopodobieństwa NPV, która zwiększa rzeczywistą wartość pro-

jektu inwestycyjnego w stosunku do początkowych oczekiwań. Dodatkowa wartość projektu wynika z działań kierownictwa ukierunkowanego na wykorzystanie pojawiających się szans lub też przeciwdziałanie nowym zagrożeniom. Skutkiem tych działań jest zmniejszenie prawdopodobieństwa wystąpienia strat (lub ich ograniczenie) generowanych przez projekt oraz zwiększenie prawdopodobieństwa osiągnięcia spodziewanego lub większego zysku<sup>19</sup>.

Asymetria rozkładu prawdopodobieństwa NPV prowadzi do konieczności zweryfikowania standardowej analizy bazującej na wartości aktualnej netto. Skośność rozkładu prawdopodobieństwa NPV, spowodowana elastycznością kadry kierowniczej, wskazuje na dwa elementy składowe wartości projektu inwestycyjnego: tradycyjną (statyczną) NPV (ang. *static NPV*) oraz premię opcyjną (ang. *option premium*) za elastyczność zakorzenioną w decyzjach operacyjnych kadry kierowniczej, która jest jednocześnie wartością opcji rzeczywistej<sup>20</sup>. Premia ta może być również interpretowana jako np. zdobyta przewaga konkurencyjna lub możliwość dalszego rozwoju strategicznego przedsiębiorstwa. Elastyczność kierownictwa i tak rozumiane korzyści strategiczne nie są uwzględniane przez klasyczną metodę DCF i tym samym wartość projektów inwestycyjnych może w rzeczywistości być zaniżana poprzez nieuwzględnianie premii opcyjnej. Uzyskana w wyniku modyfikacji rozszerzona NPV (ang. *expanded NPV*) uwzględnia elastyczność operacyjną oraz wartość strategiczną projektu inwestycyjnego:

$$\text{Rozszerzona NPV} = \text{Statyczna (pasywna) NPV} + \text{Premia opcyjna.}$$

Jak wynika z powyższego wzoru, podejście bazujące na opcjach rzeczywistych wykorzystuje wynik uzyskany metodą DCF jako zmienną bazową do prowadzenia dalszej analizy. DCF zakłada w rzeczywistości pasywną strategię kierownictwa podczas realizacji projektu, z tego też powodu konieczne jest uzupełnienie wyceny projektu inwestycyjnego wartością zawartych w nim opcji rzeczywistych. Tak pojmowana klasyczna metoda DCF jest w rzeczywistości szczególnym przypadkiem ROAp w sytuacji, gdy z danym projektem nie są związane żadne opcje. Przykładem takiej inwestycji może być konserwacja maszyn w zakładzie produkcyjnym. Postrzeganie możliwości inwestycyjnych jako zbioru opcji na rzeczowe aktywa przedsiębiorstwa oferuje nowe spojrzenie na proces podejmowania decyzji o alokacji ograniczonych zasobów przedsiębiorstwa. W pewnych przypadkach poprawne może okazać się zaakceptowanie projektu wykazującego negatywną NPV, jeśli premia opcyjna wynikająca z elastyczności kierownictwa lub strategicznych

<sup>19</sup> L. Trigeorgis, A Conceptual Options Framework for Capital Budgeting, w: Investment under Uncertainty..., *op. cit.*, s. 80.

<sup>20</sup> *Ibidem*, s. 80.

korzyści projektu przewyższa negatywną statyczną NPV. Odwrotną sytuacją jest odrzucenie projektu inwestycyjnego z  $NPV > 0$ , gdy ujemna premia opcyjna powoduje, iż w ostatecznym rachunku rozszerzona NPV jest negatywna.

Stosowanie ROAp przynosi największe efekty w przypadku projektów inwestycyjnych o wysokim stopniu niepewności odnośnie końcowego rezultatu ich realizacji oraz niskiej wartości NPV (bliskiej zeru)<sup>21</sup>. Inwestycje w warunkach niepewności stwarzają przestrzeń dla elastycznego reagowania kierownictwa na zmieniające się otoczenie gospodarcze. Z drugiej strony, jeśli NPV jest bardzo duża, realizacja projektu inwestycyjnego będzie za wszelką siłę forsowana, a wartość zakorzenionej w nim elastyczności nie zostanie zazwyczaj wykorzystana. Jeśli NPV jest znacznie niższa od zera, projekt zostanie odrzucony i nawet znaczna elastyczność zakorzeniona w projekcie nie zmieni tej decyzji inwestycyjnej.

## 6. Analogia pomiędzy opcjami finansowymi i rzeczywistymi

Prawo wyboru najbardziej korzystnego dla przedsiębiorstwa sposobu reakcji na zmienne warunki otoczenia oraz uwarunkowanie wartości projektu inwestycyjnego od przyszłych niepewnych wydarzeń przemawia za użyciem klasycznej teorii opcji w celu właściwej jego analizy i wyceny. Opcje finansowe posiadają trzy podstawowe właściwości, do których należą<sup>22</sup>:

- **nieodwracalność** (ang. *irreversibility*) skutków posiadania opcji, gdyż wykonanie bądź wygaśnięcie opcji po przekroczeniu daty zapadalności ustalonej w kontrakcie powoduje nieuniknioną utratę przez nią wartości,
- **niepewność** (ang. *uncertainty*) odnośnie przyszłej wartości instrumentu bazowego oraz rozwoju innych (zmieniających się stochastycznie) nośników wartości opcji,
- **elastyczność** (ang. *flexibility*) decyzji o wykonaniu opcji, ponieważ w zależności od rozwoju wartości instrumentu bazowego posiadacz opcji może ją wykonać lub pozwolić jej wygasnąć. W przypadku opcji amerykańskiej elastyczność ta dotyczy dodatkowo momentu wykonania opcji w okresie do zapadalności.

Większość projektów inwestycyjnych posiada takie same właściwości, które występują w różnym stopniu na poszczególnych etapach ich realizacji<sup>23</sup>. Podjęcie decyzji o realizacji inwestycji ma częściowo lub całkowicie nieodwracalne skutki.

<sup>21</sup> T. E. Copeland, P. T. Keenan, How much is flexibility How much is flexibility worth? The McKinsey Quarterly, Nr 2, s. 46.

<sup>22</sup> Por. U. Hommel, G. Pritsch, Investitionsbewertung und Unternehmensführung..., *op. cit.*, s. 9.

<sup>23</sup> A. K. Dixit, R. S. Pindyck, Investment under Uncertainty..., *op. cit.*, s. 3–4.

Oznacza to, że koszt poniesiony w początkowej fazie inwestycji przynajmniej w części nie jest możliwy do odzyskania, jeśli kierownictwo przedsiębiorstwa podejmie decyzję o wycofaniu się z jej dalszej realizacji. Ponadto planowanym przyszłym przepływom pieniężnym projektu inwestycyjnego towarzyszy niepewność dotycząca ich faktycznej wielkości, a decyzja o realizacji inwestycji i jej właściwym momencie rozpoczęcia cechuje się elastycznością, co w praktyce oznacza m.in. możliwość odłożenia w czasie realizacji projektu inwestycyjnego w celu uzyskania dodatkowych informacji odnośnie do przyszłych zdarzeń.

Analogicznie, przedsiębiorstwo, które rozważa możliwość podjęcia inwestycji, posiada prawo, a nie obowiązek, nabycia wartości bieżącej (brutto) oczekiwanych przyszłych przepływów pieniężnych, których wartość zmienia się stochastycznie, poprzez poniesienie określonych nakładów inwestycyjnych przed przewidywanym momentem wygaśnięcia możliwości podjęcia realizacji danego projektu inwestycyjnego. Podejmując decyzję o kupnie opcji rzeczywistej, kierownictwo zawiera specyficzną umowę pomiędzy przedsiębiorstwem a całym otoczeniem gospodarczym, w którym funkcjonuje<sup>24</sup>. Zakłada ono tym samym, iż warunki rynkowe zmieniają się w korzystny dla przedsięwzięcia sposób.

Opcje rzeczywiste nie powstają z reguły automatycznie, lecz muszą zostać przez przedsiębiorstwo nabyte lub (w przeciwieństwie do opcji finansowych) wytworzone we własnym zakresie. Przykładowo przedsiębiorstwo może wybudować fabrykę w celu produkcji nowo rozwiniętego produktu ponosząc przy tym stałe i znane nakłady inwestycyjne  $I$ , podczas gdy popyt na nowy produkt może zmieniać się w sposób stochastyczny decydując, czy opcja jest *in-the-money* czy *out-of-the-money*. Opcję rzeczywistą stanowi w tym przypadku możliwość podjęcia decyzji o budowie fabryki za cenę  $I$ , co jest równoznaczne z nabyciem bieżącej wartości przyszłych przychodów ze sprzedaży z nowego produktu  $V$ . Opcja zostanie przez przedsiębiorstwo wykonana, gdy prognozowane przychody będą w stanie pokryć poniesione w trakcie inwestycji nakłady (tj.  $NPV > 0$ ); w przeciwnym razie pozwole jej wygasnąć. Zwrot dla właściciela opcji rzeczywistej w momencie jej wykonania można więc przedstawić następująco:

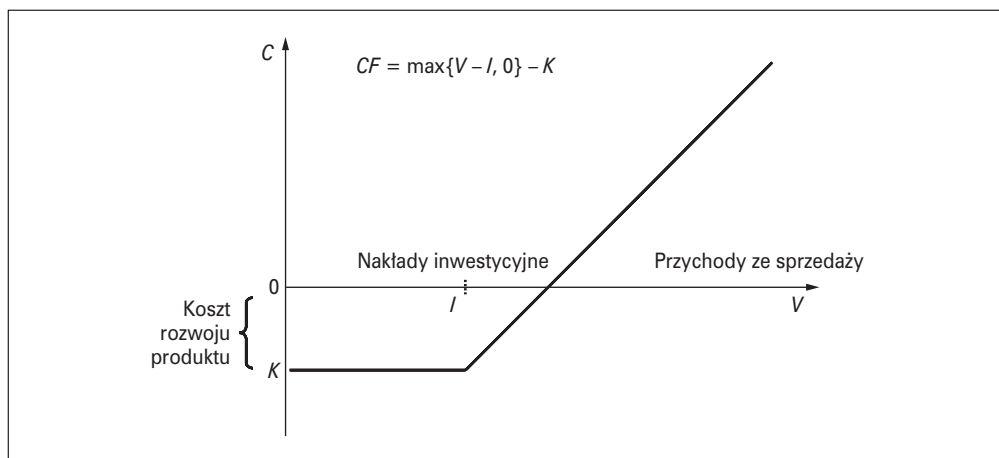
$$\begin{cases} V - I, & \text{gdy } V > I, \\ 0, & \text{gdy } V \leq I. \end{cases}$$

Przedsiębiorstwo nie posiadałoby jednak tej opcji, gdyby nie zainwestowało wcześniej w badania nad rozwojem nowego produktu. Koszt tych badań stanowi tym samym cenę nabycia (lub koszt wytworzenia) opcji rzeczywistej  $K$ . Jak łatwo

<sup>24</sup> S. Howell i in., *Real options: evaluating corporate investment...*, *op. cit.*, s. 14.

zauważyć na rysunku 3, w powyższym przykładzie zwrot z projektu jest identyczny z funkcją zwrotu finansowej opcji kupna instrumentu bazowego.

**Rysunek 3. Asymetryczny profil wypłaty opcji rzeczywistej**



Źródło: U. Hommel, G. Pritsch, *Marktorientierte Investitionsbewertung...*, op. cit., s. 123.

Opcje rzeczywiste, podobnie jak opcje finansowe, cechują się asymetryczną funkcją wypłaty. Przepływy pieniężne generowane przez inwestycję można przedstawić wzorem  $C = \max\{V - I, 0\} - K$ , co w rzeczywistości oznacza, iż przy korzystnych warunkach rynkowych mogą one być nieskończenie wielkie, zaś w sytuacji niekorzystnej dla właściciela strata jest ograniczana do minimum, czyli poniesionych na samym początku kosztów nabycia opcji rzeczywistej (tu: kosztów prac badawczo-rozwojowych).

Analogia pomiędzy opcjami finansowymi i rzeczywistymi jest bardzo intuicyjna. W tabeli 2 zestawione są poszczególne parametry opcji finansowych i rzeczywistych oraz ich interpretacja.

Stosowanie analogii pomiędzy opcjami finansowymi i rzeczowymi napotyka na wiele ograniczeń. Posiadacz opcji finansowej może jedynie biernie obserwować ruchy cen instrumentu bazowego, które decydują, czy opcja jest *in-the-money*, *at-the-money* czy *out-of-the-money*. W przeciwieństwie do niego posiadacz opcji rzeczywistej dzięki elastyczności działania ma możliwość, jak również zobowiązanie wobec akcjonariuszy, wpływania na zmiany wartości instrumentu bazowego, w celu zmniejszenia ryzyka poniesienia straty z inwestycji, lub też powiększenia spodziewanego zysku. Jest to swoiste zarządzanie portfelem opcji rzeczywistych danego przedsiębiorstwa w celu maksymalizacji jego wartości dla akcjonariuszy.

**Tabela 2. Interpretacja parametrów opcji rzeczywistych i finansowych**

	Opcja finansowa	Opcja rzeczywista
Rodzaj prawa	Prawo kupna instrumentu bazowego po wcześniej ustalonej cenie wykonania	Prawo nabycia CF (brutto) z inwestycji za cenę poniesionych nakładów inwestycyjnych
$S = V$	Cena akcji	NPV przepływów pieniężnych (brutto) generowanych przez inwestycję
$X = I$	Cena wykonania opcji	Nakłady inwestycyjne
$T$	Czas do wygaśnięcia opcji	Czas do wygaśnięcia możliwości do podjęcia inwestycji
$\sigma^2$	Zmienność cen akcji określona wariancją	Zmienność NPV projektu określona wariancją CF
$r_t$	Stopa wolna od ryzyka	Stopa wolna od ryzyka
$y$	Wysokość dywidendy wypłacanej z instrumentu bazowego	Spadek NPV projektu za sprawą konkurencji lub koszt utrzymania opcji

Źródło: M. A. Brach, *Real Options in Practice*, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken 2003, s. 43.

Jak widać, kluczową różnicą pomiędzy obydwoma rodzajami opcji jest fakt, iż decyzja o wykonaniu finansowej opcji na akcję nie ma wpływu na wartość spółki, natomiast niewłaściwa decyzja o wykonaniu (lub nawet porzuceniu) opcji rzeczywistej może znacznie zmienić stan zasobów przedsiębiorstwa, a nawet jego wartość dla właścicieli. Kolejną rozbieżnością jest kwestia okresu życia ekonomicznego opcji. Posiadacz opcji rzeczywistej nie zna najczęściej dokładnego okresu do wygaśnięcia opcji, podczas gdy w przypadku opcji finansowych jest on znany i uregulowany w kontrakcie.

Lenos Trigeorgis, jeden z głównych twórców teorii opcji, wyróżnił trzy obszary, które wskazują na ograniczenia w stosowaniu analogii pomiędzy tradycyjnymi opcjami finansowymi a opcjami rzeczywistymi<sup>25</sup>.

Pierwsza różnica powstaje w momencie próby identyfikacji prawa własności do opcji. Cechą klasycznej opcji kupna na akcje jest jej wyłączność (ang. *proprietary*), co oznacza, że daje ona właścicielowi opcji wyłączone prawo do jej wykonania<sup>26</sup>. Niektóre opcje rzeczywiste, niezależnie od konkurencyjnego otoczenia, również dają swoim właścicielom podobne prawo. Są to np. korzyści wynikające z posiadania patentu na wytwarzanie produktów, które nie posiadają bliskich substytutów, unikalnego *know-how* lub procesu technologicznego, jak też korzystnych warunków rynkowych, których konkurenci przynajmniej przez jakiś czas nie są w stanie osiągnąć. Ogólnie można stwierdzić, iż wszystkie inwestycje z dużymi barierami wejścia dla konkurencji są przykładem wyłącznych opcji rze-

<sup>25</sup> L. Trigeorgis, *Real options: Managerial Flexibility and Strategy...*, *op. cit.*, 1996, s. 127–129.

<sup>26</sup> *Ibidem*, s. 128.

czywistych. Pozostałe rodzaje możliwości inwestycyjnych mogą być jednak posiadane równolegle przez kilku konkurentów. Przykładem takich opcji jest wprowadzenie nowego produktu, który może łatwo być wyparty z rynku przez substytuty konkurencji lub też penetracja nowego rynku geograficznego bez dużych barier wejścia. Te opcje nazywane są współdzielonymi (ang. *shared*), ponieważ są zbiorowymi możliwościami inwestycyjnymi danej branży i mogą być wykonane przez każdą z istniejących na rynku firm<sup>27</sup>. Rynkowe interakcje konkurentów mają oczywiście inny wpływ na opcje wyłączne, a inny na współdzielone.

Kolejną różnicę stanowi niedoskonałość rynku aktywów rzeczowych w stosunku do rynku instrumentów finansowych. Wartość opcji finansowych zależy od instrumentu bazowego, który jest jednoznacznie określonym instrumentem finansowym. Jego wartość jest łatwo obserwowalna dzięki istnieniu aktywnego i efektywnego rynku. W ten sposób klasyczne opcje finansowe mogą swobodnie i często przy minimalnych kosztach transakcyjnych zmieniać swojego właściciela. Opcje rzeczywiste, podobnie jak większość projektów inwestycyjnych, mają natomiast charakter sytuacyjny i nie są przedmiotem obrotu na aktywnym rynku. Spowodowane jest to brakiem płynności instrumentu bazowego lub nawet nieistnieniem jego fizycznej postaci, gdy wypłata uzależniona jest od jakiegoś pozytywnego zdarzenia lub informacji<sup>28</sup>. Do nielicznych wyjątków należą np. posiadane przez przedsiębiorstwo patenty lub umowy licencyjne, które są zbywalne, lecz odbywa się to na niedoskonałym rynku, przy znacznym koszcie.

Opcje rzeczywiste charakteryzują się także większą kompleksowością i interakcjami między sobą. Opcje rzeczywiste są w porównaniu do finansowych o wiele bardziej kompleksowe, ponieważ mogą wzajemnie na siebie oddziaływać i wpływać w ten sposób na swoją wartość. Upraszczając można stwierdzić, iż opcje rzeczywiste nie posiadają własności addytywności, czyli suma wartości opcji rzeczywistych rozpatrywanych osobno nie jest równa sumie wartości tych opcji razem, o ile wykonanie jednej opcji wpływa na wartość drugiej<sup>29</sup>.

Nie wszystkie opcje rzeczywiste są prostymi opcjami *call* lub *put* (ang. *plain vanilla*). Większość opcji rzeczywistych ma postać złożonej opcji amerykańskiej, co oznacza, że mogą być wykonane w każdym momencie do wygaśnięcia opcji, a ich wypłata jest kolejną opcją (ang. *compound options*, tj. opcje na opcje).

<sup>27</sup> *Ibidem*, s. 128.

<sup>28</sup> Por. U. Hommel, G. Pritsch, *Investitionsbewertung und Unternehmensführung...*, *op. cit.*, s. 15. Autor jako przykład opcji rzeczywistych, w których brak fizycznej postaci instrumentu bazowego, podaje opcje związane z projektami badawczo-rozwojowymi.

<sup>29</sup> Interakcje pomiędzy opcjami rzeczywistymi występują, gdy ich wykonanie zależy czasowo lub też mają one ten sam instrument bazowy. Odmienna jest sytuacja, gdy wykonanie (bądź nie) opcji rzeczywistej wpływa na charakter lub nawet istnienie innych.



Możliwe są również opcje egzotyczne<sup>30</sup>. W opcjach rzeczywistych wartości wielu parametrów nie są jednoznacznie zdefiniowane (np. cena instrumentu bazowego, zmienność), ponieważ podlegają one działaniu wielu czynników losowych. Z drugiej jednak strony przedsiębiorstwo ma możliwość wpływania na nie poprzez swą elastyczność. Kierownictwo może przykładowo przyspieszyć lub opóźnić projekt, a także wpływać na wielkość nakładów inwestycyjnych poprzez stosowanie odpowiedniej technologii.

Kolejnym utrudnieniem jest konieczność uwzględnienia wpływu konkurencji na wartość posiadanych przez przedsiębiorstwo opcji rzeczywistych. Jeśli konkurencja wykona wcześniej niż przedsiębiorstwo współdzieloną opcję, może to spowodować m.in. skrócenie się czasu do wygaśnięcia opcji lub zmniejszenie wartości projektu. Finansowa opcja kupna jest opcją prostą (ang. *simple*), ponieważ jej wartość w momencie wykonania zależy jedynie od wartości instrumentu bazowego, czyli ceny akcji spółki<sup>31</sup>. Także niektóre opcje rzeczywiste (takie jak konserwacja maszyn lub modernizacja zakładu) są proste, ponieważ ich wartość w momencie wykonania jest ograniczona wartością projektu. Wykonanie wielu innych opcji rzeczywistych prowadzi jednak do pojawienia się kolejnych możliwości inwestycyjnych. Sytuacja taka jest klasyczna dla inwestycji realizowanych etapowo, gdzie ukończenie jednego z nich jest warunkiem do rozpoczęcia kolejnej fazy projektu. Opcje złożone posiadają z reguły większy wpływ na strategię przedsiębiorstwa niż opcje proste. Ponadto ich analiza jest bardziej skomplikowana, ponieważ opcje złożone muszą być postrzegane nie jako niezależna inwestycja, lecz jako człon w łańcuchu powiązanych ze sobą projektów inwestycyjnych, w którym wcześniejsze inwestycje warunkują możliwość rozpoczęcia kolejnych<sup>32</sup>.

## 7. Podsumowanie

Teoria opcji rzeczywistych ma już ponad 25 lat, ale jak dotychczas, pomimo wyraźnych zalet, nie wywalczyło należnego sobie miejsca w praktyce. Badanie przeprowadzone w 2002 roku przez Ryan'a<sup>33</sup> wykazało, iż jedynie 11,4% amerykańskich firm stosuje w swojej praktyce ROAp, podczas gdy 85,1% przeprowadza analizę wpływu ryzyka na projekty inwestycyjne stosując analizę wrażliwości, natomiast 66,8% wykorzystuje analizę scenariuszy. Tradycyjną metodę NPV stosuje aż 96% firm. Powyższe wyniki dowodzą, że ROAp w dalszym ciągu cieszy

<sup>30</sup> Opcją egzotyczną jest np. tzw. *rainbow option*, która ma więcej niż dwa instrumenty bazowe.

<sup>31</sup> L. Trigeorgis, *Real options: Managerial Flexibility and Strategy...*, *op. cit.*, s. 129.

<sup>32</sup> *Ibidem*, s. 129.

<sup>33</sup> E. Teach, *Will Real Options Take Root?* CFO, 2003, Nr 7, s. 73.



się większym zainteresowaniem w kręgu akademickim niż w rzeczywistym życiu gospodarczym. Dzieje się tak, ponieważ kompleksowość, wieloaspektowość oraz trudności w implementacji ROAp, związane z brakiem odpowiedniego przygotowania teoretycznego kadry kierowniczej, stanowią poważną barierę w procesie zmiany sposobu myślenia przedsiębiorstw.

Główne trudności przy stosowaniu ROAp związane są z identyfikacją opcji, ich kompleksowością, szacowaniem wartości parametrów wejściowych do modeli wyceny opcji oraz trudnościami metodologicznymi. Pomimo to, analizę i wycenę opcji rzeczywistych należy uznać za bardzo przydatne narzędzie rozszerzania tradycyjnej analizy efektywności projektów inwestycyjnych. Zupełne pomijanie wartości opcji rzeczywistych w ocenie projektów inwestycyjnych prowadzi bowiem do zaniżania wartości analizowanego przedsięwzięcia i nieoptymalnej alokacji zasobów finansowych.

## **8. Bibliografia**

1. Brach M. A., *Real Options in Practice*. John Wiley & Sons, Inc., Hoboken 2003.
2. Copeland T. E., Keenan P. T., How much is flexibility How much is flexibility worth?, „The McKinsey Quarterly”, Nr 2, s. 38–49.
3. Dixit A. K., Pindyck R. S., *Investment under Uncertainty*, Princeton University Press, Princeton 1994.
4. Gajdka J., Walińska E., *Zarządzanie finansowe: teoria i praktyka*, T. 2, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2000.
5. Hommel U., Pritsch G., *Investitionsbewertung und Unternehmensführung mit dem Realloptionsansatz*, w: *Handbuch Corporate Finance* pod red. Achleitner A.-K., Thoma G. F., online, Verlag Deutscher Wirtschaftsdienst, Kolonia 1999, dostęp: 8 wrzesień 2005 – <http://www.real-options.de/handbuch.pdf>.
6. Hommel U., Pritsch G., *Marktorientierte Investitionsbewertung mit dem Realloptionsansatz: Ein Implementierungsfaden für die Praxis*, *Finanzmarkt- und Portfoliomanagement*, 1999, Nr 13.
7. Howell S. i in., *Real options: evaluating corporate investment opportunities in a dynamic world*, Financial Times Prentice Hall, London 2001.
8. Mun J., *Real Options Analysis*. J. Wiley & Sons, New York 2002.
9. Myers S. C., *Determinants of corporate borrowing*, „Journal of Financial Economics”, 1977, Nr 5.
10. Myers S. C., *Finance theory and financial strategy*, w: *Investment under Uncertainty: Classical Readings and Recent Contributions* pod red. E. S. Schwartz, L. Trigeorgis, The MIT Press, London 2001.

11. Ross S. A., Westerfield R. W., Jordan B. D., *Finanse Przedsiębiorstw*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1999.
12. Teach E., Will Real Options Take Root? *CFO*, 2003, Nr 7.
13. Trigeorgis L., A Conceptual Options Framework for Capital Budgeting, w: *Investment under Uncertainty: Classical Readings and Recent Contributions*, E. S. Schwartz, L. Trigeorgis, red., The MIT Press, London 2001.
14. Trigeorgis L., *Real options: Managerial Flexibility and Strategy in Resource Allocation*, MIT Press, Cambridge 1996.

## Zastosowanie techniki Heikin-Ashi na rynku kapitałowym

### 1. Wprowadzenie

Po raz pierwszy japońskie techniki inwestycyjne zostały wykorzystane na rynkach amerykańskich i europejskich na początku lat 90. Do podstawowych technik japońskich zalicza się: świece japońskie, renko, kagi, przełamanie trzech linii i Ichimoku<sup>1</sup>. Wykorzystanie tych technik doprowadziło do zupełnie nowego postrzegania sił popytu i podaży rządzących cenami na giełdach amerykańskich i europejskich. Największą popularnością spośród wielu technik japońskich cieszą się świece japońskie (w dalszej części artykułu będą one nazywane klasycznymi). Technika Heikin-Ashi<sup>2</sup> stanowi pewnego rodzaju modyfikację tej metody, której głównym zadaniem jest wyeliminowanie szumu z klasycznej techniki świec japońskich. W wyniku prostych zbiegów otrzymuje się znacznie lepszy obraz trendów i obszarów konsolidacji (baz).

### 2. Zasady techniki Heikin-Ashi

W technice Heikin-Ashi poszczególne ceny ( $haC$ ,  $haO$ ,  $haH$ ,  $haL$ <sup>3</sup>), niezbędne do utworzenia pojedynczej świecy, otrzymujemy przy pomocy następujących formuł<sup>4</sup>:

$$haC_t = \frac{(O_t + H_t + L_t + C_t)}{4},$$
$$haO_t = \frac{haO_{t-1} + haC_{t-1}}{2},$$

<sup>1</sup> S. Nisson, Świece i japońskie inne techniki analizowania wykresów, WIG-Press, Warszawa 1996, S. Nison, Japanese Candlesticks Charting Technique, New York Institute of Finance, Englewood Cliffs, NY 1991, G. Morris, Wykresy świecowe, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1998 oraz Borowski K., Technika Ichimoku (renesans japońskiej techniki inwestowania), Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów, Zeszyt 19, Warszawa 2001, s. 102–108.

<sup>2</sup> *Heikin* oznacza w języku japońskim wartość przeciętną lub równowagę, natomiast *ashi* – słupek. Na podstawie Y. Yamanaka, Chartpoint Issue, Nr 12/2003 oraz D. Valcu, Using the Heikin-Ashi Technique, „Technical Analysis of Stocks and Commodities”, Nr 2/2004.

<sup>3</sup> Stanowiące odpowiedniki ceny zamknięcia (C), otwarcia (O), najwyższej (H) i najniższej (L) w klasycznej technice świec japońskich.

<sup>4</sup> Na podstawie strony internetowej: <http://www.investopedia.com/articles/technical/04/092204.asp>, z dnia 15.07.2005 i strony internetowej: <http://www.educofin.com/>, z dnia 15.07.2005.

$$haH_t = \max(H_t, haO_t, haC_t),$$

$$haL_t = \min(L_t, haO_t, haC_t),$$

gdzie:

$C_t$  – cena zamknięcia na sesji  $t$ ,

$C_{t-1}$  – cena zamknięcia na sesji  $t-1$ ,

$O_t$  – cena otwarcia na sesji  $t$ ,

$O_{t-1}$  – cena otwarcia na sesji  $t-1$ ,

$H_t$  – cena najwyższa na sesji  $t$ ,

$L_t$  – cena najniższa na sesji  $t$ ,

$\max(H_t, haO_t, haC_t)$  – maksimum z trzech cen:  $H_t, haO_t, haC_t$ ,

$\min(L_t, haO_t, haC_t)$  – minimum z trzech cen:  $L_t, haO_t, haC_t$ .

Pozostałe reguły rysowania świec w tej technice są identyczne z obowiązującymi w technice klasycznej świec japońskich<sup>5</sup>.

W metodzie Heikin-Ashi, podobnie jak ma to miejsce w technice świec japońskich, inwestorzy mogą przy konstrukcji poszczególnych świec wykorzystywać różnego rodzaju horyzonty czasowe: intraday, dzienny, tygodniowy, miesięczny etc. Technika Heikin-Ashi może być zastosowana zarówno na rynku akcji, indeksów, instrumentów pochodnych walutowym, jak i na rynku towarów (*commodities*).

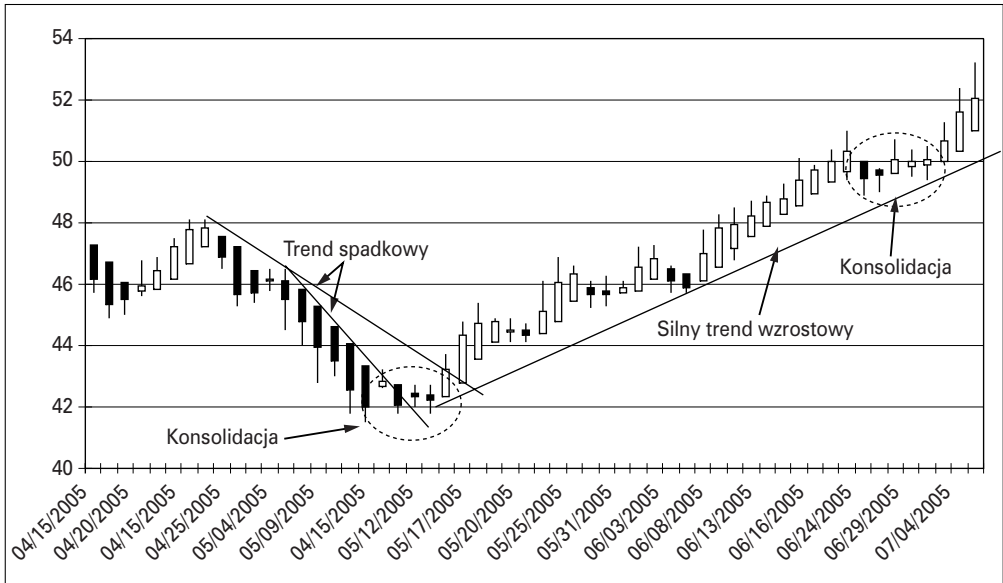
Na rysunkach 1–4 przedstawione zostały wykresy cen PKN Orlen i Pekao w okresie 15.04–07.07.2005 r. w technice Heikin-Ashi i technice klasycznych świec japońskich.

Wykresy wykonane w technice Heikin-Ashi wydają się być „wygładzone” w stosunku do wykresów w klasycznej technice świec japońskich. Seria białych świec w technice Heikin-Ashi doskonale uwidacznia trend wzrostowy panujący na wykresie danego waloru. Duże białe korpusy pozbawione są w większości przypadków cieni dolnych. Zaś seria świec czarnych odzwierciedla trend spadkowy, a duże czarne korpusy występują bez cieni górnych. Luki cenowe, stosunkowo często powstające na wykresach wykonanych w klasycznej technice świec japońskich, znikają<sup>6</sup> w technice Heikin-Ashi.

<sup>5</sup> S. Nisson, Świece i japońskie inne techniki analizowania wykresów, WIG-Press, Warszawa 1996.

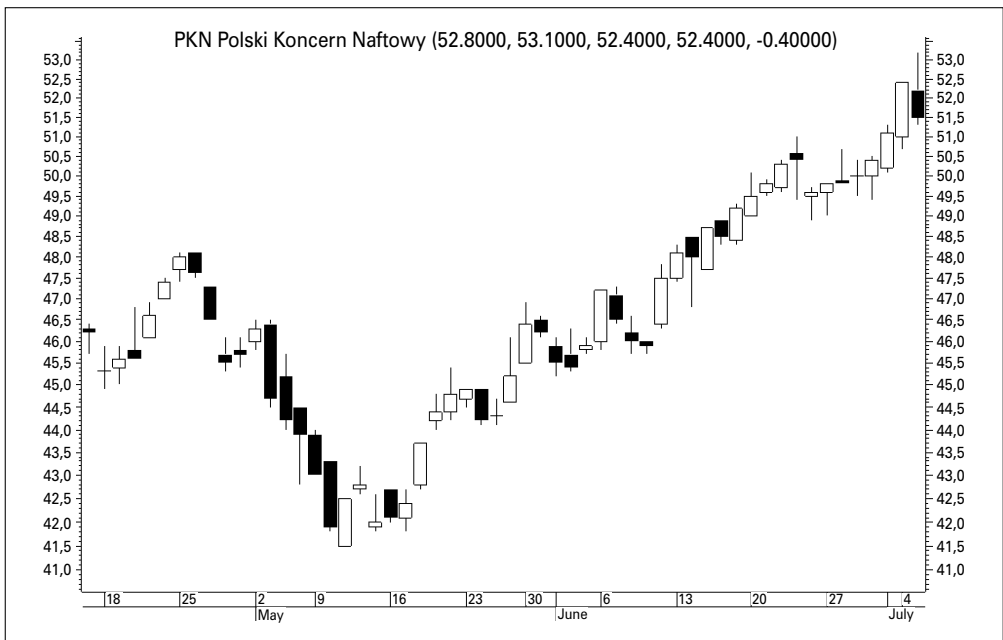
<sup>6</sup> Z uwagi na stosowane w technice Heikin-Ashi procedury obliczeniowe, luki cenowe z techniki świec japońskich zostają włączone do korpusów odpowiednich świec (można zatem mówić o zmodyfikowanych świecach japońskich). Niestety utrata luk hossy i bessy, tzn. odpowiednich poziomów wsparcia i oporu, stanowi pewien mankament metody Heikin-Ashi.

**Rysunek 1. Cena akcji PKN Orlen w technice Heikin-Ashi**



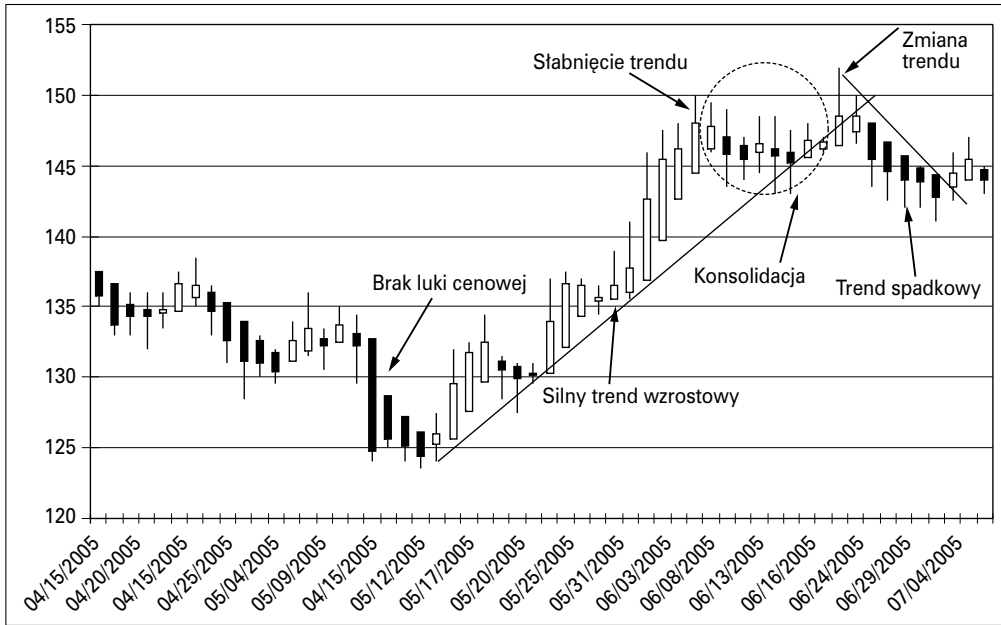
Źródło: opracowanie własne.

**Rysunek 2. Cena akcji PKN Orlen w klasycznej technice świec japońskich**



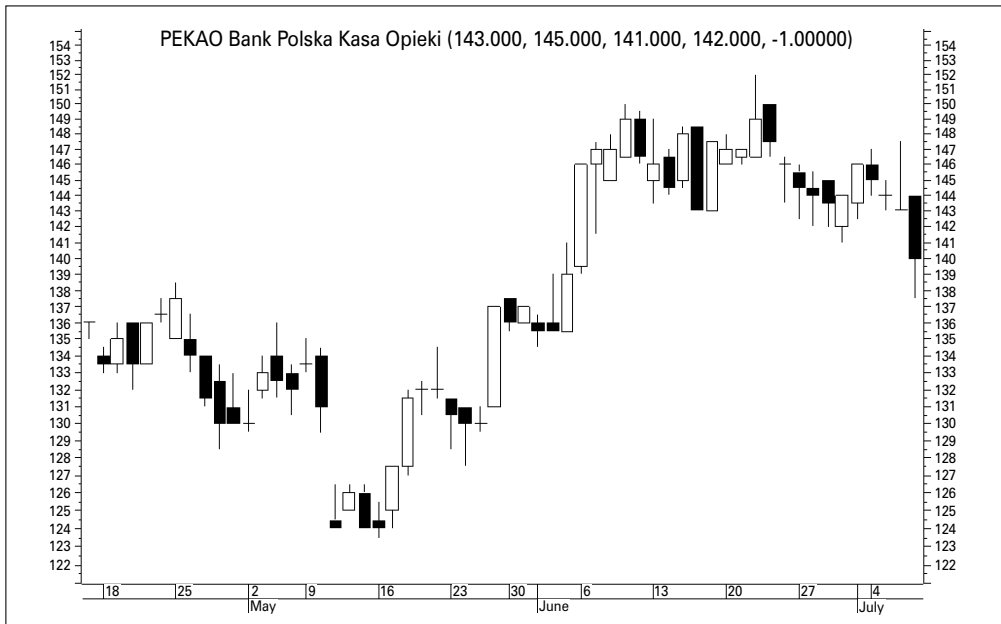
Źródło: opracowanie własne.

Rysunek 3. Cena akcji Pekao w technice Heikin-Ashi



Źródło: opracowanie własne.

Rysunek 4. Cena akcji Pekao w klasycznej technice świec japońskich



Źródło: opracowanie własne.

Fakt skracania się długości korpusów świec jest oznaką słabości trendu. Można zatem wysunąć wniosek o zbliżającej się korekcie. Z kolei świece o małych korpusach z dużymi cieniami górnymi stanowią zapowiedź zmiany trendu na spadkowy. W okresie konsolidacji zazwyczaj występują świece o małych korpusach z dużymi cieniami górnymi i dolnymi. Możliwe układy świec i cieni na wykresach Heikin-Ashi przedstawione zostały w tabeli 1.

**Tabela 1. Możliwe układy świec na wykresie Heikin-Ashi**

Zachowanie trendu	Obecny trend	
	Wzrostowy	Spadkowy
Normalny trend	Zwykujące białe świece	Zniżkujące czarne świece
Trend staje się silniejszy	Zwykujące białe świece bez cieni dolnych	Zniżkujące czarne świece bez cieni górnych
Trend staje się słabszy	Ciała świec stają się mniejsze – uwaga na cienie dolne	Ciała świec stają się mniejsze – uwaga na cienie górne
Konsolidacja (baza)	Świece o małych korpusach z długimi cieniami górnymi i dolnymi	Świece o małych korpusach z długimi cieniami górnymi i dolnymi
Zmiana trendu	Świece o bardzo małych korpusach z długimi cieniami górnymi i dolnymi. Ten układ jest bardzo często podobny do układu świec w konsolidacji	Świece o bardzo małych korpusach z długimi cieniami górnymi i dolnymi. Ten układ jest bardzo często podobny do układu świec w konsolidacji

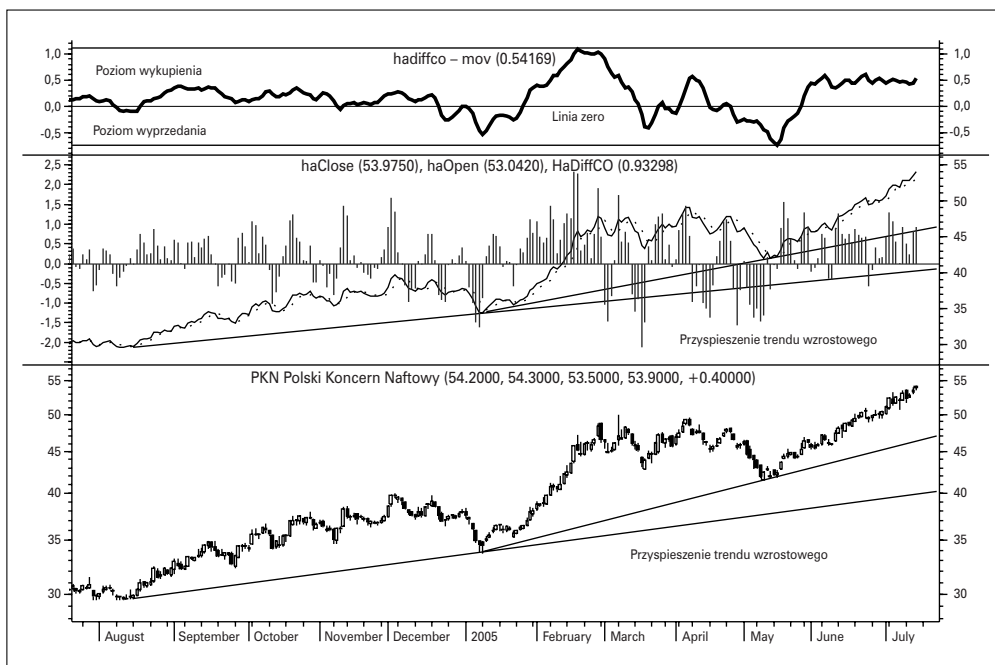
Źródło: opracowanie własne na podstawie D. Valcu, Using the Heikin-Ashi Technique, „Technical Analysis of Stocks and Commodities”, Nr 2/2004.

W układzie klasycznych świec możliwe jest także zastosowanie oscylatorów i wskaźników bazujących na technice Heikin-Ashi. Podstawowym oscylatorem może być różnica ceny zamknięcia i otwarcia w tej technice:

$$DiffCO_t = haC_t - haO_t.$$

Na oscylator DiffCO może zostać nałożona zwykła średnia ruchoma, np. 14-sesyjna. Oscylator i jego średnia przedstawione zostały na rysunku 5. Jedną ze strategii inwestycyjnych przy wykorzystaniu dłuższej średniej może być poszukiwanie poziomów wykupienia i wyprzedania do przeprowadzania transakcji sprzedaży i kupna. Np. wszystkie transakcje wejścia na rynek akcji Pekao w momencie, gdy średnia ruchoma z oscylatora osiągała poziom wyprzedania, okazały się niezwykle skuteczne – por. rysunek 6.

**Rysunek 5. Cena PKN Orlen w układzie klasycznych świec wraz z oscylatorem DiffCO i jego średnią 14 sesyjną ruchomą**



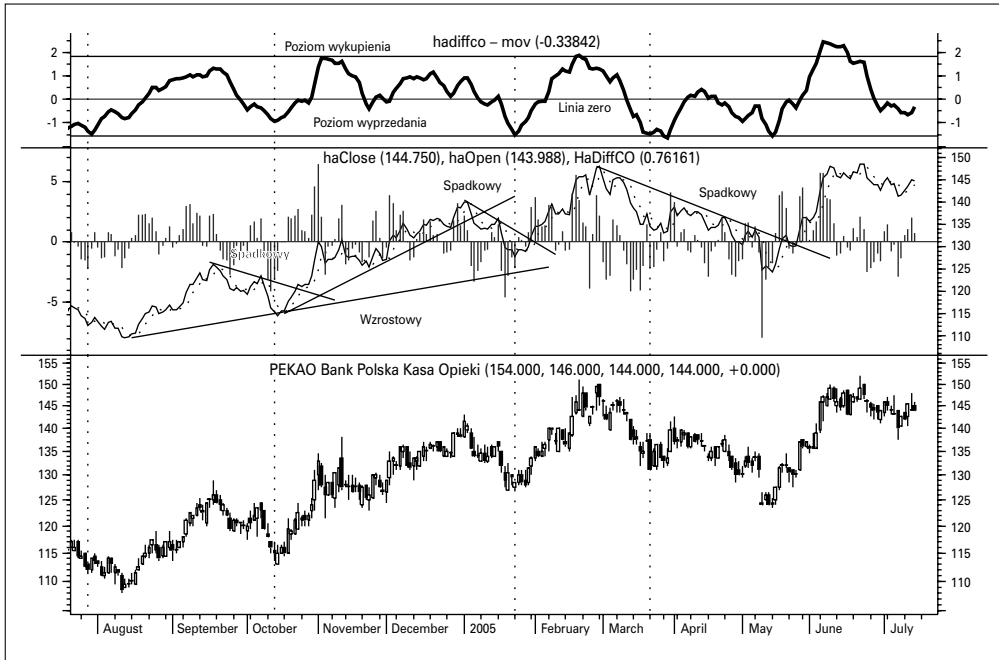
Wykres górny – średnia ruchoma oscylatora DiffCo,

Wykres środkowy – cena haC i haO oraz oscylator DiffCO.

Źródło: opracowanie własne.



**Rysunek 6. Cena Pekao w układzie klasycznych świec wraz z oscylatorem DiffCO i jego średnią 14-sesyjną ruchomą**



Wykres górny – średnia ruchoma oscylatora DiffCo,

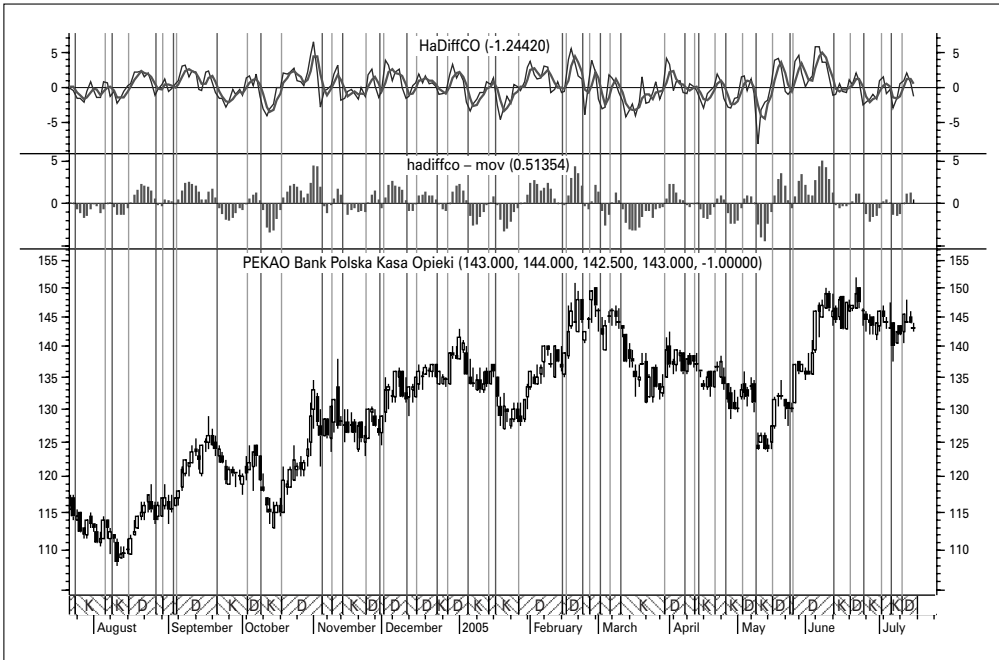
Wykres środkowy – cena haC i haO oraz oscylator DiffCO.

Zakup akcji w momencie, gdy średnia ruchoma z oscylatora DiffCO osiągała poziom wyprzedzenia, prowadził do nabycia walorów w lokalnym dołku cenowym.

Źródło: opracowanie własne.

Jeszcze innym rozwiązaniem jest nałożenie na jednym wykresie oscylatora DiffCO i jego średniej np. 3-sesyjnej. W momencie, gdy różnica oscylatora i jego średniej jest większa od zero utrzymujemy pozycję długą, a w przeciwnym przypadku pozycję krótką – por. rysunek 7. Jest to bardzo agresywny sposób inwestowania w układzie dziennym.

## Rysunek 7. Zastosowanie oscylatora DiffCO i jego średniej do inwestowania w układzie dziennym



Wykres górny – oscylator DiffCO i jego 3-sesyjna średnia ruchoma,

Wykres środkowy – różnica oscylator DiffCO i jego 3-sesyjnej średniej.

Linie pionowe oznaczają momenty przeprowadzenia transakcji – litery D i K na dole ekranu oznaczają odpowiednio pozycję długą i krótką.

Źródło: opracowanie własne.

### 3. Podsumowanie

Japońskie metody inwestycyjne cieszą się w ciągu ostatnich dwudziestu lat dużym zainteresowaniem inwestorów. Technika Heikin-Ashi stanowi pewnego rodzaju modyfikację metody klasycznych świec japońskich. Dzięki zmodyfikowanym procedurom ustalania cen zamknięcia, otwarcia, najwyższej i najniższej świecy w tej technice inwestorzy otrzymują bardziej klarowny (filtracja szumu) obraz sytuacji na analizowanym wykresie.

#### 4. Bibliografia

1. Borowski K., Technika Ichimoku (renesans japońskiej techniki inwestowania), *Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów*, Zeszyt 19, Warszawa 2001, s. 102–108.
2. Morris G., *Wykresy świecowe*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1998.
3. Nison S., *Japanese Candlesticks Chrting Technique*, New York Institute of Finance, Englewood Cliffs, NY 1991.
4. Nisson S., *Świece i japońskie inne techniki analizowania wykresów*, WIG-Press, Warszawa 1996.
5. Valcu D., Using the Heikin-Ashi Technique, „*Technical Analysis of Stocks and Commodities*”, Nr 2/2004.
6. [www.educofin.com/](http://www.educofin.com/) z dnia 15.07.2005.
7. [www.investopedia.com/articles/technical/04/092204.asp](http://www.investopedia.com/articles/technical/04/092204.asp) z dnia 15.07.2005.
8. Yamanaka Y., Chartpoint Issue Nr 12/ 2003 oraz Valcu D., Using the Heikin-Ashi Technique, „*Technical Analysis of Stocks and Commodities*”, Nr 2/2004.

Robert Jagiełło, Piotr Łukasz Sochocki  
Szkola Główna Handlowa

## Underpricing przy pierwszych prywatyzacyjnych ofertach publicznych w Polsce\*

*– Wszyscy obawiają się powtórki z pamiętnej prywatyzacji Banku Śląskiego – przepychanek i bójek przed oddziałami<sup>1</sup>. – Kto pierwszy, ten lepszy. Przy prywatyzacji Śląskiego była trzynastokrotna prebitka. Teraz będzie na pewno tak samo<sup>2</sup>. – (...) oby się tylko nie rozczarowali ci, którzy chcą w ciągu krótkiego czasu, 3–4 tygodni zarobić kilka czy kilkanaście razy, bo słyszałem takie głosy przechodząc wczoraj koło jednego z oddziałów banku PKO BP – mówi Marek Zuber, analityk rynków finansowych – Ludzie pamiętają to, co się działo przy okazji prywatyzacji Banku Śląskiego, to już nie te czasy, to już nie ta prywatyzacja i na takie zyski na pewno nie ma co liczyć. Ja bym podchodził do tego raczej jako do inwestycji długoterminowej – (...) większość drobnych inwestorów, którzy stali od czwartku wieczora tudzież od piątku rana w kolejkach przed oddziałami PKO BP potraktują jednak te lokaty prywatyzacyjne, tak naprawdę, jako lokaty terminowe. Czyli że będą chcieli sprzedać akcje od razu już pierwszego albo drugiego dnia notowań<sup>3</sup>. – Minister Socha nie może sobie pozwolić na zniechęcanie inwestorów, bo czekają go kolejne wielkie prywatyzacje. A zatem musi ustalić na tyle atrakcyjną cenę, by debiut był udany. Co to oznacza? Przynajmniej kilkanaście procent zysku<sup>4</sup>. – Wie pan, mnie się wydaje, że byłoby niedobrze, gdyby ta cena debiutu wyraźnie różniła się od ceny sprzedaży – mówi Andrzej Podsiadło, prezes PKO BP – (...) bardziej interesujące jest nie to jak będzie cena w dniu debiutu, ale jak w dłuższym okresie czasu będzie się kształtowała cena akcji banku. I tu mam nadzieję, że te wyniki, które zresztą są potwierdzane już od kilku lat wskazują na to, że powinna być cena satysfakcjonująca inwestorów i ona w dłuższym okresie będzie wysoka i rosnąca<sup>5</sup>.*

### 1. Wprowadzenie

Zacytowane fragmenty z artykułów z prasy codziennej dobrze obrazują duże emocje panujące wśród inwestorów w związku z pierwszą od blisko 4 lat ofertą publiczną przeprowadzaną przez Skarb Państwa i mającą na celu prywatyzację

---

\* Artykuł powstał na podstawie pracy magisterskiej pt. Zjawisko renty inwestorskiej (underpricing) na rynku pierwszych ofert publicznych w Polsce w świetle dotychczasowych teorii obronionej przez Autora w maju 2004 roku i napisanej pod przewodnictwem naukowym dr. Roberta Jagiełły z Katedry Bankowości w Szkole Głównej Handlowej w Warszawie.

<sup>1</sup> M. Samcik, PKO BP idzie va banque, „Gazeta Wyborcza” z dnia 7 października 2004 r., <http://gospodarka.gazeta.pl/gospodarka/1,59207,2327064.html>.

<sup>2</sup> M. Kokot, Ł. Pałka, Tłumy ludzi przed oddziałami banku PKO BP, „Gazeta Wyborcza” z dnia 7 października 2004, <http://gospodarka.gazeta.pl/gospodarka/1,59207,2331592.html>.

<sup>3</sup> C. Szymanek, Rozmowa z finansistami o lokatach prywatyzacyjnych PKO BP, „Gazeta Wyborcza” z dnia 11 października 2004 r., <http://gospodarka.gazeta.pl/gospodarka/1,59207,2334441.html>.

<sup>4</sup> M. Samcik, Gorący weekend przed PKO, „Gazeta Wyborcza” z dnia 9 października 2004 r., <http://gospodarka.gazeta.pl/gospodarka/1,59207,2331317.html>.

<sup>5</sup> C. Szymanek, Wywiad z Andrzejem Podsiadłą, prezesem PKO BP, „Gazeta Wyborcza” z dnia 7 października 2004 r., <http://gospodarka.gazeta.pl/gospodarka/1,59207,2327869.html?as=3&ias=3>.

banku PKO BP. Komitety kolejkowe pod punktami przyjmowania lokat prywatyzacyjnych przeznaczonych dla drobnych inwestorów detalicznych przypominają wydarzenia z początku lat 90., kiedy ludzie, odstawszy kilka dób pod drzwiami domów maklerskich, zapisywali się masowo na akcje Vistuli S.A., Banku Śląskiego S.A. czy Banku Zachodniego S.A., a niektórzy zrealizowali następnie wysokie zyski, sprzedając kilka dni później akcje na giełdzie z kilkukrotnym nieraz przebicciem. Nic więc dziwnego, że wielu drobnych inwestorów wspominało tamte czasy i głęboko wierzyło, że nowe oferty publiczne Skarbu Państwa mogły przynieść im przysłowiowe eldorado, a sprzedaż akcji już podczas pierwszego dnia notowań mogła zapewnić godziwe zyski. Wbrew takim powszechnym przekonaniom analitycy finansowi i specjaliści z Ministerstwa Skarbu podkreślali, że liczą na udany debiut i pewien wzrost cen na otwarciu notowań, chociaż wykluczali możliwość powtórki scenariuszy sprzed lat.

Niniejszy artykuł ma na celu prezentację teorii tłumaczących kształtowanie się cen akcji spółek prywatyzowanych przez Skarb Państwa za pośrednictwem rynku kapitałowego w kontekście tzw. zjawiska *underpricingu*, czyli różnicy między cenami zamknięcia w dniu debiutu i cenami emisyjnymi. Analiza historycznych danych może pomóc odpowiedzieć na pytanie, czy faktycznie możliwe było zrealizowanie przy prywatyzacji PKO BP tak wysokich zwrotów, jak miało to miejsce w pierwszych latach funkcjonowania rynku kapitałowego w III Rzeczypospolitej, a zatem czy panująca na rynku ogromna euforia związana z tą prywatyzacją na warszawskiej giełdzie posiadała głębokie uzasadnienie ekonomiczne.

## 2. Definicja i pomiar *underpricingu*

Akcje przedsiębiorstw sprzedawane w pierwszych ofertach publicznych (ang. *initial public offering*, IPO) najczęściej wyceniane są przez emitenta i jego doradców finansowych z pewnym dyskontem i oferowane inwestorom na rynku pierwotnym po cenie niższej niż późniejsza efektywna cena równowagi, czyli cena ustalana na rynku wtórnym podczas pierwszych dni notowań po wprowadzeniu tych papierów wartościowych do obrotu giełdowego. Zjawisko to, zaobserwowane i zbadane po raz pierwszy na rynku amerykańskim w latach 60. i 70. dwudziestego wieku, określa się w angielskojęzycznej literaturze terminem *underpricing*. Dla emitenta *underpricing* jest jednym z kosztów związanych z wprowadzeniem akcji spółki na giełdę. W literaturze mówi się często wręcz o „pieniądzach pozostawionych na stole” (ang. *money left on the table*), wskazując na pojawienie się wymiernych strat finansowych po stronie emitenta. Z punktu widzenia

inwestora jest to z kolei zysk wynagradzający wysokie ryzyko podjęcia obarczonych wysokim stopniem niepewności inwestycji na rynku pierwotnym<sup>6</sup>.

Najczęściej spotykaną w literaturze i stosowaną w badaniach empirycznych miarą *underpricingu* jest tzw. **początkowa** albo **pierwszodniowa stopa zwrotu** (ang. *initial rate of return*, *first-day rate of return*, PSZ), obliczana poprzez odniesienie ceny zamknięcia w pierwszym dniu notowań akcji spółki *i* na giełdzie ( $P_{i1}$ ) do ich ostatecznej ceny emisyjnej ( $P_{ie}$ ), a mianowicie:

$$PSZ_i = \left( \frac{P_{i1}}{P_{ie}} - 1 \right) \cdot 100\%. \quad (1)$$

### 3. Główne ogólne teorie *underpricingu*

Do dziś ekonomiści nie sformułowali jednej spójnej teorii tłumaczącej w pełni przyczyny występowania *underpricingu* i określającej czynniki determinujące jego wysokość. Najstarsze modele wskazują na występowanie asymetrii informacji i zjawisk: przekleństwa zwycięzcy (ang. *winner's curse*), negatywnej selekcji (ang. *adverse selection*), problemu agenta-pryncypała (ang. *principal-agent problem*) bądź niepewności *ex ante* (ang. *ex ante uncertainty*)<sup>7</sup>. Najogólniej mówiąc, nierówny dostęp stron transakcji (inwestorów zewnętrznych, doradcy finansowego – banku inwestycyjnego i samego emitenta) do informacji na temat rzeczywistej jakości emitenta i prawidłowości wyceny sprzedawanych akcji powoduje konieczność oferowania ich po zaniżonej cenie, tak aby zapewnić wystarczająco duże zainteresowanie wśród różnych grup inwestorów (instytucjonalnych lub detalicznych) i przez wysoką początkową stopę zwrotu pokryć koszty zdobywania informacji

<sup>6</sup> IPO są postrzegane jako jedne z najbardziej ryzykownych inwestycji na rynku, z którymi związany jest najwyższy poziom niepokoju, wysoka zmienność stopy zwrotu i niski stopień przewidywalności, co wykazały rozliczne badania ankietowe. Zob. D. MacGregor i inni, *Perception of financial risk: A survey of advisors and planers*, „Journal of Financial Planning”, wrzesień 1999, cyt. za: T. Zaleśkiewicz, *Psychologia inwestora giełdowego. Wprowadzenie do behawioralnych finansów*, Gdańsk 2003, s. 224, zob. też: R. E. Miller, F. K. Reilly, *An Examination of Mispricing, Returns and Uncertainty for Initial Public Offerings*, „Financial Management”, 1987, Vol. 16.

<sup>7</sup> Zob. m.in. K. Rock, *Why new issues are underpriced?*, „Journal of Financial Economics”, 1986, Vol. 15; D. P. Baron, *A Model of the demand of investment banking advising and distribution services for new issues*, „Journal of Finance”, 1982, Vol. 37, No. 4; R. P. Beatty, J. R. Ritter, *Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings*, „Journal of Financial Economics”, 1986, Vol. 15.

o emittencie przez nich lub przez bank inwestycyjny i zrekompensować ich wysokie ryzyko inwestycji<sup>8</sup>.

Zgodnie z modelami sygnalizacyjnymi<sup>9</sup>, opierającymi się na spostrzeżeniach G. Akerlofa<sup>10</sup>, emitenci poprzez *underpricing* pragną sygnalizować wysoką jakość emisji i skutecznie odróżnić się od gorszych spółek podchodzących do sprzedaży akcji w IPO w sposób oportunistyczny, tj. oferujących jednokrotnie dużą pulę przewartościowanych akcji. Właściciele dobrych firm liczą natomiast, iż będą mogli zrekompensować sobie początkowe straty w formie *underpricingu* podczas kolejnych emisji publicznych (ang. *seasoned equity offering*, SEO), oferowanych już po cenach odzwierciedlających ich prawdziwą wartość.

W jeszcze innych hipotezach<sup>11</sup> tłumaczących fenomen *underpricingu* uwzględnia się wpływ procesu budowania księgi popytu (ang. *book-buil-*

<sup>8</sup> Wśród najważniejszych prac o charakterze syntetycznym oferujących przegląd głównych teorii *underpricingu* należy wymienić następujące artykuły: R. G. Ibbotson, J. L. Sindelar, J. R. Ritter, Initial Public Offerings, „Journal of Applied Corporate Finance”, 1988, Vol. 1, No. 2; J. R. Ritter, I. Welch, A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations, „Journal of Finance”, 2002, Vol. 57, No. 4; fragmenty encyklopedii tematycznych i kompendiów z zakresu finansów: R. G. Ibbotson, J. R. Ritter, Initial Public Offerings, w: Handbooks in Operations Research and Management Science, Vol. 9, Finance, pod red. R. A. Jardowa, V. Maksimovica i W. T. Ziemby, Amsterdam 1995; J. R. Ritter, K. W. Hanley, Going Public, w: The New Palgrave Dictionary of Money and Finance, pod red. P. Newman, T. 2, London 1992; czy monografię poświęconą rynkowi pierwotnemu: T. Jenkinson, A. Ljungqvist, Going public: the theory and evidence on how companies raise equity finance, Oxford 2001.

<sup>9</sup> Zob. m.in. F. Allen, G. R. Faulhaber, Signaling By Underpricing in the IPO Market, „Journal of Financial Economics”, 1989, Vol. 23, No. 2; M. Grinblatt, C. Y. Hwang, Signaling and the Pricing of New Issues, „Journal of Finance”, 1989, Vol. 44, No. 2; Welch I., Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings, „Journal of Finance”, 1989, Vol. 44, No. 2; I. Welch, Equity offerings following the IPO: Theory and evidence, „Journal of Corporate Finance”, 1996, Vol. 2.

<sup>10</sup> Autor opisał mechanizmy rządzące na rynku używanych samochodów, wywierające wpływ na cenę przedmiotu transakcji, wskutek nierównego dostępu stron do informacji na jego temat: G. Akerlof, The market for 'lemons': Quality and the market mechanism, „Quarterly Journal of Economics”, 1970, Vol. 84.

<sup>11</sup> L. M. Benveniste, W. Y. Busaba, W. J. Wilhelm, Information externalities and the role of underwriters in primary equity markets, „Journal of Financial Intermediation”, 2002, Vol. 11; L. M. Benveniste, W. Y. Busaba, Bookbuilding vs. fixed price: An analysis of competing strategies for marketing IPOs, „Journal of Financial and Quantitative Analysis”, 1997, Vol. 32; F. Cornelli, D. Goldreich, Bookbuilding: How Informative is the Order Book?, Centre for Economic Policy Research Discussion Paper, No. 2863, czerwiec 2001, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=275328](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=275328); R. G. Ibbotson, J. F. Jaffe, „Hot issue” Markets, „Journal of Finance”; M. Lowry, S. Shu, Litigation Risk and IPO Underpricing, „Journal of Financial Economics”, 2002, Vol. 65; S. M. Tinig, Anatomy of initial public offerings of common stock, „Journal of Finance”, 1988, Vol. 43, No. 4; J. S. Ruud, Underwriter price support and the IPO underpricing puzzle, „Journal of Financial Economics”, 1993, Vol. 34, s. 136; K. W. Hanley, A. A. Kumar, P. J. Seguin, Price stabilization in the market for new issues, „Journal of Financial Economics”, 1993, Vol. 34; P. H. Shultz, M. A. Zaman, Aftermarket support and underpricing of initial public offerings, „Journal of Financial Economics”, 1994, Vol. 35; R. Aggarwal, Stabilization Activities by Underwriters after Initial Public Offerings, „Journal of Finance”, 2000, Vol. 55, No. 3.

*ding*)<sup>12</sup>, różnych rozwiązań instytucjonalnych w zakresie organizacji procesu emisji, czyli np. sposobu alokacji przydziałów, odpowiedzialności prawnej emitenta lub istnienia tzw. wsparcia cenowego (ang. *price support*) w początkowym okresie notowań akcji spółki<sup>13</sup>. Niektóre najnowsze teorie tłumaczą zaś *underpricing* jako ukrytą formę korupcji i pozyskiwania przychylności analityków finansowych i znaczących inwestorów, tudzież analizują go z perspektywy psychologii inwestowania i kształtowania struktury własności przedsiębiorstwa<sup>14</sup>.

#### 4. Teoretyczne podstawy *underpricingu* w prywatyzacyjnych ofertach publicznych

Wyodrębnienie IPO, w których oferującym jest Skarb Państwa i które mają na celu prywatyzację przedsiębiorstw państwowych, jest uzasadnione ze względu na specyficzne cele, jakie rządy mogą chcieć zrealizować poprzez ich przeprowadzenie. Kryterium mikroekonomiczne maksymalizacji przychodów z emisji, jakie można uznać za nadrzędne w przypadku ofert prywatnych emitentów, nie jest koniecznie pierwszoplanowym w przypadku prywatyzacyjnych ofert Skarbu Państwa<sup>15</sup>. Przy

<sup>12</sup> L. M. Benveniste, P. A. Spindt, How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues, „Journal of Financial Economics”, 1989, Vol. 24; K. W. Hanley, The underpricing of initial public offerings and the partial adjustment phenomenon, „Journal of Financial Economics”, 1993, Vol. 34.

<sup>13</sup> Oferta PKO BP jest pierwszą ofertą publiczną na rynku polskim, w której zastosowany został mechanizm wsparcia cenowego, tzn. w okresie miesiąca od daty debiutu doradca prywatyzacyjny Skarbu Państwa – bank inwestycyjny Credit Suisse First Boston zobowiązał się przeznaczyć środki finansowe w wysokości do 8% wartości przychodów ze sprzedaży akcji na przeprowadzenie zakupu akcji PKO BP na giełdzie i tworzenie rynku (ang. market making), jeżeli w tym okresie cena giełdowa ustali się poniżej ceny z oferty publicznej. Zob. M. Samcik, A. Stec, PKO BP opublikował prospekt emisyjny, „Gazeta Wyborcza” z dnia 6 października 2004 r., <http://gospodarka.gazeta.pl/gospodarka/1,29577,2326030.html?v=0&f=30>.

<sup>14</sup> T. Loughran, J. R. Ritter, Why Don't Issuers Get Upset About Leaving Money on the Table in IPOs?, „The Review of Financial Studies”, 2002, Vol. 15, No. 2; T. Loughran, J. R. Ritter, Why Has IPO Underpricing Changed Over Time?, University of Florida, „Working Papers”, sierpień 2003, [http://bear.cba.ufl.edu/ritter/work\\_papers/whynew.pdf](http://bear.cba.ufl.edu/ritter/work_papers/whynew.pdf); M. J. Brennan, J. Franks, Underpricing, Ownership, and Control in Initial Public Offerings of Equity Securities in the U.K., „Journal of Financial Economics”, 1997, Vol. 45; A. S. Mello, J. E. Parsons, Going public and the ownership structure of the firm, „Journal of Financial Economics”, 1998, Vol. 49; N. Stoughton, J. Zechner, IPO-Mechanisms, Monitoring and Ownership Structure, „Journal of Financial Economics”, 1998, Vol. 49, No. 1; J. R. Booth, L. Chua, Ownership dispersion, costly information, and IPO underpricing, „Journal of Financial Economics”, 1996, Vol. 41.

<sup>15</sup> Naturalnie, w wybranych przypadkach może to być cel nadrzędny, np. wówczas, gdy konieczne jest pozyskanie dodatkowych środków budżetowych, a nie jest możliwe zaciągnięcie długu publicznego z powodu takich ograniczeń zewnętrznych, jak chociażby osiągnięcie limitów zadłużenia publicznego narzuconych przez konstytucję państwa lub umowy międzynarodowe (np. Traktat z Maastricht w przypadku krajów strefy Euro). K. L. Dewenter, P. H. Malatesta, Public Offerings vs. State-Owned And Privately-Owned Enterprises: An International Comparison, „Journal of Finance”, 1997, Vol. 52, No. 4, s. 1663.



sprzedaży akcji państwowych przedsiębiorstw – zwłaszcza w gospodarkach rozwijających się z młodym systemem rynkowym i krótką historią funkcjonowania rynku kapitałowego – za ważniejszy cel można uznać kryteria makroekonomiczne: realizację założeń polityki gospodarczej państwa, skuteczne przeprowadzenie programu reform własnościowych i zdobycie dlań poparcia społeczeństwa, zwiększenie efektywności gospodarki narodowej oraz wspieranie rozwoju płynnych rynków kapitałowych poprzez promocję posiadania papierów udziałowych wśród społeczeństwa itp.<sup>16</sup>

Badania empiryczne, przeprowadzone na podstawie danych opisujących prywatyzacje w różnych krajach potwierdziły, że poziom *underpricingu* przy ofertach prywatyzacyjnych jest wyższy niż przy prywatnych IPO. Udokumentowano też wyższe początkowe stopy zwrotu przy ofertach przedsiębiorstw działających w branżach poddanych głębokiej regulacji (np. wśród przedsiębiorstw użyteczności publicznej lub firm w sektorze energetycznym)<sup>17</sup>. Wysoki *underpricing* można być zatem traktowany jako swego rodzaju „wyrzeczenie”, na jakie godzi się rząd państwa, żeby móc zrealizować nadrzędne cele strategiczne o charakterze ogólnogospodarczym i ustrojowym. Ich osiągnięcie wiąże się z koniecznością skutecznego przekazania własności i kontroli nad przedsiębiorstwami państwowymi w ręce prywatnych inwestorów oraz umiejętnego zagwarantowania, iż przemiany własnościowe i proces urynkowienia gospodarki będą konsekwentnie kontynuowane.

Nieoczekiwana zmiana założeń polityki gospodarczej rządu postrzegana jest w oczach inwestorów jako niepewność, potencjalne ryzyko polityczne generujące niebezpieczeństwo obniżenia rentowności inwestycji w akcje prywatyzowanych przedsiębiorstw. Należy pamiętać, że w przypadku prywatyzacji rząd spełnia jednocześnie rolę emitenta i regulatora. Ta podwójność funkcji daje mu możliwość oddziaływania na wartość spółki już po jej sprzedaży. Przykładowo, poprzez wdrożenie niekorzystnych dla przedsiębiorstwa i jego sektora ustaw, nałożenie wyższych podatków, zmiany sposobu prowadzenia polityki przyznawania licencji i zezwoleń, bądź polityki antymonopolowej itp., rządy mogą znacząco

<sup>16</sup> O tym, że wiele prywatyzacji spełnia czysto polityczne cele świadczy częste dokonywanie alokacji akcji na preferencyjnych warunkach grupom pracowników i wśród inwestorów indywidualnych, mimo znaczącej nadsubskrypcji i *underpricingu*. Rządy gotowe są poświęcić część przychodów z emisji ażeby osiągnąć pożądaną strukturę właścicielską, która odzwierciedla cele ekonomiczno-polityczne polityki rządu.

<sup>17</sup> S. L. Jones i inni doszli do takiego wniosku na podstawie badania przeprowadzonego na próbie blisko 630 prywatyzacji z 59 krajów. Z kolei, K. L. Dewenter i P. H. Malatesta nie wykazali statystycznej różnicy między średnią wysokością *underpricingu* wśród przedsiębiorstw prywatyzowanych i innych przedsiębiorstw, chociaż w licznych innych pracach zarzucano pewne uchybienia metodologiczne tego badania. Zob. S. L. Jones i inni, Share issue privatisations as financial means to political and economic ends, „Journal of Financial Economics”, 1999, Vol. 53, K. L. Dewenter, P. H. Malatesta, wyd. cyt.

oddziaływać na rentowność i strukturę danego rynku, od czego bezpośrednio zależy wartość sprywatyzowanego wcześniej przedsiębiorstwa. Takie ingerencje *ex post* ze strony rządu mogą zatem służyć redystrybucji wartości od akcjonariuszy do innych podmiotów (tzw. ryzyko redystrybucji, ang. *distribution risk*).

Warto zauważyć, że przy publicznych ofertach prywatyzacyjnych rządy muszą odpowiedzieć na trzy współzależne pytania: w jaki sposób i w jakim tempie przenosić kontrolę nad prywatyzowanymi przedsiębiorstwami w ręce nowych, prywatnych właścicieli, jak wycenić ofertę i w jaki sposób dokonać alokacji akcji. Ostateczna decyzja uzależniona jest więc od szeregu czynników o charakterze politycznym i społecznym niewystępujących przy prywatnych IPO. E. C. Perotti<sup>18</sup> zauważa, że w większości państw objętych rozległymi programami prywatyzacyjnymi (Wielka Brytania, Węgry, Polska) do sprzedaży oferowana jest początkowo tylko niewielka część akcji firm państwowych, zaś umowy z inwestorami przewidują stopniowe przekazywanie kontroli menedżerskiej i sprzedaż pozostałych akcji w późniejszym terminie. Przeważającą formą sprzedaży jest oferta po cenie stałej, która jest z reguły na tyle niska, że gwarantuje uzyskanie wysokiej początkowej stopy zwrotu przez inwestorów.

Występujące tu zjawisko wysokiego *underpricingu* można uznać za dość zaskakujące, gdyż nie odnotowuje się tu, jak w przypadku ofert prywatnych, wysokiego poziomu asymetrii informacji między oferującym akcje przedsiębiorstwem a zewnętrznymi inwestorami. Firmy prywatyzowane są bowiem najczęściej dużymi, dobrze znanymi przedsiębiorstwami z długoletnią historią, w przypadku których poziom niepewności *ex ante*, związanej z nieznaną historią jego działania, etc. winien być w porównaniu z ofertami firm prywatnych względnie niewielki. Co więcej, prywatyzacjom spółek użyteczności publicznej, w przypadku których, ze względu na stabilność popytu, możliwe jest dokładne określenie przyszłych przepływów pieniężnych, towarzyszą najczęściej najwyższe poziomy pierwszodniowych stóp zwrotu.

Teorie *underpricingu* koncentrujące się na procesach prywatyzacyjnych nawiązują do spostrzeżeń teorii sygnalizacyjnych. Zdaniem E. C. Perottiego określona struktura oferty (tj. sprzedaż względnie niewielkiej części udziałów przez Skarb Państwa) i wysoki poziom początkowych stóp zwrotu są sygnałami, poprzez które rządy państw we wczesnych etapach transformacji ustrojowej próbują zbudować swoją wiarygodność jako podmiotów nastawionych **prorynkowo** (ang. *committed governments*), czyli przekonać inwestorów o tym, iż obrany przez nie kurs polityczny obejmujący przekształcenia własnościowe, liberalizację i denacjonalizację gospodarki będzie utrzymywany. W szczególności, rozsądne, prorynkowe

<sup>18</sup> E. C. Perotti, *Credible Privatization*, „American Economic Review”, 1995, Vol. 85, No. 4.

rzędy gotowe są ponieść wysokie koszty *underpricingu*, a dzięki początkowej sprzedaży tylko niewielkiej części, a nie całości akcji prywatyzowanych przedsiębiorstw, czyli poprzez utrzymanie znaczącego zaangażowania kapitałowego, pokazują – zgodnie z modelem H. E. Lelanda i D. H. Pyle’a<sup>19</sup> – gotowość do ponoszenia części ryzyka związanego z przyszłą działalnością firmy. Rządy sygnalizują w ten sposób, że nie jest ich intencją przywłaszczenie sobie części przyszłej wartości prywatyzowanych firm poprzez nagłe zmiany otoczenia regulacyjnego.

Teoria ta tłumaczy, dlaczego spółki bardziej wrażliwe na decyzje rządowe i zewnętrzne uwarunkowania polityczno-prawne cechujące się, jakby się mogło wydawać, niższym poziomem ryzyka (np. monopole, spółki w branżach chronionych, firmy użyteczności publicznej) prywatyzowane są poprzez początkową sprzedaż mniejszej części akcji oferowanych z wyższym dyskontem niż akcje firm z bardziej konkurencyjnych rynków<sup>20</sup>. W długim okresie i w kontekście całego planu prywatyzacyjnego jest to działanie racjonalne i opłacalne. Rządy rozmieszczają bowiem prywatyzacje w czasie w taki sposób, by poprzez konsekwentne stosowanie takich sygnałów stworzyć wiarygodność realizowanej polityki, zdobyć zaufanie inwestorów i – z biegiem czasu – móc uzyskiwać coraz wyższe ceny za sprzedawane akcje, tak jak przewidują to sygnalizacyjne teorie *underpricingu*.

Strategia częściowych sprzedaży realizowana przez prorynkowe rządy (przynajmniej w pierwszej fazie procesu prywatyzacji) wiąże się z zatrzymaniem przez Skarb Państwa znaczącej części udziałów w firmie, co jednak utrudnia – oczywiście – sprawowanie pełnej i efektywnej kontroli przez nowych, prywatnych właścicieli. Rodzi to niebezpieczeństwo, iż inwestorzy nie będą w pełni przekonani, iż rząd, mimo początkowych zapewnień, w istocie przekaze w przyszłości pełną kontrolę nad prywatyzowanymi przedsiębiorstwami w prywatne ręce<sup>21</sup>. *Underpricing* staje się wówczas formą wynagrodzenia inwestorów za to ryzyko. Rząd prorynkowy jest gotów ponieść ten koszt (w postaci „pieniędzy pozostawionych na stole”, będących tutaj niższymi niż faktycznie możliwe do uzyskania wpływy budżetowe z tytułu prywatyzacji), gdyż ceni sobie bardziej długoterminowe ko-

<sup>19</sup> Zgodnie z teorią H. E. Lelanda i D. H. Pyle’a przedsiębiorca może poprzez finansowe zaangażowanie we własny projekt sygnalizować jego wysoką jakość. W ten sposób bowiem pokazuje on gotowość do ponoszenia osobistego ryzyka finansowego na wypadek niepowodzenia przedsięwzięcia. H. E. Leland, D. H. Pyle, Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation, „Journal of Finance”, 1977, Vol. 32, No. 2.

<sup>20</sup> Przeprowadzanie prywatyzacji stopniowo, poprzez wielokrotną sprzedaż niewielkich części akcji przedsiębiorstwa może też wynikać z ograniczonej absorpcji rynku kapitałowego.

<sup>21</sup> Na rynku polskim doskonałym przykładem tego ryzyka jest toczący się spór między holenderską spółką Eureko, a Skarbem Państwa o sprzedaż kolejnego pakietu akcji PZU S.A. zapewniającego inwestorowi zagranicznemu kontrolę nad prywatyzowanym przedsiębiorstwem. PZU S.A. nie była prywatyzowana za pośrednictwem giełdy papierów wartościowych, więc nie występują tu opisywane problemy *underpricingu*.

rzyści z prywatyzacji niż jednorazowe, wyższe przychody ze sprzedaży akcji. Strategia polegająca na maksymalizacji przychodów z pierwszych prywatyzacji (tj. sprzedawanie jak najszybciej możliwie dużej ilości akcji po jak najwyższej cenie) byłaby natomiast typowa dla rządów zwanych w teorii E. C. Perottiego „populistycznymi”<sup>22</sup>. Rządy populistyczne nie będą skłonne sprzedawać zbyt nisko wycenionych akcji i w ten sposób zapewniać inwestorom zysków w formie wysokiej początkowej stopy zwrotu, gdyż długoterminowe, strategiczne korzyści z prywatyzacji (związane z ogólnym rozwojem gospodarki, zbudowaniem wiarygodności itd.) przekładające się na wyższe przyszłe dochody ze sprzedaży majątku państwowego mogą się w ich wypadku nigdy nie zmaterializować (ze względu na brak konsekwencji w realizacji polityki) i są zatem mniej cenne niż krótkoterminowe zyski.

Zgodnie z teoriami prywatyzacyjnymi wysokość *underpricingu* wykazuje zatem dodatnią korelację z odsetkiem całkowitej ilości akcji prywatyzowanych przedsiębiorstw, zaś ujemną zależność względem stopnia „populizmu” rządu. B. Biais i E. C. Perotti<sup>23</sup> konstatują, iż duże znaczenie odgrywa też poziom nierówności dochodowej między obywatelami danego kraju. Autorzy postawili tezę mówiącą, iż przyznanie akcji po cenie uwzględniającej dyskonto obywatelom klasy średniej (czyli dominującej grupie ich elektoratu) jest kolejnym sposobem, w jaki rządy mogą zapewnić o chęci kontynuacji prorynkowego kierunku polityki gospodarczej i zasygnalizować brak planów niekorzystnego ingerowania w sprawy prywatyzowanych przedsiębiorstw w przyszłości. Przyznanie tej grupie społecznej niedowartościowanych akcji jest, z jednej strony, instrumentem budowania poparcia dla reform polityczno-gospodarczych (tj. poparcia dla prywatyzacji i własności prywatnej), a z drugiej strony, dla obecnej prorynkowej ekipy rządzącej<sup>24</sup>. Ukształtowanie struktury własnościowej prywatyzowanych przedsiębiorstw z dużym udziałem drobnych inwestorów detalicznych niweluje niebezpieczeństwo zmiany polityki przez rząd na taką, która zagroziłaby majątkowi elektoratu ulokowanemu w przyznane uprzednio akcje (np. poprzez głębszy interwencjonizm lub renacjo-

<sup>22</sup> Za rządy populistyczne uznaje się w tej teorii te, które traktują prywatyzacje oportunistycznie, jako okazję do zdobycia jednorazowych, „łatwych” wpływów budżetowych, a nie jako program reform ustrojowych państwa. Zamierzają też dokonać redystrybucji przyszłej wartości tych spółki w drodze szerszego wykorzystania instrumentów interwencjonizmu państwowego, np. podwyższenia stóp podatku od przedsiębiorstw (CIT).

<sup>23</sup> B. Biais, E. C. Perotti, Machiavellian Privatisation, „American Economic Review”, 2002, Vol. 92, No. 1.

<sup>24</sup> Badacze udowodnili na przykładzie prywatyzacji brytyjskich przeprowadzanych przez M. Thatcher, w przypadku których *underpricing* był nad wyraz wysoki, że ogromny zakres reform prywatyzacyjnych wymaga zagwarantowania inwestorom (elektoratowi z klasy średniej) znaczących zysków w postaci wysokich PSZ, po to aby pozyskać ich przychylność dla programu reform rządu. R. G. Ibbotson, J. R. Ritter, Initial..., wyd. cyt., s. 1000.

nalizację), bo to wiązałoby się ze stratą poparcia w silnym segmencie wyborców. Zapobiega ona jednocześnie przejęciu władzy przez tzw. rządy lewicowe (wg nomenklatury stosowanej przez autorów) czy populistyczne, którym nie zależałoby na kontynuacji prorynkowej linii reform. Jednakże, w tym scenariuszu konieczna może być sprzedaż większej części majątku prywatyzowanych przedsiębiorstw państwowych, ponieważ – w przeciwnym razie – kolejne emisje akcji oferowane po cenach zbliżonych do wartości rynkowej akcji już notowanych mogłyby rozwinąć udziały elektoratu poniżej akceptowalnego przez niego poziomu. Liczba akcji, które powinny być przyznane klasie średniej oraz wymagany poziom *underpricingu* wzrastają wraz z nierównością podziału dochodu w społeczeństwie danego kraju. Większa polaryzacja społeczeństwa oznacza słabszą klasę średnią, w stosunku do której konieczne będzie zastosowanie silniejszej „perswazji” (w postaci zysków wskutek wysokiej pierwszodniowej stopy zwrotu), żeby w konsekwencji opowiedziała się ona w wyborach przeciw rządowi „partii lewicowych”.

Na przykładzie tej hipotezy widać dobitnie, iż nie powinno się rozpatrywać *underpricingu* towarzyszącego prywatyzacjom jedynie w kategoriach kosztu emitenta, czyli „pieniędzy pozostawionych na stole”, ponieważ sprzedaż tych akcji w ogóle mogłaby się nie powieść przy wyższej cenie emisyjnej, która nie dostarczyłaby wystarczająco silnego bodźca ekonomicznego do ich zakupu w grupie elektoratu klasy średniej. Kompleksowe, międzynarodowe badanie przeprowadzone przez Q. Huangą i R. M. Levicha<sup>25</sup> na próbie 507 prywatyzacji z 39 krajów w latach 1979–1996 potwierdziło wyższy poziom początkowej stopy zwrotu wśród chronologicznie wcześniej przeprowadzanych prywatyzacyjnych IPO w danej gospodarce (co jest zgodne z tezą o stopniowym zdobywaniu zaufania u inwestorów) oraz niższy *underpricing* w krajach rozwiniętych (np. członków OECD) o mniejszym stopniu polaryzacji dochodowej wśród obywateli.

W niektórych krajach, przyznawanie inwestorom korzyści w formie *underpricingu* można tłumaczyć także jako próbę zdobycia przychylności różnych grup wpływowych ludzi (najczęściej posiadających określoną władzę polityczną) przez emitenta lub jego doradcę – bank inwestycyjny. Takie postępowanie można traktować jako ukrytą formę korupcji. Dobrym jego przykładem jest IPO japońskiej spółki Recruit Cosmos, której mocno niedowartościowane akcje otrzymali partyjni oficjale. Skandal doprowadził do rezygnacji premiera Takeshity w 1989 roku<sup>26</sup>. Jest prawdopodobne, że taka praktyka była również stosowana w Chinach, gdzie

<sup>25</sup> Q. Huang, R. M. Levich, *Underpricing of New Equity Offerings by Privatized Firms: An International Test*, New York University, N. Leonard, Stern School of Business, „Working Paper” Series, No. 99-075, wrzesień 1999, <http://netec.mcc.ac.uk/WoPEc/data/Papers/ftnhystf99-075.html>.

<sup>26</sup> J. R. Ritter, K. W. Hanley, wyd. cyt., s. 252.

odnotowano najwyższy na świecie średni poziom początkowych stóp zwrotu<sup>27</sup>, tj. 256% dla próby IPO z lat 1990–2000<sup>28</sup>. Zdaniem analityków rynków finansowych, utrzymujące się bardzo wysokie początkowe stopy zwrotu na rynku IPO w Chinach mogą też mieć charakter dalece spekulacyjny i wyrażać nieracjonalny optymizm inwestorów (ang. *irrational exuberance*), związany z obserwowanym ostatnio gwałtownym rozwojem gospodarki chińskiej. W ostatnim czasie dochodziło na chińskim rynku pierwotnym do tak absurdalnych i nieuzasadnionych ekonomicznie zjawisk, jak złożenie zapisów na akcje spółki China Green Holdings (data debiutu: 13 stycznia 2004 roku) w wysokości 4 miliardów USD, tj. w wysokości ok. 1600 razy większej niż podaż tych akcji<sup>29</sup>.

## 5. Underpricing polskich prywatyzacyjnych pierwszych ofert publicznych

Przed rozpoczęciem analizy kształtowania się *underpricingu* na rynku polskim, warto sformułować kilka spostrzeżeń odnoszących się do specyfiki i przemian polskiego rynku kapitałowego. Otóż, warszawska Giełda Papierów Wartościowych (GPW) służyła – w szczególności w początkowych etapach rozwoju – głównie celom prywatyzacyjnym. Aż do końca pierwszej dekady istnienia giełdy grupe przedsiębiorstw o największym znaczeniu stanowiły na niej tzw. **przedsiębiorstwa sprywatyzowane**, czyli inaczej firmy o rodowodzie państwowym<sup>30</sup>. Z 263 debiutów (włączając w to akcje Narodowych Funduszy Inwestycyjnych, NFI) prze-

<sup>27</sup> M. Schuman, Chinese Stocks. Heading for a Big Bang?, „Time”, Vol. 163, No. 8, February 23, 2004, s. 40.

<sup>28</sup> Prawdziwości hipotezy przekupstwa (ang. bribery hypothesis) przeczą wyniki niektórych badań empirycznych. D. Su i B. Fleisher nie znaleźli dowodów, jakoby w tym państwie częstokroć przyznawano w taki sposób akcje politykom, bądź urzędnikom, od których decyzji zależy uzyskanie zgody na przeprowadzenie emisji, Su D., Fleisher B. M., An Empirical Investigation of Underpricing in Chinese IPOs, The Ohio State University, „Working Paper”, czerwiec 2001, economics.sbs.ohio-state.edu/pdf/fleisher/iporevis.pdf, s. 17.

<sup>29</sup> T. Loughran, J. R. Ritter, K. Rydqvist, Initial Public Offering: International Insights, „Pacific-Basin Finance Journal”, 1994, Vol. 2, No. 1, zob. też J. Chi, C. Padgett, The Performance And Long-Run Characteristics Of The Chinese IPO Market, University of Reading, ISMA Centre, kwiecień 2002, <http://www.ismacentre.rdg.ac.uk/nav2/default.asp?page=14&area=Theses>.

<sup>30</sup> M. Bałtowski proponuje zaliczać do grupy spółek o rodowodzie państwowym („spółek sprywatyzowanych”) te przedsiębiorstwa, w przypadku których Skarb Państwa: sprzedał inwestorowi strategicznemu część lub całość ich akcji/udziałów starych bądź nowych emisji (ewentualnie wniósł ich majątek do spółki z udziałem zewnętrznego inwestora), bądź oddał te przedsiębiorstwa do odpłatnego korzystania z udziałem pracowników bądź też przekazał większościową część ich akcji/udziałów inwestorom zewnętrznym w drodze konwersji wierzytelności na akcje albo przekazał ich miennie w celu założenia spółki typu *joint venture* czy też wreszcie: dokonał prywatyzacji firm-córek poprzez prywatyzację firm-matek lub wydzielił i osobno sprywatyzował pewne fragmenty przedsiębiorstwa państwowego. Zob. Przedsiębiorstwa sprywatyzowane w gospodarce polskiej, pod red. M. Bałtowskiego, Warszawa 2002, s. 36.



prowadzonych do końca 2003 roku na GPW, zaledwie 78 przedsiębiorstw, tj. 30% było spółkami prywatnymi od początku swojego istnienia, zaś pozostałe stanowiły oferty spółek parterowych NFI oraz oferty innych spółek o rodowodzie państwowym, wchodzących w skład grup kapitałowych lub o mieszanej formie własności<sup>31</sup>.

Do ofert Skarbu Państwa w Polsce zaliczamy prywatyzacje przeprowadzane przez Skarb Państwa w ramach tzw. ścieżki kapitałowej, obejmującej sprzedaż akcji przedsiębiorstw państwowych na wolnym rynku, a nie w trybie publicznego zaproszenia do rokowań lub w trybie przetargu publicznego<sup>32</sup>. Oferty publiczne Skarbu Państwa obejmowały z reguły największe przedsiębiorstwa, mające wręcz znaczenie strategiczne dla państwa, funkcjonujące w sektorach: bankowym, paliwowym, energetycznym, telekomunikacyjnym oraz wiele byłych central handlu zagranicznego przekształcających się stopniowo w holdingi o zdywersyfikowanym profilu działalności. W wyniku wykorzystania tego sposobu prywatyzacji powstawały nieraz organizacje o hybrydowej, państwowo-prywatnej strukturze właścicielskiej, w których państwo – nie posiadając pakietu większościowego akcji i w sytuacji rozproszenia pozostałych akcjonariuszy – wciąż wywierało znaczący wpływ na działalność tych przedsiębiorstw. Według klasyfikacji Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW) do końca 2003 roku przeprowadzono 52 takie oferty (ostatnia – przed prywatyzacją PKO BP S.A. – obejmowała sprzedaż akcji Kogeneracji S.A. w maju 2000 roku)<sup>33</sup>.

Tabela 1 prezentuje, jak kształtował się poziom początkowych stóp zwrotu (średnia i mediana) w niemal kompletnej próbie pierwszych ofert publicznych w podziale na oferty Skarbu Państwa oraz pozostałe oferty z wyróżnieniem ofert firm o rodowodzie prywatnym. Dostrzec można, że średni poziom *underpricingu* podlegał silnym wahaniom w czasie, przy czym w początkowym okresie istnienia giełdy, czyli w latach 1991–1996, był on w sposób statystycznie istotny wyższy niż w okresie późniejszym, tj. w okresie 1997–październik 2004 (prawdopodobieństwo [4]<sup>34</sup>). Niemniej, w każdym podokresie i w każdej podgrupie był on statystycznie większy od zera (prawdopodobieństwa [1]). Należy podkreślić, że w całej badanej próbie poziom *underpricingu* ofert prywatyzacyjnych był istotnie

<sup>31</sup> Rocznik Giełdowy 2004, Warszawa 2004, s. 95–97.

<sup>32</sup> Zob. art. 33 Ustawy z dnia 30 sierpnia 1996 r. o komercjalizacji i prywatyzacji, „Dziennik Ustaw” 02/171/1397 wraz ze zm.

<sup>33</sup> Rocznik..., wyd. cyt., s. 95–97; Warto dodać, że oferty 11 przedsiębiorstw nie są ujmowane w podstawowych statystykach prywatyzacji kapitałowej, gdyż przeprowadzane były poza strukturami Ministerstwa Skarbu Państwa, tj. poprzez Ministerstwo Finansów (5 banków), Ministerstwo Współpracy Gospodarczej z Zagranicą (4 centrale handlu zagranicznego), jednoosobową firmę Skarbu Państwa Nafta S.A. w przypadku PKN Orlen oraz poprzez władze miasta Wrocławia w przypadku MPEC Wrocław S.A. Przedsiębiorstwa..., wyd. cyt., s. 38–41.

<sup>34</sup> Znaczenie wartości „prawdopodobieństw” wyjaśniono w opisie tabeli 1.

większy niż innych ofert, w tym ofert prywatnych (prawdopodobieństwa [2] i [3]), chociaż różnica ta była widoczna jedynie we wczesnym okresie funkcjonowania giełdy<sup>35</sup>. Dużym wahaniom podlegała też liczba ofert publicznych na rynku (zarówno prywatyzacyjnych, jak i innych), co z kolei uwarunkowane było stanem koniunktury giełdowej i ogólnogospodarczej rynku polskiego. Wartości mediany można uznać za bardziej wiarygodne wskazania poziomu tendencji centralnej ze względu na obecność w badanej próbie kilku obserwacji o skrajnie wysokich poziomach pierwszodniowej stopy zwrotu, m.in.: Banku Gdańskiego S.A. (1992): 515%, Vistuli S.A. (1993): 639%, Banku Śląskiego S.A. (1994): 1250%.

Opisane zmiany poziomu *underpricingu* wraz z upływem czasu wynikają ze przemian roli i funkcji rynku kapitałowego oraz przekształceń składu i charakterystyk notowanych spółek wraz z rozwojem gospodarczym państwa znajdującego się w okresie transformacji rynkowej. Podobne zjawisko miało miejsce np. na Węgrzech. I. Schindele i E. C. Perotti wykazali, że w państwie tym, podobnie jak w Polsce, poziom *underpricingu* systematycznie malał wraz z upływem czasu i rozwojem rynku kapitałowego<sup>36</sup>. Rząd polski można zatem – jak stwierdza W. Aussenegg<sup>37</sup> – zakwalifikować zgodnie z modelem E. C. Perottiego do rządów ukierunkowanych prorynkowo. Sprzedaż akcji spółek państwowych znacznie poniżej ich faktycznej wartości rynkowej w pierwszej połowie lat 90. (co najlepiej jest widoczne w latach 1993–1994 oraz w 1996 roku) miała na celu budowę reputacji rządu wśród inwestorów, w tym inwestorów zagranicznych oraz zasygnalizowanie prorynkowej orientacji realizowanej polityki gospodarczej. W latach późniejszych pierwsze oferty prywatyzacyjne wyceniane były już o wiele dokładniej. Wynika to raczej z postępów w procesie transformacji gospodarczej państwa i większej konieczności zapewniania możliwie wysokich wpływów budżetowych – chociażby w celu zmniejszania utrzymujących się aż do 1998 roku deficytów budżetowych na poziomie ok. 3,4% PKB – niż dalszej budowy zaufania do polityki rządu.

<sup>35</sup> Wynik ten potwierdza rezultaty badania W. Aussenegga przeprowadzonego dla mniejszej próby (98) przedsiębiorstw nieprywatyzowanych (tj. pozostałych ofert). Warto zaznaczyć, że R. Jelić, R. Briston nie znajdują dowodów na istnienie wyższego poziomu, skorygowanego o ruchy rynkowe poziomu początkowych stóp zwrotu (ang. *market-adjusted initial returns*) między ofertami Skarbu Państwa a ofertami firm prywatnych. Jelić R., Briston R., *Privatisation Initial Public Offerings: The Polish Experience*, „European Financial Management”, 2003, Vol. 9, No. 4, Aussenegg W., *Going...*, wyd. cyt.

<sup>36</sup> I. Schindele, E. C. Perotti, *Pricing Initial Public Offerings in Premature Capital Markets: The Case of Hungary*, Fondazione Enrico Mattei Working Papers, Nota di Lavoro, grudzień 2002, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=363921](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=363921).

<sup>37</sup> W. Aussenegg, *Going Public in Poland: Case-by-Case Privatisation, Mass Privatisation and Private Sector Initial Public Offerings*, Vienna University of Technology, „Working Paper”, No. 292, grudzień 1999, [eres.bus.umich.edu/docs/workpap-dav/wp292.pdf](http://eres.bus.umich.edu/docs/workpap-dav/wp292.pdf) Offerings, Vienna University of Technology, Working Paper No. 292, grudzień 1999, [eres.bus.umich.edu/docs/workpap-dav/wp292.pdf](http://eres.bus.umich.edu/docs/workpap-dav/wp292.pdf), s. 27.



Tabela 1. Underpricing (początkowa stopa zwrotu) na rynku polskim w okresie 1991–październik 2004

Rok	Średnia			Mediana			Ilość		
	Oferty Skarbu Państwa	Pozostałe oferty	w tym: prawdopodobieństwo [2]	Oferty Skarbu Państwa	Pozostałe oferty	w tym: oferty prywatne	Oferty Skarbu Państwa	Pozostałe oferty	w tym: oferty prywatne
1991–10/2004	68,5%	26,5%	0,070	19,7%	10,6%	10,6%	50	188	94
<b>Wszystkie oferty</b>									
prawdopodobieństwo [1]	0,007	0,000	35,3%		12,0%			238	
1991	6,5%	233,9%	0,000	6,3%	233,9%		9	0	0
1992	35,2%	24,1%		31,0%	24,1%	14,0%	5	2	0
1993	295,0%	37,8%		209,2%	13,1%	33,3%	4	2	1
1994	176,7%	10,3%		1,7%	14,6%	30,0%	7	14	3
1995	32,4%	96,2%		23,2%	63,6%	41,0%	5	14	3
1996	128,4%	47,8%		156,7%	46,4%	39,4%	3	15	6
1997	12,5%	9,8%		6,6%	-4,8%	0,0%	10	34	6
1998	16,7%	27,2%		20,5%	16,7%	30,0%	5	46	23
1999	13,8%	14,1%		13,8%	8,2%	4,1%	1	19	13
2000	6,1%	-7,9%		6,1%	0,6%	0,6%	1	10	7
2001		-11,0%			-9,1%	-9,1%	0	6	6
2002		21,2%			10,0%	10,0%	0	3	3
2003		13,3%			8,9%	8,9%	0	5	5
10/2004		56,0%			20,8%	30,0%	0	18	18
1991–1996	96,9%	0,088	0,303	25,0%	20,8%	30,0%	33	47	13
<b>Wszystkie oferty</b>					24,1%				
prawdopodobieństwo [1]	0,010	0,000	72,9%					80	

Tabela 1. (cd.)

Rok	Średnia			Mediana			Ilość		
	Oferty Skarbu Państwa	Pozostałe oferty	w tym: prywatne	Oferty Skarbu Państwa	Pozostałe oferty	w tym: prywatne	Oferty Skarbu Państwa	Pozostałe oferty	w tym: prywatne
1997–10/2004	13,5%	16,7%	13,9%	11,2%	6,3%	7,7%	17	141	81
<b>Wszystkie oferty</b>					<b>6,3%</b>			<b>158</b>	
prawdopodobieństwo [1]	0,000	0,000	0,000						
prawdopodobieństwo [4]	0,026	0,007	0,013						

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z serwisu Interia.pl, poświęconemu rynkowi pierwotnemu: <http://mojeinvestycje.interia.pl/gie/pierw>. Liczba ofert uwzględnionych w badaniu jest niższa od rzeczywistej liczby ofert przeprowadzonych na rynku polskim ze względu na brak kompletnych danych w serwisie.

\* Tabela przedstawia wartości średnie i mediany wysokości *underpricingu* dla ofert publicznych przeprowadzonych na GPW w Warszawie w okresie od początku jej powstania aż do końca października 2004 roku oraz liczbę ofert objętych badaniem. Dane zaprezentowano w podziale na oferty Skarbu Państwa i pozostałe oferty, z wyróżnieniem ofert przedsiębiorstw o całkowicie prywatnym rodowodzie, jak również w podziale na podokresy obejmujący lata 1991–1996 oraz 1997–10/2004, a także w podziale na poszczególne lata w badanym okresie. Wartości w wierszach **prawdopodobieństwo [1]** wskazują na poziom istotności testu statystycznego *U* dla populacji z dowolnym rozkładem lub testu statystycznego istotności średniej *t* dla populacji z (założonym) rozkładem normalnym (ze względu na małą liczebność próby, tj. dla ofert prywatnych w latach 1991–1996 oraz ofert Skarbu Państwa w latach 1997–10/2004), przy którym można odrzucić hipotezę zerową o przyjmowaniu przez średnią wartość *underpricingu* wartości zero na rzecz hipotezy alternatywnej o przyjmowaniu przez średnią wartość *underpricingu* wartości większej od zera. Wartości w kolumnie **prawdopodobieństwo [2]** (prawdopodobieństwo [3]) wskazują na poziom istotności testu statystycznego *U* dla różnicy dwóch średnich z populacji o dużej liczebności i nieznanym rozkładzie (dla grupy ofert z lat 1991–10/2004) lub testu statystycznego *t* dla różnicy dwóch średnich z populacji o (założonym) rozkładzie normalnym (dla ofert z lat 1991–1996 i 1997–10/2004), przy którym można odrzucić hipotezę zerową o równości średnich wartości *underpricingu* ofert Skarbu Państwa a, odpowiednio, pozostałych ofert (ofert prywatnych) na rzecz jednostronnej hipotezy alternatywnej, że średni poziom *underpricingu* ofert Skarbu Państwa jest większy (dla ofert z lat 1991–10/2004 oraz 1991–1996) lub mniejszy (dla ofert z lat 1997–10/2004) niż, odpowiednio, poziom *underpricingu* pozostałych ofert (ofert prywatnych). Wartości w wierszu **prawdopodobieństwo [4]** wskazują na poziom istotności testu statystycznego *U* dla różnicy dwóch średnich z populacji o dużej liczebności i nieznanym rozkładzie (dla grupy wszystkich ofert oraz pozostałych ofert) lub testu statystycznego *t* dla różnicy dwóch średnich z populacji o (założonym) rozkładzie normalnym (dla ofert Skarbu Państwa oraz ofert prywatnych), przy którym można odrzucić hipotezę zerową o równości średnich wartości *underpricingu* ofert z lat 1991–1996 a ofert z lat 1997–10/2004 na rzecz jednostronnej hipotezy alternatywnej, że średni poziom *underpricingu* ofert z lat 1991–1996 jest większy niż średni poziom *underpricingu* dla ofert z lat 1997–10/2004.

O ile ten element był absolutnie niezbędny na początku procesu transformacji, o tyle można przyjąć, że zaczął on nieco tracić na znaczeniu wraz z rozwojem gospodarczym kraju i zagwarantowaniem tej wiarygodności m.in. poprzez ogólną stabilizację sytuacji makroekonomicznej kraju. Jednocześnie, rynek kapitałowy od 1996 roku zaczął stopniowo wchodzić w fazę dojrzałości<sup>38</sup>, gdyż zarówno kapitalizacja giełdy, jak i ilość notowanych spółek zaczęły przekraczać pewne „symboliczne” wartości krytyczne (przekroczenie progu 100 mld zł kapitalizacji i liczby 200 spółek w 1999 roku), zaś nowa ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 roku prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi<sup>39</sup> wprowadziła bardziej przejrzyste ramy funkcjonowania rynku, a rozpoczęcie na GPW notowań ciągłych zwiększyło płynność rynku. Zaczęła się również krystalizować stabilna baza inwestorów instytucjonalnych wskutek przeprowadzenia reformy systemu ubezpieczeń społecznych i utworzenia Otwartych Funduszy Emerytalnych (OFE), a i charakter pierwszych ofert publicznych zaczął się zmieniać wraz z coraz większą liczbą debiutów – przedsiębiorstw o całkowicie prywatnym rodowodzie, których oferty publiczne miały cele wyłącznie ekonomiczne (wejście na giełdę miało głównie na celu pozyskanie kapitału do realizacji ich zamierzeń inwestycyjnych). Giełda przestała być jedynie „narzędziem” wspomagającym prywatyzację, zaś wskutek jej wzrostu i rozbudowy infrastruktury instytucjonalnej rynku kapitałowego zwiększyła się jej efektywność informacyjna, co również sprzyjało dokładniejszej wycenie oferowanych akcji.

## 6. Podsumowane

Przesłanki te pozwalają mniemać, że zgodnie z przytoczonymi we wstępie opiniami analityków rynków finansowych, powtórka scenariuszy z początku lat 90., kiedy to prywatyzacje Skarbu Państwa zapewniały natychmiastowe ogromne zyski, była niemożliwa przy prywatyzacji banku PKO BP (faktycznie, PSZ tej oferty wyniosła 13,2%). Osiągnięcie trzycyfrowych początkowych stóp zwrotu wydaje się też bardzo mało prawdopodobne przy innych, przyszłych ofertach publicznych. Zyski krótkoterminowe, wynikające z korzystnej różnicy między ceną akcji na rynku wtórnym ustaloną podczas pierwszych notowań, a ich ceną emisyjną (*underpricing*) powinny być dodatnie, acz w rozsądnej wysokości, tj. zbliżone do średniej z ofert publicznych firm prywatnych w ostatnim okresie (ok. 13% w 2004 roku). Ze względu na pewną cykliczność poziomu *underpricingu* na rynku IPO

<sup>38</sup> J. Socha, Rynek papierów wartościowych w Polsce, Warszawa 2003, s. 165–177.

<sup>39</sup> Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, „Dziennik Ustaw” 02/49/447 wraz ze zm.

należy też liczyć się pojawieniem się coraz większej ilości debiutów oferujących ujemne PSZ.

Rząd w procesie prywatyzacyjnym wciąż bierze pod uwagę pewne cele o charakterze ogólnym bądź społecznym, o czym świadczy przy ofercie PKO BP S.A. np.: promocja kupna akcji przez drobnych inwestorów detalicznych za pośrednictwem lokat prywatyzacyjnych lub sprzedaż tej grupie akcji po cenie z pewnym dyskontem. Celem tych działań było zapewnienie możliwie szerokiej partycypacji społeczeństwa w prywatyzacji, uzasadnionej zarówno ze względów społecznych i politycznych, jak i ekonomicznych. Jednakże obecnie, w sytuacji dobrze już rozwiniętej gospodarki rynkowej, stosunkowo wysokiej przejrzystości i płynności rynku kapitałowego oraz względnie długiej historii działań prywatyzacyjnych, poprawna wycena odzwierciedlająca potencjał gospodarczy firmy i zgodna z oczekiwaniami rynków finansowych, zapewniająca zarazem wysokie wpływy budżetowe oraz stabilizację bazy akcjonariuszy prywatyzowanych firm, zdaje się mieć charakter nadrzędny.

W kontekście euforii związanej z publiczną ofertą akcji banku PKO BP S.A. można stwierdzić, że inwestorzy zamierzający szybko sprzedać akcje na rynku wtórnym, mogli zrealizować zbliżonej wysokości zyski, inwestując w starannie dobrane oferty firmy prywatnych, gdzie skutek niższego popytu niższa niż w przypadku oferty PKO BP S.A. byłaby też redukcja zleceń, prowadząc do większego efektywnego przydziału akcji i wyższych nominalnych zysków z inwestycji.

## 7. Bibliografia

1. Aggarwal R., Stabilization Activities by Underwriters after Initial Public Offerings, „Journal of Finance”, 2000, Vol. 55, No. 3.
2. Akerlof G., The market for ‘lemons’: Quality and the market mechanism, „Quarterly Journal of Economics”, 1970, Vol. 84.
3. Allen F., Faulhaber G. R., Signaling By Underpricing in the IPO Market, „Journal of Financial Economics”, 1989, Vol. 23, No. 2.
4. Aussenegg W., Going Public in Poland: Case-by-Case Privatisation, Mass Privatisation and Private Sector Initial Public Offerings, Vienna University of Technology, „Working Paper” No. 292, grudzień 1999, [eres.bus.umich.edu/docs/workpap-dav/wp292.pdf](http://eres.bus.umich.edu/docs/workpap-dav/wp292.pdf).
5. Baron D. P., A Model of the demand of investment banking advising and distribution services for new issues, „Journal of Finance”, 1982, Vol. 37, No. 4.
6. Beatty R. P., Ritter J. R., Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings, „Journal of Financial Economics”, 1986, Vol. 15.

7. Benveniste L. M., Busaba W. Y., Bookbuilding vs. fixed price: An analysis of competing strategies for marketing IPOs, „Journal of Financial and Quantitative Analysis”, 1997, Vol. 32.
8. Benveniste L. M., Busaba W. Y., Wilhelm W. J., Information externalities and the role of underwriters in primary equity markets, „Journal of Financial Intermediation”, 2002, Vol. 11.
9. Benveniste L. M., Spindt P. A., How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues, „Journal of Financial Economics”, 1989, Vol. 24.
10. Biais B., Perotti E. C., Machiavellian Privatisation, „American Economic Review”, 2002, Vol. 92, No. 1.
11. Brennan M. J., Franks J., Underpricing, Ownership, and Control in Initial Public Offerings of Equity Securities in the U.K., „Journal of Financial Economics”, 1997, Vol. 45.
12. Chi J., Padgett C., The Performance And Long-Run Characteristics Of The Chinese IPO Market, University of Reading, ISMA Centre, kwiecień 2002, <http://www.ismacentre.rdg.ac.uk/nav2/default.asp?page=14&area=Theses>.
13. Cornelli F., Goldreich D., Bookbuilding: How Informative is the Order Book?, Centre for Economic Policy Research Discussion Paper, No. 2863, czerwiec 2001, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=275328](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=275328).
14. Dewenter K. L., Malatesta P. H., Public Offerings vs. State-Owned And Privately-Owned Enterprises: An International Comparison, „Journal of Finance”, 1997, Vol. 52, No. 4.
15. Grinblatt M., Hwang C. Y., Signaling and the Pricing of New Issues, „Journal of Finance”, 1989, Vol. 44, No. 2.
16. Handbooks in Operations Research and Management Science, Vol. 9, Finance, pod red. R. A. Jarrova, V. Maksimovica i W. T. Ziemby, Elsevier Science B. V., Amsterdam 1995.
17. Hanley K. W., The underpricing of initial public offerings and the partial adjustment phenomenon, „Journal of Financial Economics”, 1993, Vol. 34.
18. Hanley K. W., Kumar A. A., Seguin P. J., Price stabilization in the market for new issues, „Journal of Financial Economics”, 1993, Vol. 34.
19. Huang Q., Levich R. M., Underpricing of New Equity Offerings by Privatized Firms: An International Test, New York University, Leonard N. Stern School of Business Working Paper Series, No. 99-075, wrzesień 1999, <http://netec.mcc.ac.uk/WoPEc/data/Papers/fthnystfi99-075.html>.
20. Ibbotson R. G., Jaffe J. F., „Hot issue” Markets, „Journal of Finance”, 1975, Vol. 30, No. 4.
21. Ibbotson R. G., Sindelar J. L., Ritter J. R., Initial Public Offerings, „Journal of Applied Corporate Finance”, 1988, Vol. 1, No. 2.

22. Jelić R., Briston R., Privatisation Initial Public Offerings: the Polish Experience, „European Financial Management”, 2003, Vol. 9, No. 4.
23. Jenkinson T., Ljungqvist A., Going public: the theory and evidence on how companies raise equity finance, Oxford University Press Oxford 2001.
24. Jones S. L., Megginson W. M., Nash R. C., Netter J. M., Share issue privatisations as financial means to political and economic ends, „Journal of Financial Economics”, 1999, Vol. 53.
25. Kokot M., Pałka Ł., Tłumy ludzi przed oddziałami banku PKO BP, „Gazeta Wyborcza” z dnia 7 października 2004,  
<http://gospodarka.gazeta.pl/gospodarka/1,59207,2331592.html>.
26. Leland H. E., Pyle D. H., Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation, „Journal of Finance”, 1977, Vol. 32, No. 2.
27. Loughran T., Ritter J. R., Why Don't Issuers Get Upset About Leaving Money on the Table in IPOs?, „The Review of Financial Studies”, 2002, Vol. 15, No. 2.
28. Loughran T., Ritter J. R., Why Has IPO Underpricing Changed Over Time?, University of Florida Working Papers, sierpień 2003,  
[http://bear.cba.ufl.edu/ritter/work\\_papers/whynew.pdf](http://bear.cba.ufl.edu/ritter/work_papers/whynew.pdf).
29. Loughran T., Ritter J. R., Rydqvist K., Initial Public Offering: International Insights, „Pacific-Basin Finance Journal”, 1994, Vol. 2, No. 1.
30. Lowry M., Shu S., Litigation Risk and IPO Underpricing, „Journal of Financial Economics”, 2002, Vol. 65.
31. MacGregor D., Slovic P., Berry M., Evensky H. R., Perception of financial risk: A survey of advisors and planers, „Journal of Financial Planning”, September 1999.
32. Mello A. S., Parsons J. E., Going public and the ownership structure of the firm, „Journal of Financial Economics”, 1998, Vol. 49.
33. Miller R. E., Reilly F. K., An Examination of Mispricing, Returns and Uncertainty for Initial Public Offerings, „Financial Management”, 1987, Vol. 16.
34. Perotti E. C., Credible Privatization, „American Economic Review”, 1995, Vol. 85, No. 4.
35. Przedsiębiorstwa sprywatyzowane w gospodarce polskiej, pod red. M. Bałtowskiego, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.
36. Rock K., Why new issues are underpriced?, „Journal of Financial Economics”, 1986, Vol. 15.
37. Ritter J. R., Welch I., A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations, „Journal of Finance”, 2002, Vol. 57, No. 4.
38. Rocznik Giełdowy 2004, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa 2004.
39. Ruud J. S., Underwriter price support and the IPO underpricing puzzle, „Journal of Financial Economics”, 1993, Vol. 34.

40. Samcik M., Gorący weekend przed PKO, „Gazeta Wyborcza” z dnia 9 października 2004 r., <http://gospodarka.gazeta.pl/gospodarka/1,59207,2331317.html>.
41. Samcik M., PKO BP idzie va banque, „Gazeta Wyborcza” z dnia 7 października 2004 r., <http://gospodarka.gazeta.pl/gospodarka/1,59207,2327064.html>.
42. Samcik M., Stec A., PKO BP opublikował prospekt emisyjny, „Gazeta Wyborcza” z dnia 6 października 2004 r.,  
<http://gospodarka.gazeta.pl/gospodarka/1,29577,2326030.html?v=0&f=30>.
43. Schindele I., Perotti E. C., Pricing Initial Public Offerings in Premature Capital Markets: The Case of Hungary, Fondazione Enrico Mattei Working Papers, Nota di Lavoro, grudzień 2002,  
[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abs-tract\\_id=363921](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abs-tract_id=363921).
44. Schuman M., Chinese Stocks. Heading for a Big Bang?, „Time”, Vol. 163, No. 8, February 23, 2004.
45. Shultz P. H., Zaman M. A., Aftermarket support and underpricing of initial public offerings, „Journal of Financial Economics”, 1994, Vol. 35.
46. Socha J., Rynek papierów wartościowych w Polsce, CeDeWu, Warszawa 2003.
47. Stoughton N., Zechner J., IPO-Mechanisms, Monitoring and Ownership Structure, „Journal of Financial Economics”, 1998, Vol. 49, No. 1.
48. Su D., Fleisher B. M., An Empirical Investigation of Underpricing in Chinese IPOs, The Ohio State University Working Paper, czerwiec 2001, [economics.sbs.ohio-state.edu/pdf/fleisher/iporevis.pdf](http://economics.sbs.ohio-state.edu/pdf/fleisher/iporevis.pdf).
49. Szymanek C., Rozmowa z finansistami o lokatach prywatyzacyjnych PKO BP, „Gazeta Wyborcza” z dnia 11 października 2004 r.,  
<http://gospodarka.gazeta.pl/gospodarka/1,59207,2334441.html>.
50. Szymanek C., Wywiad z Andrzejem Podsiadłą, prezesem PKO BP, „Gazeta Wyborcza” z dnia 7 października 2004 r.,  
<http://gospodarka.gazeta.pl/gospodarka/1,59207,2327869.html?as=3&ias=3>.
51. The New Palgrave Dictionary of Money and Finance, pod red. P. Newman, T. 1–3, Macmillan Press, London 1992.
52. Tinić S. M., Anatomy of initial public offerings of common stock, „Journal of Finance”, 1988, Vol. 43, No. 4.
53. Ustawa z dnia 30 sierpnia 1996 r. o komercjalizacji i prywatyzacji, „Dziennik Ustaw” 02/171/1397 ze zm.
54. Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, „Dziennik Ustaw” 02/49/447 ze zm.
55. Welch I., Equity offerings following the IPO: Theory and evidence, „Journal of Corporate Finance”, 1996, Vol. 2.
56. Welch I., Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings, „Journal of Finance”, 1989, Vol. 44, No. 2.
57. Zaleśkiewicz T., Psychologia inwestora giełdowego. Wprowadzenie do behawioralnych finansów, Gdańskie Wydawnictwo Psychologiczne, Gdańsk 2003.





**CZĘŚĆ TRZECIA**

**ARTYKUŁY UCZESTNIKÓW  
STUDIÓW DOKTORANCKICH W KOLEGIUM  
ZARZĄDZANIA I FINANSÓW**



## **Konsolidacja polskiego rynku energetycznego na tle europejskich rynków energetycznych**

### **1. Wprowadzenie**

Rynki energetyczne w ostatnich latach poddane zostały zmianom – ukierunkowanym na liberalizację w zakresie handlu i obrotu energią elektryczną – których celem jest stworzenie niezależnych rynków w zakresie wytwarzania energii i jej przesyłu oraz udostępnienie systemu przesyłowego osobom trzecim. Powyższe działania stały się możliwe dzięki postępowi technicznemu i technologicznemu. W efekcie pojawiły się zmiany własnościowe oraz procesy konsolidacyjne na rynku.

Urynkowanie sektora energetycznego pociąga za sobą pewne korzyści, takie jak: obniżka kosztów wytwarzania i dostarczania energii elektrycznej, wzrost inwestycji, który nie miałby miejsca w warunkach rynku regulowanego. Wprowadzenie mechanizmów rynkowych powoduje wzrost ryzyka inwestycyjnego, na które składa się niestabilność cen energii oraz ryzyka związanego z rozdzieleniem produkcji energii od jej przesyłu. To oznacza, że dostęp do sieci musi podlegać reglamentacji ze względu na bezpieczeństwo systemu lub jego przepustowość.

Polska będąc członkiem Unii Europejskiej zobowiązana jest do wdrażania powyższych zmian. Powstaje jednak szereg pytań. Czy otwarcie rynków energetycznych nie stanowi zagrożenia dla gospodarki narodowej? Czy polski sektor energetyczny jest na tyle „silny”, aby sprostać konkurencji na rynku światowym? Czy sposób realizacji zmian jest optymalny z punktu widzenia interesu narodowego? Jaką drogę przekształceń rynkowych Polska powinna przyjąć: czy najpierw konsolidować rynek energetyczny, a następnie dążyć do prywatyzacji i liberalizacji rynku, czy odwrotnie?

Artykuł prezentuje rozwiązania rynkowe i zasady działania przedsiębiorstw tej branży w wybranych krajach Unii Europejskiej. Celem artykułu nie jest udzielenie jednoznacznej odpowiedzi, co do kierunku zmian na polskim rynku energetycznym, ale wskazanie potencjalnych rozwiązań.

## 2. Aspekt teoretyczny

Przedsiębiorstwa widząc szansę rozwoju zewnętrznego, podejmują działania konsolidacyjne, których celem może być nie tylko przejęcie konkurenta z branży, ale również wejście na inny rynek. Mechanizmy rynkowe oraz kryterium maksymalizacji zysku należą do głównych przyczyn wzajemnego „wchłaniania się” przedsiębiorstw w końcu XX wieku. Dokonywanie fuzji, aliansów nie tylko powoduje koncentracje podmiotów na rynku, ale również prowadzi do dywersyfikacji ryzyka działalności oraz korzyści skali<sup>1</sup>.

Należy jednak pamiętać, iż mechanizm rynkowy pozostawiony bez uregulowań prawnych wyłoni w długim okresie lidera rynku, co doprowadzi do spadku konkurencyjności sektora, dlatego też niezbędna jest ingerencja państwa i tworzenie takich struktur organizacyjno-prawnych, które uniemożliwią tworzenie monopolu. Taka postawa ma szczególne znaczenie przy sektorach strategicznych dla gospodarki.

## 3. Europejskie struktury rynku energetycznego

Założenia, jakim ma odpowiadać europejski rynek energetyczny, zostały sformułowane w deklaracji polityczno-gospodarczej, zwanej Europejską Kartą Energetyczną, która zakłada:

- 1) stworzenie konkurencyjnego rynku paliw, energii i usług elektrycznych,
- 2) nieograniczony dostęp do rynków energii państw sygnatariuszy,
- 3) dostęp do zasobów energetycznych i ich eksploatacji na zasadach handlowych, w oparciu o swobodę działalności gospodarczej,
- 4) międzynarodowy tranzyt energii przez ułatwienie dostępu do infrastruktury transportowej energii,
- 5) wspieranie dostępu do kapitału,
- 6) transfer zysku z prowadzonej działalności, poparty gwarancjami prawnymi,
- 7) koordynacje polityki energetycznej poszczególnych krajów,
- 8) wzajemny dostęp do danych technicznych i ekonomicznych,
- 9) indywidualne warunki realizacji postanowień karty dla poszczególnych krajów.

Trudności w realizacji powyższych wytycznych wynikają ze szczególnego postrzegania roli oraz znaczenia sektora energetycznego. Specyfika ta przejawia się

<sup>1</sup> Zob. J. Hazel, *Fuzje i przejęcia, narzędzia podejmowania decyzji strategicznych*, Wydawnictwo K.E. Lider S.C., Warszawa 2000, s. 3–4.

w wymiarze politycznym. Energia elektryczna postrzegana jest bowiem jako element suwerenności narodowej i politycznej stabilności. Ma również wymiar ekonomiczny, ponieważ ceny, regularność i bezpieczeństwo dostaw energii mają kluczowe znaczenie dla funkcjonowania pozostałych sektorów gospodarki. Wymiar społeczny – wynika z uznania energii za towar niezbędny. Rządy pragną przy tym zapewnić każdemu dostęp do energii po rozsądnych cenach. Istotny stał się również aspekt środowiskowy, co wynika z konieczności wywiązywania się przez państwo ze zobowiązań w dziedzinie ochrony środowiska.

Uwzględniając powyższe czynniki, trzeba przyjąć, że pełna liberalizacja rynku energetycznego jest obecnie niemożliwa, a procesowi stopniowego uwalniania rynku towarzyszy szeroka i ścisła regulacja oraz kontrola sprawowana przez władzę publiczną<sup>2</sup>.

Liberalizacja obrotu energią związana jest z przyjęciem zasad światowego systemu handlowego, zawartych w porozumieniach GATT/WTO i przyjętych w Traktacie Karty Energetycznej. Należą do nich:

- 1) zasada najwyższego uprzywilejowania,
- 2) zasada traktowania narodowego,
- 3) zakaz nakładania ograniczeń ilościowych,
- 4) zasada wolności tranzytu<sup>3</sup>.

Realizacja tak sformułowanych celów polityki energetycznej wymagała przyjęcia pewnych uregulowań prawnych, dających możliwość osiągnięcia celu. Przepisy prawa UE w tym obszarze określają:

- Dyrektywa 2001/80/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 23 października 2001 r., art. 249 Traktatu ustanawiającego Wspólnotę Europejską,
- Dyrektywa 2003/54/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 26 czerwca 2003 r.,
- Dyrektywa Rady 90/377/EWG,
- Dyrektywa Rady 2003/96/WE z 27 października 2003 r.

Aktem prawnym o szczególnym znaczeniu na potrzeby niniejszego artykułu jest Dyrektywa 2003/54/WE, dotycząca wspólnych zasad wewnętrznego rynku energii elektrycznej, czyli wewnętrznych struktur rynkowych. Jest ona odpowiedzią na postanowienia Europejskiej Karty Energetycznej, w myśl których rynek energetyczny powinien być rynkiem wolnokonkurencyjnym. Do zalet takiej struktury rynkowej należą korzyści poszczególnych odbiorców, wynikające z umożliwienia im wyboru dostawcy energii. Dyrektywa 2003/54/WE obliguje państwa członkowskie jedynie do realizacji postanowień zawartych w Europejskiej Karcie

<sup>2</sup> Zob. [www.cire.pl/UE/odcinki.ee.html](http://www.cire.pl/UE/odcinki.ee.html), stan na dzień: 4 maja 2005 r.

<sup>3</sup> Więcej na ten temat zob.: A. Sanderski, Reguły WTO w handlu energią, „Biuletyn URE 2/2003”, Urząd Regulacji Energetyki, Warszawa 2003, Nr 2(28), s. 31–34.

Energetycznej, pozostawiając im swobodę w wyborze metody oraz środków praktycznego wdrożenia w życie zasad przyjętych w Dyrektywie.

Z liberalizacją rynku energii elektrycznej wiąże się również konieczność wprowadzenia bardziej szczegółowych uregulowań w zakresie działań proekologicznych, dlatego też Komisja Europejska w grudniu 2003 roku przedstawiła pakiet nowych aktów prawnych. Zaproponowane rozwiązania oznaczają nowe obowiązki dla uczestników rynku, przy jednoczesnym braku ograniczeń swobody ich działania. Celem przyjętych regulacji jest stworzenie systemu rynkowego, w którym odbiorcy nie będą narażeni na przerwy w dostawie energii lub na jej złą jakość. Omawiany pakiet obejmuje Dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie efektywności wykorzystania energii i usług elektrycznych. Głównymi celami tej Dyrektywy są: likwidacja barier w świadczeniu usług energetycznych, promowanie efektywnego wykorzystania energii (w tym celu ustanowiono oszczędności w wysokości 1% średniorocznego finalnego zużycia energii w roku poprzednim), stworzenie takich uregulowań, w których dostawcy detaliczni i dyspozytorki energii elektrycznej będą brali aktywny udział w rynku usług energetycznych.

Kolejna Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady dotyczy zabezpieczenia niezawodności dostaw energii elektrycznej i inwestycji strukturalnych. Główne jej cele to między innymi: zobligowanie państw członkowskich do przejrzystego zdefiniowania polityki równoważenia popytu i podaży oraz do wdrożenia środków zarządzania popytem, nałożenie na państwa członkowskie konieczności opracowania i wdrożenia standardów dotyczących bezpieczeństwa sieci przesyłowych i dystrybucyjnych, narzucenie operatorom systemu przesyłowego obowiązku przekazywania narodowemu regulatorowi strategii inwestycyjnych, zobowiązanie regulatorów do przedkładania Komisji programów inwestycyjnych, nadanie regulatorom prawa do interwencji na rzecz przyspieszenia realizacji projektów, a w uzasadnionych przypadkach – prawa do przeprowadzenia przetargów na rzecz ich realizacji<sup>4</sup>.

Przedsiębiorstwa elektroenergetyczne chcąc działać na rynkach Unii Europejskiej powinny uwzględnić następujące zasady:

- 1) zasada rozdzielania i przejrzystości,
- 2) zasada dostępu do sieci i otwarcia rynku (zasada TPA),
- 3) zasada równego traktowania,
- 4) zasada wzajemności.
- 5) zasada rozstrzygania sporów i kontroli decyzji w ramach apelacji,
- 6) zasada kontroli przez państwo budowy nowych mocy wytwórczych,

<sup>4</sup> Zob. J. Biedrzycki, Z. Janiszewska, M. Kozak, P. Seklecki, Europejski Rynek Energii Elektrycznej i gazu – projekty nowych uregulowań komisji europejskiej, „Biuletyn URE 2/2004”, Urząd Regulacji Energetyki, Warszawa 2004, s. 22–28.

- 7) zasada kontroli przez państwo prac regulatora,
- 8) zasada ochrony odbiorców i obowiązku świadczenia usług publicznych<sup>5</sup>.

### 3.1. Struktury rynku energetycznego w wybranych krajach UE

Dla porównania zastosowanych rozwiązań w zakresie struktur rynkowych przedstawiono sytuacje na rynkach energetycznych wybranych krajów Unii Europejskiej. Należą do nich: Niemcy, Austria, Hiszpania. Niemiecki rynek energetyczny został przedstawiony jako przykład zastosowania negocjowanego modelu zasady TPA. Austriacki model rynku jest zdominowany przez regulatora, natomiast hiszpański jest przykładem zastosowania mieszanych rozwiązań, w których odpowiedzialność za strukturę rynku została podzielona pomiędzy regulatora i Ministra Przemysłu.

**Niemcy** – tu ustawą o kluczowym znaczeniu z punktu widzenia sprawowania kontroli nad rynkiem jest Act on the Supply of Electricity and Gas, która wyznacza Federalnego Ministra Gospodarki jako organ będący kreatorem polityki energetycznej<sup>6</sup>. Na przedsiębiorstwa tego sektora w ramach zasady ochrony odbiorców o obowiązku świadczenia usług publicznych został nałożony obowiązek specjalnej pomocy publicznej. Swoim zakresem obejmuje opłaty za energię elektryczną – gdzie brak ściśle sprecyzowanych zasad regulowania opłat za energię elektryczną dla najuboższych. Ponadto rynek niemiecki nie posiadał organu kontrolującego i koordynującego mechanizmy rynkowe, a jedynym organem kreującym politykę energetyczną był Federalny Minister Gospodarki. Regulator został powołany w lipcu 2004 roku<sup>7</sup>. Taka liberalna polityka Państwa spowodowała wykształcenie się struktur oligopolistycznych. Największymi udziałowcami w rynku są RWE ENERGIE (ok. 37% udziału) oraz EON (29% udziału)<sup>8</sup>. Dostęp do sieci odbywa się na zasadach modelu negocjowanego TPA. Oznacza to, że o dostępie do sieci i jego warunkach decyduje porozumienie sektorowe, natomiast sprawami związanymi z rozstrzygnięciem sporów dotyczących dostępu do sieci zajmuje się instytucja antymonopolowa, która pełni również rolę odwoławczą w tym zakresie. Porozumienia sektorowe obowiązują ponadto w zakresie przesyłu, natomiast w roli organu odwoławczego w sprawach taryfowych ustawodawca wyznaczył instytucje antymonopolowe, zarówno federalne, jak i landowe. Zastosowane roz-

<sup>5</sup> Więcej na ten temat zob.: J. Biedrzydzki, Zasady działalności przedsiębiorstw elektroenergetycznych w UE, „Biuletyn URE 4/2003”, Urząd Regulacji Energetyki, Warszawa 01.07.2003, s. 63–67.

<sup>6</sup> Zob. A. Dobroczyńska, L. Juchniewicz, B. Zalewski, J. Biedrzycki, K. Janiszewska, M. Kozak, A. Sanderski, P. Seklecki, Systemy regulacyjne energetyki w krajach Unii Europejskiej, „Energetyka w Unii Europejskiej. Droga do konkurencji na rynkach energii elektrycznej i gazu” pod red. nauk. dr A. Dobroczyńskiej, Urząd Regulacji Energetyki, Warszawa 2003, s. 143–145.

<sup>7</sup> *Ibidem*, s. 66.

<sup>8</sup> [www.wirtschaft-polen.de/pl/pdf-infobiezace/info\\_biez\\_27.06.02.pdf](http://www.wirtschaft-polen.de/pl/pdf-infobiezace/info_biez_27.06.02.pdf) stan na dzień: 4 maja 2005.

wiązanie stwarza możliwość dokonywania przez odbiorców wyboru pomiędzy poszczególnymi taryfami. Porozumienia sektorowe regulują również zasady połączeń międzysystemowych, natomiast organem odwoławczym jest urząd antymonopolowy. Zastosowany model TPA doprowadził do sytuacji, w której rynek hurtowy energii elektrycznej został zdominowany przez prywatnych operatorów, tworząc oligopol. Nieco inne rozwiązanie w tym zakresie zostało zastosowane w odniesieniu do rynku detalicznego, na którym warunki funkcjonowania określone są przez Ministra<sup>9</sup>.

W **Austrii** ochroną objęto najsłabsze ekonomicznie grupy odbiorców. W realizacji zasady TPA zastosowany został model regulowany. Oznacza to, że dostęp do sieci osób trzecich realizowany jest na podstawie taryf zatwierdzanych przez niezależny organ regulacyjny. Rola regulatora na austriackim rynku energii elektrycznej jest zasadnicza, ponieważ orzeka on także o dostępie do sieci i warunkach tego dostępu oraz rozstrzyga spory dotyczące dostępu do sieci. Zarazem pełni funkcję organu odwoławczego. Do zadań regulatora należy także określenie zasad dostępu do połączeń międzysystemowych i stosowania taryf. Jednocześnie pełni on tu funkcję organu odwoławczego. W zakresie rynku hurtowego oraz detalicznego regulator określa warunki funkcjonowania oraz jest organem odwoławczym. Nadanie wymienionych, szerokich uprawnień regulatorowi spowodowało konieczność takiego usytuowania go systemie prawnym, aby podlegał Federalnemu Ministrowi Gospodarki i Pracy. Ze względu na fakt, że regulator jest spółką prawa handlowego, w której wszystkie udziały należą do państwa, Minister zarządza w jego imieniu akcjami w tej spółce<sup>10</sup>. Celem takiej „konstrukcji” uregulowań prawnych było zagwarantowanie bezpieczeństwa energetycznego państwa, przy jednoczesnym zapewnieniu dostępu do sieci osób trzecich. Szerokie kompetencje w zakresie koncesjonowania rynku zarówno hurtowego, jak i detalicznego zostały nadane władzom lokalnym. Mogą one nie tylko wydawać koncesje operatorom systemów operacyjnych, ale też mają szczególne uprawnienia w stosunku do odnawialnych źródeł energii. Dotyczą one m.in. „zielonych” elektrowni, małych elektrowni wodnych oraz zarządzania funduszami środowiskowymi. W modelu austriackim rynku energetycznego cechą charakterystyczną jest duży zakres kompetencji regulatora oraz władz lokalnych<sup>11</sup>.

Nieco odmienny model rynku energetycznego został zastosowany w **Hiszpanii**. Podzielono tam obowiązki w zakresie dostępu do sieci, ustalania taryf oraz rozstrzygania sporów pomiędzy: Ministra Przemysłu i Parlament oraz Kra-

<sup>9</sup> Por. J. Biedrzycki, „Zasady działalności...”, *op. cit.*, s. 66.

<sup>10</sup> *Ibidem*, s. 66–67.

<sup>11</sup> *Ibidem*, s. 64.



ją Komisję Energetyczną. Zasada dostępu do sieci osób trzecich opiera się na modelu regulowanym. O dostępie i jego warunkach decyduje Minister, natomiast w sprawach spornych regulator. Do kluczowych zadań Ministra należy również określanie zasad połączeń międzysystemowych oraz określenie warunków funkcjonowania podmiotów na rynku hurtowym i detalicznym, natomiast wszelkie decyzje odwoławcze w tym zakresie zostały przydzielone regulatorowi<sup>12</sup>. Mimo takich zabezpieczeń mechanizmy rynkowe w długim okresie wykształciły strukturę oligopolu, w której rynek został podzielony pomiędzy dwa przedsiębiorstwa: ENDESA oraz UNION FENOSA. Jednak państwo w dalszym ciągu sprawuje kontrolę nad rynkiem, czego dowodem są specjalne taryfy dla osób o niskich dochodach, ratalny system spłaty zaległości dla odbiorców zalegających z opłatami za dostarczone media oraz specjalne procedury, jakie przedsiębiorstwo musi zastosować, mając niespłacone rachunki za energię elektryczną.

### **3.2. Polityka Energetyczna**

Wprowadzenie praw rynkowych daje pewne korzyści, ale też stwarza zagrożenia. Do pozytywów ekonomicznych z tytułu liberalizacji należą niewątpliwie korzyści konsumenckie, czyli spadek cen w wyniku konkurencji rynkowej. Liberalizacja rynku powoduje jednak pojawienie się pewnych zagrożeń, związanych między innymi z: relacją bezpieczeństwo dostaw – bezpieczeństwo energetyczne, problemem mocy wytwórczych a problemem mocy przesyłowych, problemem zarządzania i współpracy operatorów systemów przesyłowych<sup>13</sup>.

Dotychczasowa polityka energetyczna Unii Europejskiej polegała na częściowej regulacji rynkowej w połączeniu z funkcjami regulatora (wyjątkiem są Niemcy). Oznacza to, że rola państwa sprowadzała się do zatwierdzania cen proponowanych przez dostawców. Model ten miał zapewnić bezawaryjne dostawy prądu, co było warunkiem rozwoju gospodarczego<sup>14</sup>. Taka struktura organizacyjno-prawna rynku pozwoliła na wykształcenie względnie trwałych zasad funkcjonowania w branży, przez co należy rozumieć struktury oligopolu lub monopoli państwowych, posiadających zarówno potencjał techniczny, jak i doradczy z zakresu ekonomicznego.

Skierowanie polityki w kierunku otwarcia rynku dostaw energii ma za zadanie nie tylko umożliwienie konkurencji pomiędzy przedsiębiorstwami, ale także wywołanie zróżnicowania cen energii w zależności do dnia, pory dnia, nieprzewidywalnych zmian pogodowych itp. Unia Europejska dąży zatem do stworzenia

<sup>12</sup> *Ibidem*, s. 64 i 66.

<sup>13</sup> [www.ure.gov.pl/konkurencja/liberalizacja\\_1204html](http://www.ure.gov.pl/konkurencja/liberalizacja_1204html), stan na dzień 4 maja 2005.

<sup>14</sup> Zob. J. Żelkowski, Strategia rozwoju branży energetycznej w krajach Unii Europejskiej, „Rynek Energii”, Lublin 2003, Nr 6/2003, s. 2.

giełdy energii, na której oferty dostawy z poszczególnych elektrowni zostaną uporządkowane wg kryterium cenowego<sup>15</sup>.

## 4. Polski rynek energetyczny

### 4.1. Struktury prawne i organizacyjne

Polska jako członek Unii Europejskiej jest zobowiązana do wprowadzenia liberalnych przepisów dotyczących tego rynku, w tym również zasady TPA. Problemem w realizacji przedstawionych wytycznych jest zbytnie rozdrobnienie rynku na poziomie spółek dystrybucyjnych. Liberalizacja przy takiej strukturze rynku może powodować wykup krajowych dystrybutorów przez inwestorów zagranicznych, co w konsekwencji może prowadzić do naciskania ze strony dystrybutorów na producentów energii<sup>16</sup>.

Działania na polskim rynku energetycznym są obserwowane przez międzynarodowe koncerny, takie jak Eon (Niemcy) czy RWE (Niemcy). Firmy te mogą w przyszłości stać się uczestnikami tego rynku (Eon – ubiega się o północną grupę G-8; RWE – jest już udziałowcem w warszawskim STOEN). Inne koncerny to szwedzki Vattenfall, który zapewnił sobie udziały w GZE. Próby wejścia na polski rynek podejmują również francuski EDF (obecnie do grupy EDF w Polsce należą Elektrociepłownie Toruń S.A. i Elektrociepłownia Zielona Góra SA.), belgijski Electrabel, włoski Enel oraz hiszpański Endesa i Iberdrola<sup>17</sup>. Z tego względu niezbędne są działania pozwalające na podjęcie konkurencji na rynkach unijnych.

Wprowadzenie mechanizmów rynkowych wymaga podjęcia szeregu przedsięwzięć prawnych i organizacyjnych, w tym dotyczących przekształceń własnościowych. Stanowisko regulatora w sposób jednoznaczny określa warunki, jakie muszą zostać spełnione, aby rynek został uznany za konkurencyjny: cena dokonywanych transakcji powinna być zdefiniowana jako wynik wolnej gry popytu i podaży, natomiast odbiorca powinien dysponować prawem do swobodnego wyboru dostawcy oraz jego zmiany bez ponoszenia nadmiernych kosztów. Elementem zmierzającym do realizacji tak określonych celów jest przyjęcie ustawy Prawo energetyczne, która pozwoliła na uruchomienie procesów konkurencyjnych. Należą do nich: nadwyżka podaży energii elektrycznej nad popytem, stopniowe wdrażanie zasady TPA, zdywersyfikowana struktura podmiotowa, system koncesjonowania minimalizujący administracyjne bariery wejścia i wyjścia z rynku, rozpoczęcie pro-

<sup>15</sup> *Ibidem*, s. 6.

<sup>16</sup> [www.mgip.gov.pl/GOSPODARKA/Energetyka/Konkurencja+w+sektorze+energetycznym.htm](http://www.mgip.gov.pl/GOSPODARKA/Energetyka/Konkurencja+w+sektorze+energetycznym.htm), stan na dzień: 4 maja 2005.

<sup>17</sup> [www.wirtschaft-polen.de/pl/pdf-infobiezace/info\\_biez\\_27.06.02.pdf](http://www.wirtschaft-polen.de/pl/pdf-infobiezace/info_biez_27.06.02.pdf), stan na dzień: 4 maja 2005.

cesów prywatyzacji podmiotów sektora, tworzenie instytucjonalnej infrastruktury rynku.

Ponadto, aby rynek został uznany za konkurencyjny, muszą zostać spełnione dodatkowe kryteria:

- 1) powinny zostać stworzone możliwości zawierania umów na bieżące dostawy energii oraz kontraktów średnio- i długoterminowych, natomiast narzędziem skutecznej weryfikacji cen energii powinna być giełda energii elektrycznej;
- 2) dostęp do informacji o możliwościach przesyłowych systemu, przewidywanych ograniczeniach i wyłączeniach poszczególnych linii oraz informacji związanych z działalnością handlową innych podmiotów powinien być nieograniczony. W tym celu niezbędne jest: uruchomienie mechanizmów przekazywania informacji pomiędzy operatorem systemu przesyłowego i operatorami systemów rozdzielczych a poszczególnymi uczestnikami rynku, opracowanie i wprowadzenie w życie operatorów systemu przesyłowego i rozdzielczych procedur przyjmowania do realizacji zawartych kontraktów na dostawę energii, stworzenie mechanizmów umożliwiających przepływ informacji handlowej między uczestnikami rynku;
- 3) stworzenie takich struktur rynkowych, aby żaden z funkcjonujących na nim podmiotów nie miał możliwości bezpośredniego wpływu na kształtowanie się poziomu cen. W tym celu należy przyjąć takie działania, które ograniczą procesy konsolidacyjne w branży i nie będą w stanie ze względu na strukturę podmiotową zająć dominującej pozycji na rynku. Ważnym czynnikiem są tutaj powiązania zarówno poziome, jak i pionowe przedsiębiorstw;
- 4) zmiana struktury własności, która w obecnym stanie rzeczy negatywnie wpływa na rozwój procesów konkurencji, powodując zwiększanie cen przy jednoczesnym podwyższaniu kosztów własnych<sup>18</sup>.

Powyższe stanowisko określa warunki uznania rynku za konkurencyjny jedynie po stronie konsumenta (odbiorcy). Wprowadzenie powyższych kryteriów w życie może oznaczać stworzenie w rzeczywistości zasad konkurencji doskonałej, która powoduje korzyści konsumentów, ale jedynie w krótkim okresie. W długim okresie rynek wykształci bowiem lidera, który będzie dążył do monopolizacji rynku. Dodatkowym zagrożeniem, jakie może wyniknąć dla całego sektora jest duże rozdrobnienie uczestników rynku. Może to być przyczyną ich wykupu w momencie pełnego zintegrowania systemów przesyłowych, co prowadzi do utraty kontroli

<sup>18</sup> Zob. L. Juchniewicz, Stanowisko Prezesa Urzędu Regulacji Energetyki w sprawie kryteriów uznania rynku energii elektrycznej za rynek konkurencyjny, „Biuletyn URE 4/2000”, URE, Warszawa 2000, s. 2–3.

nad rynkiem. Do dotychczasowych rozważań należy dodać zadłużenie sektora oraz potencjalnych inwestorów w branży, którzy byliby skłonni podjąć działania konkurencyjne. Liberalizacja rynku energii stanowi obecnie jedną z głównych dyrektyw Unii Europejskiej. Należy jednak przy jej wdrażaniu pamiętać o celach polityki energetycznej kraju, do których należą: bezpieczeństwo dostaw energii wymaganego rodzaju i jakości, akceptowalne dla gospodarki i odbiorców bytowo-komunalnych ceny poszczególnych nośników energii, ograniczenie negatywnego wpływu energetyki na środowisko<sup>19</sup>.

Wprowadzenie założeń zasad konkurencji doskonałej jest szansą dla odbiorców na osiągnięcie korzyści z tytułu spadku cen, ale zagrożeniem dla uczestników rynku wobec podmiotów międzynarodowych. Szanse i zagrożenia należy rozpatrywać nie tylko z punktu widzenia rynku energetycznego, ale ze względu na jego specyfikę, z perspektywy szans i zagrożeń wynikających dla całej gospodarki. Energia jest bowiem towarem szeroko wykorzystywanym w innych gałęziach gospodarki narodowej i jej koszt wpływa na poziom cen w całej gospodarce. Podobnie jak w odniesieniu do innych nośników energetycznych, tak i w tym przypadku należy pamiętać o znaczeniu inflacyjnym energii. W tym kontekście tworzenie monopolii lokalnych o silnej pozycji konkurencyjnej wobec zachodnich przedsiębiorstw jest w pełni uzasadnione ekonomicznie oraz daje podstawy do podejmowania decyzji konsolidacyjnej branży.

## 4.2. Działania konsolidacyjne w polskim sektorze energetycznym

Zmiany w polskim sektorze energetycznym wynikają z działań dostosowawczych do wymogów prawa Unii Europejskiej. Przykładem jest powstanie Południowego Koncernu Energetycznego S.A. oraz utworzenie 25 stycznia 2005 roku Południowego Koncernu Węglowego S.A., powstałego jako zaplecze surowcowe dla PKE S.A. Innym przykładem działań konsolidacyjnych jest powstanie grupy BOT, w skład której weszły: Elektrownie „Bełchatów”, „Opole”, „Turów” oraz kopalnia węgla brunatnego „Turów”.

Południowy Koncern Energetyczny został zawiązany 24 maja 2000 roku w Jaworznie. Fuzja objęła następujące przedsiębiorstwa: Elektrownia Jaworzno III S.A., Elektrownia Łaziska S.A., Elektrownia Siersza S.A., Elektrownia Łągisza S.A., Elektrownia Hałęba S.A. Przedmiotem działalności nowo powstałego podmiotu stały się: wytwarzanie, przesyłanie i dystrybucja energii elektrycznej oraz produkcja i dystrybucja ciepła. Przyczyną powstania były działania umożliwiające podniesienie efektywności w branży przez przekazywanie technologii, do-

<sup>19</sup> Zob. M. Duda, Liberalizacja rynku a bezpieczeństwo dostaw energii elektrycznej, „Biuletyn URE 1/2004”, URE, Warszawa 2004, s. 24.

świadczeń oraz wykwalifikowanej kadry menedżerskiej. W konsekwencji przeprowadzonej transakcji powstało przedsiębiorstwo, którego udział w rynku energii miał docelowo wynosić 17% w skali kraju<sup>20</sup>.

Jednym z założeń przy tworzeniu PKE S.A. było dążenie do podwyższenia kapitału przedsiębiorstwa do kwoty 1 735 mln zł. Dodatkowo przeprowadzono szereg negocjacji w zakresie zatrudnienia, gwarancji płacowych, świadczeń socjalnych, zabezpieczeń emerytalnych, gwarancji pracowniczych. Istotnymi uczestnikami tych negocjacji były związki zawodowe, które oczekiwały zapewnienia, iż w nowo powstałym przedsiębiorstwie zatrudnienie pozostanie bez zmian, natomiast pozycja samych związków nie ulegnie osłabieniu i będą one miały nadal decydujący wpływ na decyzje strategiczne przedsiębiorstwa<sup>21</sup>. Koncentracja na poziomie wytwórców energii zapewnić miała nie tylko możliwość konkurowania na poziomie sprzedaży energii, ale również na poziomie zakupów surowców do jej produkcji<sup>22</sup>.

Obecnie Południowy Koncern Energetyczny składa się z 6 elektrowni: Jaworzno III, Łaziska, Łagisza, Siersza, Halemba i Blachownia oraz 2 elektrociepłowni: Katowice i Bielsko Biala. Efektem przeprowadzonych działań konsolidacyjnych jest między innymi obniżka kosztów, w tym kosztów wynagrodzeń, wynikła z redukcji etatów, centralizacji zakupów paliwa, ujednoczenia polityki remontowo-inwestycyjnej. Wszystko to wynika z korzyści skali przedsiębiorstwa. Obecny kapitał zakładowy Spółki wynosi 1 559 231 860 zł. Po pięciu latach działalności PKE S.A. udało się osiągnąć drugie miejsce pod względem mocy zainstalowanej i przychodów ze sprzedaży wśród wytwórczych spółek energetycznych w Polsce.

Oprócz elektrowni i elektrociepłowni PKE S.A. skupia podmioty niezwiązane z sektorem wytwarzania. Należą do nich Polska Energia – Pierwsza Kompania Handlowa Sp. z o.o. oraz inne podmioty niezwiązane z elektroenergetyką. Z tego względu o PKE S.A. można mówić jako o grupie kapitałowej, składającej się z 44 przedsiębiorstw o spójnej polityce zarządzania przy jednoczesnym zróżnicowaniu obszarów działalności<sup>23</sup>. Zarządzanie tak dużą grupą kapitałową wymaga monitoringu spółek. Dlatego też, przedsiębiorstwa wchodzące w jej skład zobowiązane są do comiesięcznego przesyłania sprawozdań finansowych oraz informacji o operacjach na majątku trwałym, nakładach inwestycyjnych, rozrachunkach z kontrahentami<sup>24</sup>. W wyniku konsolidacji nastąpiła poprawa w zakresie ochrony środowiska. Poprzez ograniczenie produkcji w niektórych blokach oraz dzięki in-

<sup>20</sup> Por. B. Ciszewska, Monopolowa recydywa, „Rzeczpospolita”, 28.09.2000, Nr 227, s. A9.

<sup>21</sup> Por. B. Ciszewska, Monopolowa recydywa, „Rzeczpospolita”, 28.09.2000, Nr 227, s. A9.

<sup>22</sup> Zob. W. Mielczarski, Konsolidacja w energetyce, „Nowe Życie Gospodarcze”, Towarzystwo Autorów „NŻG”, Kielce 25.06.2000, Nr 26, dodatek „Południowy Koncern Energetyczny”, s. 3.

<sup>23</sup> Zob. Beskidzki Dom Maklerski S.A., Wydział Analiz, Raport Analityczny Południowy Koncern Energetyczny.

<sup>24</sup> [www.pke.pl/dp/cms/content.xml?id=&mi=mid10&mp=mid10](http://www.pke.pl/dp/cms/content.xml?id=&mi=mid10&mp=mid10), stan na dzień: 1 marca 2005.

westyjom proekologicznym zmniejszono emisję dwutlenku siarki o 16%, pyłu o 22% i tlenków azotu o 7%. Podejmowane działania mają na celu również wspomaganie procesu konsolidacyjno-restrukturyzacyjnego, który przebiega w spółce od jej utworzenia i obejmuje:

- ujednoczenie standardów pracy, schematów organizacyjnych i strategii zarządzania,
- wprowadzenie ujednoczonego regulaminu ZFŚS i Układu Zbiorowego Pracy,
- rozpoczęcie restrukturyzacji Grupy Kapitałowej,
- dążenie do konsolidacji pionowej,
- nacisk na działania marketingowe w perspektywie otwarcia rynku i akcesji do UE,
- dostosowanie struktur i wielkości kosztów do standardów europejskich,
- opracowanie i wdrożenie programu dobrowolnych odejść dla pracowników,
- centralizację zarządzania remontami,
- skoncentrowanie polityki zakupów surowcowych<sup>25</sup>.

Stworzenie Południowego Koncernu Energetycznego S.A. doprowadziło do powstania silnej (lokalnie) pozycji w podsektorze energii elektrycznej. Do korzyści skali wynikłych z połączenia elektrowni i elektrociepłowni należy łatwość pozyskiwania kapitału obcego (np. w postaci kredytów), co jest konsekwencją wysokich kapitałów i aktywów. Skutkami połączenia okazały się również takie efekty skali, jak: wzmocnienie pozycji przetargowej przy negocjacjach cenowych węgla kamiennego, zgromadzenie wyspecjalizowanej kadry menedżerskiej, efektywność połączonych kanałów dystrybucyjnych. Pomimo podjętych działań wzmacniających pozycję koncernu na rynku, nadal istnieją jego słabe strony: przerost zatrudnienia, brak pełnej integracji pionowej, brak przejrzystości Grupy Kapitałowej, niska rentowność w stosunku do standardów europejskich<sup>26</sup>.

### 4.3. Koncepcje rozwoju branży energetycznej w Polsce

Rozróżnia się dwa główne stanowiska, co do przyszłości energetyki. Jedno z nich zakłada wprowadzenie możliwie najbardziej liberalnych rozwiązań rynkowych przy wcześniejszej prywatyzacji sektora. Takie podejście może doprowadzić do szybkiego pozyskania kapitału z prywatyzacji, ale jednocześnie spowoduje utratę kontroli nad rynkiem. Mechanizmy rynkowe w długim okresie wyłonią lidera, który pozostanie poza kontrolą Państwa i będzie dążył do monopolizacji branży. Odwrotna kolejność jest logiczna, ale tylko przy pozostawieniu procesów konsolidacyjnych rynkowi kapitałowemu. Dodatkowym argumentem powodującym ko-

<sup>25</sup> Zob. Beskidzki Dom Maklerski S.A., Wydział Analiz, Raport Analityczny Południowy Koncern Energetyczny.

<sup>26</sup> *Ibidem*.



nieczność przyspieszenia procesów prywatyzacyjnych sektora jest konieczność pozyskania kapitału na inwestycje modernizacyjne, rozwojowe i ekologiczne. Działania Urzędu Regulacji Energetyki w zakresie uregulowań rynkowych zmierzają do podtrzymywania możliwie jak największego poziomu konkurencji na rynku energetycznym. Dlatego też brakuje poparcia w zakresie działań konsolidacyjnych oraz przewiduje się interwencjonizm w przypadku zamiaru łączenia się zbyt dużej liczby podmiotów<sup>27</sup>.

W Polsce jak do tej pory urynkowano obszar wytwarzania energii. Zmianom nie poddano natomiast obszaru przesyłu i dystrybucji. Efektem tego jest praktycznie znikome korzystanie przez odbiorców z prawa do usługi przesyłowej (TPA). Polska elektroenergetyka stoi przed szeregiem problemów, takich jak konieczność inwestycji w nowe moce wytwórcze oraz rozwój systemów przesyłowych i rozdzielczych. W celu ich rozwiązania niezbędne jest wprowadzenie mechanizmów rynkowych<sup>28</sup>.

## 5. Podsumowanie

Zapoznając się z danymi dotyczącymi fuzji w polskim sektorze energetycznym oraz polityką energetyczną naszego kraju, łatwo zaobserwować kilka faktów. Jeden z nich – to brak zgodnego stanowiska w sprawie zmian strukturalnych w energetyce. Przykład Południowego Koncernu Energetycznego S.A. jest dowodem na konieczność dokonania zmian strukturalnych na rynku. Z tego względu konsolidacja sektora jest w pełni uzasadniona ekonomicznie i może stanowić drogę rozwoju i ochrony branży przed nadmierną ingerencją podmiotów zagranicznych.

Deklaracje państw członkowskich Unii Europejskiej oraz dalsze zmiany na rynku determinują również kierunek zmian na polskim rynku. Nie oznacza to jednak, że należy stosować modele przyjęte w krajach Unii Europejskiej. Każde państwo powinno bowiem wypracować własną politykę energetyczną, dostosowaną do jego potrzeb.

Opisane zjawiska skłaniają więc do postawienia hipotezy o możliwościach kierunków rozwoju sektora oraz o zależności cech sektora na kierunek proponowanych rozwiązań. Widoczna jest konieczność przeprowadzenia dogłębnych i szczegółowych badań w tym obszarze, przy wykorzystaniu czynników z innych sektorów gospodarki ze szczególnym wskazaniem tych, które mają największy wpływ na kierunek polityki energetycznej Polski.

<sup>27</sup> [www.ure.gov.pl/prezes/st\\_prezesa\\_1html](http://www.ure.gov.pl/prezes/st_prezesa_1html), stan na dzień: 1 marca 2005.

<sup>28</sup> [www.megaenergia.pl/index.html](http://www.megaenergia.pl/index.html), stan na dzień: 4 maja 2005.

## 6. Bibliografia

### Wydawnictwa zwarte:

1. Energetyka w Unii Europejskiej. Droga do konkurencji na rynkach energii elektrycznej i gazu” pod red. nauk. dr A. Dobroczyńskiej, Urząd Regulacji Energetyki, Warszawa 2003.
2. Hazel J., Fuzje i przejęcia; narzędzia podejmowania decyzji strategicznych, Wydawnictwo K.E. Lider S.C., Warszawa 2000.

### Artykuły prasowe i okolicznościowe:

1. Beskidzki Dom Maklerski S.A, Wydział Analiz, Raport Analityczny Południowy Koncern Energetyczny.
2. Biedrzycki J., Janiszewska Z., Kozak M., Seklecki P., Europejski Rynek Energii Elektrycznej i gazu – projekty nowych uregulowań komisji europejskiej, „Biuletyn URE 2/2004”.
3. Ciszewska B., Monopolowa recydywa, „Rzeczpospolita”, 28.09.2000.
4. Duda M., Liberalizacja rynku a bezpieczeństwo dostaw energii elektrycznej, „Biuletyn URE 1/2004”, URE, Warszawa 2004.
5. Juchniewicz L., Stanowisko Prezesa Urzędu Regulacji Energetyki w sprawie kryteriów uznania rynku energii elektrycznej za rynek konkurencyjny, „Biuletyn URE 4/2000”.
6. Mielczarski W., Konsolidacja w energetyce, „Nowe Życie Gospodarcze”, Towarzystwo Autorów „NŻG”, Kielce 25.06.2000.
7. Sanderski A., Reguły WTO w handlu energią, „Biuletyn URE 2/2003”, Urząd Regulacji Energetyki, Warszawa 2003, Nr 2(28).
8. Żelkowski J., Strategia rozwoju branży energetycznej w krajach Unii Europejskiej, „Rynek Energii”, Lublin 2003, Nr 6/2003.

### Materiały internetowe:

1. [www.cire.pl/UE/odcinki.ee.html](http://www.cire.pl/UE/odcinki.ee.html)
2. [www.wirtschaft-polen.de/pl/pdf-infobiezace/info\\_biez\\_27.06.02.pdf](http://www.wirtschaft-polen.de/pl/pdf-infobiezace/info_biez_27.06.02.pdf)
3. [www.mgip.gov.pl/GOSPODARKA/Energetyka/Konkurencja+w+sektorze+energetycznym.htm](http://www.mgip.gov.pl/GOSPODARKA/Energetyka/Konkurencja+w+sektorze+energetycznym.htm)
4. [www.wirtschaft-polen.de/pl/pdf-infobiezace/info\\_biez\\_27.06.02.pdf](http://www.wirtschaft-polen.de/pl/pdf-infobiezace/info_biez_27.06.02.pdf)
5. [www.pke.pl/dp/cms/content.xml?id=&mi=mid10&mp=mid10](http://www.pke.pl/dp/cms/content.xml?id=&mi=mid10&mp=mid10)
6. [www.ure.gov.pl/prezes/st\\_prezesa\\_1.html](http://www.ure.gov.pl/prezes/st_prezesa_1.html)
7. [www.megaenergia.pl/index.html](http://www.megaenergia.pl/index.html)



Izabela Kuligowska  
Szkoła Główna Handlowa

## Federalizm fiskalny a koncepcja demokracji wielopoziomowej

### 1. Wprowadzenie

Celem artykułu jest przedstawienie zbieżności koncepcyjnych między teorią demokracji wielopoziomowej a teorią federalizmu fiskalnego. Zależności te sformułowane są w odwołaniu do kontekstu regionalistycznego. Podstawą rozważań jest twierdzenie o współzależności między zakresem cedowanych na władze regionalne kompetencji politycznych i ekonomicznych. Wykazuje się, że ze względu na stabilność porządku konstytucyjnego, autonomia polityczna musi pociągać za sobą autonomię fiskalną. Pomocniczym jest tu warunek komplementarności i symetryczności przekazywanych szczeblom subcentralnym funkcji politycznych i ekonomicznych.

### 2. Demokracja wielopoziomowa, federalizm fiskalny – przesłanki teoretyczne

Koncepcja demokracji wielopoziomowej ma swoją genezę w studiach nad Unią Europejską. Po raz pierwszy pojawiła się w początku lat 90., gdy wydawało się oczywistym, że UE ewoluje w kierunku rozwiązań federalnych<sup>1</sup>. Dlatego też koncepcja ta bliska jest zasadom porządku federalnego. Odchodząc od modelu hierarchicznego ukazuje pluralizm ośrodków władzy oraz akcentuje ich rolę w procesach współdecydowania. Mimo różnego statusu prawnokonstytucyjnego i odmiennie zdefiniowanych kompetencji ich legitymacja do sprawowania władzy pozostaje taka sama.

W ostatnich latach obserwuje się w literaturze przedmiotu obfitość nowej terminologii. Różnice między pojęciami sprowadzają się wszakże do akcentowania odmiennych aspektów tego samego zjawiska. Tak więc termin *polycentric governance* wskazuje na wielość ośrodków władzy i ich równorzędny charakter. Koncepcja *functional, overlapping, competing jurisdictions (FOCJ)* podkreśla rozrost sfery kompetencji konkurencyjnych w wyniku fragmentaryzacji władzy.

---

<sup>1</sup> I. Bache, M. Flinders, red., *Multi-level Governance*, Oxford: Oxford University Press 2005, s. 2.

Natomiast odwoływanie się w dyskursie do terminów *consortio*, *condominio* zwraca uwagę na fakt dzielenia kompetencji zarządczych czy też wspólnego zarządu<sup>2</sup>.

W publikacjach anglosaskich odchodzi się często od „demokracji wielopoziomowej” na rzecz *multi-level governance*. O ile pierwszy z terminów – będąc czysto politologicznym – podkreśla fakt istnienia wybieralnych legislatur czy organów zarządczych na szczeblach od wspólnotowego do lokalnego, o tyle drugi rozszerza to ujęcie, wskazując na udział w procesach decyzyjnych ośrodków innych niż statutowe<sup>3</sup>.

Naturalną konsekwencją zmian, jakie procesy integracyjne wywołały w strukturze instytucjonalnej i kompetencyjnej państw europejskich, stała się reorganizacja powiązań międzyrządowych. Organy wspólnotowe uzyskały daleko idące uprawnienia w stosunku do państw członkowskich i możliwość ingerencji w ich sprawy wewnętrzne. Realizacja zapisów traktatów założycielskich była równoznaczna z wprowadzeniem nadrzędnego względem państw narodowych szczebla zarządu.

Procesem równoległym do powyższego była postępująca decentralizacja państw europejskich. Ogólnie ujmując, od początku lat 80. żaden kraj członkowski WE nie przystąpił do działań *sensu stricto* centralizacyjnych, natomiast ponad połowa z nich wprowadzała reformy regionalizacyjne czy quasi-federalne. W Europie – szczególnie kontynentalnej – istnienie szczebla regionalnego było zawsze istotnym warunkiem racjonalnego zarządu sprawami publicznymi. W wielu państwach przetrwały wywodzące się ze średniowiecza tradycje swobód prowincjonalnych. Nie sposób pominąć tu znaczenia, jakie dla obecnego kształtu Niemiec, Włoch, Hiszpanii czy Wielkiej Brytanii ma fakt, że ich „części składowe” wiodły niegdyś odrębny byt polityczny. Świadomość dawnych praw stawała się podstawą żądań autonomistycznych bądź separatystycznych.

Ukształtowany w okresie powojennym europejski system polityczny – o ile uprawnione jest użycie tego określenia – oparty został na interakcjach między państwami narodowymi a strukturami ponadnarodowymi. Procesy regionalizacji (których intensyfikację w Europie obserwuje się od początku lat 90.) wymuszają jego ewolucję w kierunku systemu demokracji wielopoziomowej. Regiony – odgrywając istotną rolę w integracji ekonomicznej – są niemalże pozbawione politycznych wpływów na szczeblu wspólnotowym<sup>4</sup>. Dopóki ich rzeczywista pozycja nie zostanie uwzględniona w strukturze prawnej i instytucjonalnej UE, sprawnie funkcjonujący system demokracji europejskiej pozostanie jedynie postulatem.

<sup>2</sup> *Ibidem*, s. 15.

<sup>3</sup> *Ibidem*, s. 4, 5.

<sup>4</sup> Komitet Regionów ma jedynie status doradczy.

Przedstawione wyżej kierunki dyfuzji władzy politycznej doprowadziły do stworzenia dwóch autonomicznych i konkurencyjnych względem państwa narodowego ośrodków: wspólnotowego i regionalnego. Wzrost ich pozycji i rozszerzenie uprawnień odbywać się mogą jedynie w warunkach redukcji zakresu jurysdykcji władzy państwowej.

W ciągu ostatnich 50 lat w polityce gospodarczej można obserwować trzy trendy, z których każdy stanowi przyczynek do rozważań nad *multi-level governance*. Po pierwsze, cedowanie przez państwa uprawnień na organizacje międzynarodowe, zwłaszcza kompetencji ze sfery ekonomicznej. Przykładami są tu Wspólnota Europejska i WTO. Po drugie, realizowanie przez ostatnie dziesięciolecia programów decentralizacji politycznej i gospodarczej przez większość państw rozwiniętych. W wyniku podjętych reform tworzono nowe ośrodki zarządu na poziomie subcentralnym i przekazywano im znaczne uprawnienia w kształtowaniu i prowadzeniu polityki gospodarczej. Genezy reform decentralizacyjnych szukać należy we wspomnianych już żądaniach autonomii wysuwanych przez partie i ugrupowania regionalistyczne, jak również w działaniach instytucji wspólnotowych oraz specyficznym definiowaniu kryteriów uzyskania dofinansowania z funduszy strukturalnych. Po trzecie, zwyczajowa staje się presja wywierana na rządy odnośnie zmniejszenia rozmiarów i kosztów funkcjonowania administracji publicznej oraz angażowanie w procesy rządzenia partnerów społecznych i gospodarczych.

W ekonomii odbiciem koncepcji *multi-level governance* jest federalizm fiskalny. Podstawowe założenia teorii kształtują się następująco. W każdym niemal państwie organy zarządcze działają na co najmniej dwóch poziomach: centralnym i lokalnym. Obecnie, wprowadzenie trzeciego poziomu w strukturze terytorialno-administracyjnej – regionalnego, prowincjonalnego – wydaje się być koniecznym warunkiem dobrego zarządu. Kluczowym zagadnieniem teorii federalizmu fiskalnego jest przypisanie kompetencji i instrumentów finansowych niezbędnych do ich wykonywania organom właściwego szczebla terytorialnego. Federalizm fiskalny, odnosząc się do wertykalnej struktury sektora publicznego, bada – zarówno pod względem normatywnym, jak i pozytywnym – role poszczególnych szczebli rządu, ich relacje wzajemne oraz sposób, w jaki oddziałują na siebie przy pomocy instrumentów finansowych<sup>5</sup>. W skrócie, ustala, które funkcje i instrumenty przy uwzględnieniu kryterium efektywności powinny pozostać scentralizowane, a które zdecentralizowane<sup>6</sup>.

<sup>5</sup> W. Oates, An essay on fiscal federalism, w: M. Baimbridge, P. Whyman, red., *Fiscal Federalism and European Economic Integration*, London: Routledge 2004, s. 13, 14.

<sup>6</sup> J. Darby, A. Muscatelli, G. Roy, *Fiscal Federalism and Fiscal Autonomy: Lessons for the UK from Other Industrialised Countries*, Glasgow: University of Glasgow 2002, s. 33.

Widoczne są tu oczywiste analogie koncepcyjne. O ile punktem wspólnym wszystkich debat, dotyczącym decentralizacji politycznej, jest pytanie o optymalny rozkład funkcji politycznych między ośrodki decyzyjne, o tyle w centrum zainteresowań federalizmu fiskalnego znajduje się zagadnienie optymalnego rozdziału zadań formułowania i implementacji polityki gospodarczej między szczeble zarządu terytorialnego. Wspólne obu koncepcjom jest też pytanie o możliwość efektywnego wykonywania przez organy subcentralne zdecentralizowanych uprawnień. Oczywiste zdaje się twierdzenie, że istnieje wzajemna zależność między zakresem cedowanych funkcji politycznych a ekonomicznych. Innymi słowy, zakres funkcji politycznych determinuje zakres funkcji ekonomicznych i *vice versa*. Nie jest korzystne istnienie asymetrii między funkcjami politycznymi a ekonomicznymi. Jeżeli bowiem zakres funkcji politycznych będzie szerszy niż ekonomicznych, znaczyć to będzie, że na dany organ szczebla subcentralnego cedowana została odpowiedzialność za prowadzenie polityk bez odpowiednich narzędzi wykonawczych. Jeżeli zakres funkcji ekonomicznych będzie szerszy niż politycznych, legitymacja do rządzenia, którą otrzyma, może okazać się niewystarczająca. Narażony też będzie na zarzut dysponowania zasobami bez kontroli politycznej.

### **3. Zakres autonomii decyzyjnej szczebli subcentralnych a teoria federalizmu fiskalnego**

Teoria federalizmu fiskalnego – w ujęciu tradycyjnym – podaje ramy podziału kompetencji oraz instrumentów fiskalnych umożliwiających ich wykonywanie między szczeble władzy. Zwykło się utrzymywać, że rząd centralny powinien wykonywać funkcję stabilizacyjną oraz redystrybucyjną, czyli być odpowiedzialnym za równowagę makroekonomiczną i taki podział dochodu, by gwarantował konstytucyjny wymóg utrzymania równych warunków życia. Założenia powyższe stanowią jednocześnie argumenty przeciw decentralizacji fiskalnej. Ze względu na brak podstawowych instrumentów polityki stabilizacyjnej (monetarnych i fiskalnych), w warunkach gospodarki otwartej, rządy regionalne nie są w stanie efektywnie kontrolować podległych im obszarów gospodarczych. Z kolei zdolności redystrybucyjne władz regionalnych ograniczyć może mobilność czynników produkcji. Różnice w stawkach podatkowych często decydują o wyborze lokalizacji inwestycji. Tak więc prowadzenie przez regiony czy gminy szeroko zakrojonych programów pomocy socjalnej – przy braku intensywnego wsparcia ze strony rządu centralnego – może powodować odpływ podmiotów o wyższych dochodach, które w tym przypadku będą ponosić koszty nieproporcjonalne do uzyskiwanych świadczeń. Biorąc pod uwagę względy czysto ekonomiczne, można stwierdzić, że gminy i re-

giony powinny dostarczać tylko te dobra, których konsumpcja jest ograniczona do obszaru ich jurysdykcji. Zdecentralizowane świadczenie usług jest bardziej efektywne niż programy centralne ze względu na lepsze dostosowanie do preferencji mieszkańców oraz specyficznych warunków i kosztów gospodarowania.

Twierdzenia te mają charakter ogólny. Nie wynika z nich jednoznacznie, jakie kompetencje można przypisać władzom subcentralnym. Przyznanie regionom autonomii gospodarczej bez zapewnienia rządowi centralnemu mechanizmów kontroli może okazać się równie szkodliwe, jak odsunięcie regionów od współdecydowania o kształcie polityki gospodarczej państwa. Rozsądnym rozwiązaniem wydaje się być:

- 1) konstytucyjne zagwarantowanie kompetencji gospodarczych regionów,
- 2) precyzyjne ich zdefiniowanie oraz
- 3) określenie autonomicznych źródeł dochodu regionów, by zapewnić efektywne wykonanie kompetencji statutowych.

Równocześnie rząd centralny powinien:

- 1) zachować zdolność kontroli prawnej regionów w przypadku przekroczenia przez nie uprawnień oraz
- 2) stworzyć system zachęt o charakterze finansowym, by skłonić władze regionalne do realizacji swoich priorytetów.

Zgodnie z teorematem decentralizacyjnym, przy braku zasadniczej redukcji w kosztach w warunkach centralnej alokacji lokalnych dóbr publicznych i występowania efektów zewnętrznych, poziom dobrobytu będzie przynajmniej równie wysoki – jeżeli w każdej jednostce poziom konsumpcji będzie optymalny w sensie Pareto – jak w przypadku jednolitego poziomu konsumpcji na całym obszarze. Stąd też zdecentralizowane świadczenie usług publicznych będzie bardziej efektywne. Potencjalne korzyści z lokalnego generowania dóbr publicznych będą tym wyższe, im większe będzie zróżnicowanie obszarów jurysdykcji oraz wynikająca z niego heterogeniczność potrzeb, które z kolei przekładają się na różnice w popycie. Zyski ze zdecentralizowanego świadczenia usług generowane przez różnice w popycie między wspólnotami lokalnymi są odwrotnie proporcjonalnie do cenowej elastyczności popytu na nie. Jeżeli – przy utrzymujących się różnicach w popycie – koszty świadczenia usług w poszczególnych jednostkach terytorialnych są zbliżone, centralne świadczenie usług publicznych jest nieopłacalne ze względu na niską cenową elastyczność popytu. Tym bardziej, że popyt społeczności lokalnych na usługi jest zwyczajowo wysoce nieelastyczny.

Kończąc te rozważania, warto przywołać model Tiebouta<sup>7</sup>. Tłumaczy on korzyści z decentralizacji usług publicznych istnieniem konkurencji między spo-

<sup>7</sup> C. Tiebout, A Pure Theory of Local Expenditure, „Journal of Political Economy”, Nr 64, 1956, za: J. Stiglitz, *Ekonomia sektora publicznego*, Warszawa, Wydawnictwo Naukowe PWN 2004, s. 907.

łecznościami lokalnymi. Analogicznie jak w przypadku konkurencji między przedsiębiorstwami prywatnymi, warunkiem efektywnej produkcji lokalnych dóbr publicznych jest konkurencja między społecznościami. Tiebout twierdzi, że mobilność podmiotów gospodarczych i osób sprawia, iż produkcja dóbr dokładnie odpowiada preferencjom. Efektywność i dostosowanie świadczeń wymusza fakt, że czynniki mobilne mogą unikać opodatkowania przez zmianę lokalizacji, pozabawiając w ten sposób gminę dochodu. Krytyka modelu jest uzasadniona, gdy szczeblom subcentralnym przypisuje się również funkcje polityczne i socjalne. Konkurencja między społecznościami bywa zjawiskiem negatywnym z uwagi na ograniczenie dostępnych zasobów czy lokowanie inwestycji. Zastosowanie w praktyce założeń modelu może również zakłócić redystrybucję na szczeblu lokalnym<sup>8</sup>.

Koszty wprowadzenia autonomii fiskalnej mogą być znaczne i związane nie tylko z rozrostem administracji. Konflikty w zakresie uprawnień do wydatkowania funduszy publicznych – generowane często przez niezbyt precyzyjne rozdzielanie kompetencji w sferze politycznej lub przez przypisanie tej samej funkcji dwóm podmiotom – czy konkurencja o bazę podatkową mogą zniwelować potencjalne korzyści z funkcjonowania rozwiązań autonomicznych. Koniecznym przy wprowadzaniu decentralizacji fiskalnej staje się zatem przejrzyste i jednoznaczne rozdzielanie kompetencji między poszczególne ośrodki decyzyjne.

Większość państw, które wprowadzały dość szeroki zakres autonomii fiskalnej, przekazała władzom regionalnym uprawnienia do nakładania podatków od nieruchomości i gruntów oraz w ograniczonym zakresie od dochodów osobistych.

Wprowadzenie systemu dotacji centralnych uzasadnić można:

- 1) koniecznością ochrony regionów przed ponoszeniem kosztów efektów ubocznych polityk federalnych,
- 2) wyrównaniem różnic w dochodach własnych regionów,
- 3) zapewnieniem finansowania w związku z przekazaniem dodatkowych kompetencji,
- 4) chęcią skłonienia władz regionalnych do realizacji celów gospodarczych i społecznych rządu federalnego.

Przyczynę podstawową stanowi fakt, że rząd federalny przyjmuje ogólną odpowiedzialność finansową ze względu na swą nadrzędną zdolność fiskalną<sup>9</sup>.

Rząd centralny może ograniczać swobodę działania władz regionalnych specyficznie definiując kryteria przyznawania dotacji, ewentualnie warunkując przyznanie dodatkowych środków realizacją celów uzgodnionych z rządem. Brak autonomicznego prawa do nakładania podatków czy niski poziom dochodów gwa-

<sup>8</sup> Stiglitz, *op. cit.*, s. 893.

<sup>9</sup> D. Super, Rethinking Fiscal federalism, „Harvard Law Review”, Nr 118, 2005, s. 2546.



rantowanych – uzależniając władze regionalne od sporadycznego dofinansowywania przez rząd centralny – nie służy rozwojowi i stabilności regionu.

#### 4. Realizacja postulatów federalizmu fiskalnego – wybrane przykłady

W Stanach Zjednoczonych na fali „nowego federalizmu” rząd centralny przekazał stanom dość znaczny zakres odpowiedzialności za prowadzenie głównych programów pomocy socjalnej (opieka medyczna, obsługa prawna, budownictwo mieszkaniowe, szkolenia zawodowe), uznając, że rządy stanowe i samorządy lokalne dysponują lepszą informacją o preferencjach mieszkańców i są w stanie realizować programy publiczne w sposób bardziej efektywny<sup>10</sup>. Sąd Najwyższy jako główny orędownik „nowego federalizmu” zaostrzył zasady interpretacji legislacji federalnej tak, by zminimalizować jej wpływ na polityki stanowe. Równocześnie dopuścił większą swobodę przy ustalaniu zgodności prawodawstwa stanowego z federalnym. Powołując się na X Poprawkę, starał się ustanowić strefę autonomii stanowej wolnej od ingerencji federacji<sup>11</sup>.

Reformy decentralizacyjne w Zjednoczonym Królestwie przeprowadzane były stosunkowo późno w porównaniu do państw kontynentu. O ile pierwsze próby autonomizacji krajów koronnych w latach 70. były projektem zmian konstytucyjnych o progresywnym charakterze, o tyle w latach 90. dewolucja stała się koniecznością. Trudno mówić o nowatorstwie rządu labourzystowskiego, gdyż były to działania prewencyjne a dewolucję zwykło się rozpatrywać jako mechanizm zapobiegania dezintegracji państwa. Parlamentey krajowe w Szkocji, Walii i Irlandii Północnej powołano na mocy ustaw dewolucyjnych w 1998 roku. Wprowadzono rozwiązania asymetryczne, gdyż konstrukcja federalistyczna, jako jeden z wariantów realizacji postulatów regionalizmu, nie jest akceptowana w Wielkiej Brytanii ze względu na monarchiczną formę rządów. Stąd też kraje koronne uzyskują autonomię *de facto*, ale nie *de iure*. Zakres kompetencji parlamentu szkockiego jest najszerszy, gdyż obejmuje prawo do stanowienia aktów o mocy ustawy w odniesieniu do kwestii wewnętrznych. Kompetencje fiskalne parlamentu są ograniczone do różnicowania krajowych stawek od podatku dochodowego o 3% w stosunku do stawki podstawowej ustalonej dla pozostałych części Zjednoczonego Królestwa. Kompetencje zgromadzenia walijskiego obejmują wyłącznie funkcje wykonawcze, czyli prawo do wydawania aktów ustawodawstwa wtórnego. Okrojony charakter działań decentralizacyjnych jest tym bardziej widoczny, gdyż dewolu-

<sup>10</sup> Oates, *op. cit.*, s. 13.

<sup>11</sup> Super, *op. cit.*, s. 2547–2548.

cja nie jest procesem zakończonym. Debata w Szkocji nad autonomią fiskalną czy w Walii nad rozszerzeniem kompetencji struktur regionalnych i zmianą samej formuły dewolucyjnej wskazują na przejściowy charakter obecnych rozwiązań ustrojowych<sup>12</sup>.

We Włoszech – podobnie jak w przypadku Niemiec – decentralizacja w okresie powojennym była reakcją na unifikację kraju przeprowadzaną przez rząd faszystowski. Status regionów – gwarantowany w konstytucji z 1948 roku – nie jest jednolity. Wprowadzono rozróżnienie na regiony zwykłe (w liczbie 15) oraz o specjalnym statusie (Sycylia, Sardynia, Trentino-Alto Adige, Valle d’Aosta, Friuli-Venezia Giulia). Regiony o statusie zwykłym większość swoich funkcji wykonywać zaczęły dopiero w latach 70., po wyborach w 1970 roku w wyniku presji ugrupowań lewicowych. Konstytucja stanowi o autonomii finansowej władz subcentralnych (art. 119), przyznając prawo do nakładania własnych podatków. Stały udział w dochodach publicznych uzależniony został od wielkości terytorium regionu. Ponadto, obszary o niskim dochodzie *per capita* uzyskują dofinansowanie w ramach funduszu wyrównawczego. Specyficzne dla Włoch są ograniczenia finansowe narzucone przez rząd centralny i system partyjny, gdyż fundusze na rozwój regionów uzyskiwane są kanałami partyjnymi<sup>13</sup>. W latach 80. pojawiały się propozycje likwidacji prowincji, obecnie zaś zaznacza się tendencja rozszerzania kompetencji prowincji przez cesję uprawnień przez regiony. Partie regionalistyczne – szczególnie autonomistyczna Liga Północna – wielokrotnie wysuwały postulaty wprowadzenia systemu federalnego. Kluczowy był aspekt podziału wytworzonego dochodu między północ a południe kraju, bowiem dążenia separatystyczne motywowane są krytyką redystrybucji dochodu publicznego.

## 5. Bibliografia

1. Bache I., Flinders M., red., *Multi-level Governance*, Oxford University Press 2005.
2. Baimbridge M., Whyman P., red., *Fiscal Federalism and European Economic Integration*, Routledge, London 2004.
3. Bogdanor V., *Devolution in the United Kingdom*, Oxford University Press 2001.
4. Darby J., Muscatelli A., Roy G., *Fiscal Federalism and Fiscal Autonomy: Lessons for the UK from Other Industrialised Countries*, University of Glasgow 2002.

<sup>12</sup> V. Bogdanor, *Devolution in the United Kingdom*, Oxford: Oxford University Press 2001, s. 201–213, 287–298.

<sup>13</sup> J. Loughlin, red., *Subnational Democracy in the European Union. Challenges and Opportunities*, Oxford: Oxford University Press 2004, s. 218–223.



5. Joumard I., Kongsrud P., Fiscal Relations across Government Levels, OECD Working Paper ECO WP 375, Paris 2003.
6. Joumard I., Giorno C., Getting the Most Out of Public Sector Decentralisation in Spain, OECD Working Paper ECO WP 436, Paris 2005.
7. Loughlin J., red., Subnational Democracy in the European Union. Challenges and Opportunities, Oxford University Press 2004.
8. Stiglitz J., *Ekonomia sektora publicznego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004.
9. Super D., Rethinking Fiscal federalism, „Harvard Law Review”, Nr 118, 2005.
10. Tiebout C., A Pure Theory of Local Expenditure, „Journal of Political Economy”, Nr 64, 1956.
11. Wilson D., *Game Ch.*, Local Government in the United Kingdom, Palgrave Macmillan, Basingstoke 2002.

## Tożsamość przedsiębiorstwa – geneza pojęcia, jego ewolucja i dylematy związane z klasyfikacją

### 1. Wprowadzenie

Pojęcie tożsamość powstało w filozofii i do połowy XIX w. rozwijało się w ramach tej nauki. W kolejnych latach pojęcie to stało się przedmiotem zainteresowania psychologii, która w tym okresie została wyodrębniona z filozofii jako oddzielna dyscyplina nauki. Psychologia „zajmuje się tożsamością własną, uchwytną dla samego podmiotu, z jego własnej, wewnętrznej perspektywy”<sup>1</sup>.

W praktyce tożsamość własną można określić odpowiadając sobie na dwa pytania: kim jestem? i co odróżnia mnie od innych osób? Jest to równoznaczne z określeniem własnego „Ja”, ze świadomością własnych, indywidualnych cech (fizycznych i psychicznych) czy też z wyobrażeniami o własnej osobie. Wzrost zainteresowania pojęciem tożsamość doprowadził do odkrycia prawidłowości, która polega na tym, że zaprezentowanie swojej tożsamości otoczeniu umożliwia wyróżnienie się spośród innych podmiotów i uzyskanie przez to potencjalnych korzyści. To spowodowało, że pojęcie tożsamość stało się przedmiotem zainteresowania również innych dyscyplin nauki, jak socjologii, etnografii, nauk prawnych czy ekonomicznych, w których obszarze badawczym znajdują się grupy osób, organizacje, branże, naród czy też narody. Jednak sens tego pojęcia w poszczególnych naukach postrzegany jest w nieco inny sposób.

Np. przedmiotem zainteresowania socjologii jest tożsamość społeczna, czyli tożsamość na poziomie grupy, która dotyczy poczucia związku oraz przynależności jednostki do określonej grupy społecznej. Ustalenie przynależności do grupy jest rodzajem klasyfikacji społecznej, dokonanej przez jej członków w wyniku posiadania przez nich świadomości odrębności własnej grupy (my) od innych grup społecznych (oni)<sup>2</sup>. Tożsamość społeczna łączy się z tożsamością kulturową, której istotą są wyznawane, akceptowane i realizowane przez członków grupy wartości oraz styl życia. Tożsamość kulturowa wpływa na sposób manifestowania tożsa-

<sup>1</sup> J. Strelau, Psychologia, Gdańskie Wydawnictwo Psychologiczne, t. 3, Gdańsk 2000, s. 110–143.

<sup>2</sup> P. Boski, Psychologia w obliczu zachodzących przemian społeczno-kulturowych, Instytut Psychologii PAN, Warszawa 2002, s. 7–8.

mości grupy, np. przedsiębiorstwo manifestuje swoją tożsamość przez nazwę, symbol firmowy, kolorystykę, państwo manifestuje tożsamość przez nazwę, flagę narodową, barwy, godło, hymn.

## 2. Tożsamość przedsiębiorstwa

Na poziom przedsiębiorstwa, pojęcie tożsamość zostało przeniesione z psychologii, w drodze dedukcji, jako metafora *corporate identity*<sup>3</sup>. Analizując ten proces J. Cornelissen i Ph. Harris wykazali, że psychologia, będąca bazą wspomnianej metafory od początku jej istnienia, kształtowała sposób rozumienia pojęcia tożsamość. Przeniesione z psychologii na poziom przedsiębiorstwa, zarówno pojęcie, jak i mechanizmy dotyczące tożsamości osobistej spowodowały, że metafora *corporate identity* znaczeniowo była bliższa psychologii niż naukom ekonomicznym<sup>4</sup>. Wyżej wymienieni autorzy podkreślili również fakt, że brak zgodności wśród psychologów, w omawianym okresie, w wielu kwestiach dotyczących tożsamości osobistej – takich jak: czy tożsamość osobista dotyczy psychicznych czy fizycznych cech osoby, brak zgodności w zakresie sytuacji, w jakich ujawnia się tożsamość osobista, brak precyzyjnego rozróżniania pojęć tożsamość osobista i osobowość człowieka i w związku z tym używanie zamiennie tych pojęć – spowodował, że wątpliwości takiego samego rodzaju zaistniały również w naukach ekonomicznych. W tym obszarze naukowcy nie byli zgodni, czy: tożsamość to ideologia czy rzeczywistość przedsiębiorstwa, czy tożsamość jest wyróżnikiem, który przedsiębiorstwo posiada *a priori*, czy wyróżnik ten kształtuje się w procesie planowej komunikacji, a może w procesie społecznych interakcji z otoczeniem, czy kształtuje się jeden wyróżnik (jedna tożsamość) czy wiele wyróżników (wiele tożsamości), z których każdy potencjalnie jest postrzegany przez inną grupę otoczenia. Elementem, który budził najwięcej wątpliwości w tych rozważaniach była rola komunikacji w procesie kształtowaniu tożsamości przedsiębiorstwa, a wynikało to z przypisania komunikacji roli elementu odzwierciedlającego cechy przedsiębiorstwa.

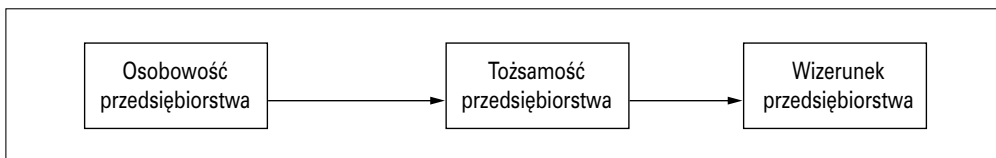
<sup>3</sup> Istota procesu metaforycznego transferu polega na tym, że nazwy pochodzące z dwóch różnych dziedzin są łączone, przy czym jedna z nich jest bazą do rozumienia drugiej. W efekcie dwa wyrazy o odrębnych znaczeniach tworzą razem inne znaczenie. W omawianym przypadku wyrazy: *corporate* + *identity*, tzn. zbiorowy + zbiór cech, wyróżniających się tłumaczone jako tożsamość przedsiębiorstwa (zgodnie z zasadą obowiązującą w gramatyce języka angielskiego wyraz *corporate* umieszczony przed rzeczownikiem dotyczy dużej organizacji). W literaturze polskiej metafora ta jest tłumaczona jako tożsamość przedsiębiorstwa. J. Cornelissen, Ph. Harris, The corporate identity metaphor: perspectives, problems and prospects, „Journal of Marketing Management”, 2001, vol. 17, p. 53.

<sup>4</sup> *Ibidem*, s. 53–55.

W literaturze przedmiotu, do pierwszych prac naukowych dotyczących pojęcia tożsamość przedsiębiorstwa zaliczane są: publikacja W. Marguliesa z lat 50. XX w., w której autor wykreował pojęcie „tożsamość przedsiębiorstwa”<sup>5</sup>, publikacja Bouldinga pt. „Wizerunek” z 1956 r. oraz praca Martineau z 1958 roku<sup>6</sup>.

W latach 70. XX wieku powstała jedna z pierwszych naukowych teorii wyjaśniających pojęcie tożsamość, której współtwórcami byli W. Olins, D. Berndstein, P. Lux, R. Abratt, K. Birkigt i M. Stadler<sup>7</sup>. Bazując na spopularyzowanej przez W. Olinsa koncepcji osobowości przedsiębiorstwa (*corporate personality*) i istniejącej w psychologii opinii, że ludzie postępują i prezentują się w otoczeniu zgodnie z ich osobowością, autorzy ci kształtowali pogląd, że również tożsamość przedsiębiorstwa, rozumiana jako intelektualny kapitał przedsiębiorstwa, jego podstawowe założenia kulturowe i podzielane wartości – to odzwierciedlenie osobowości przedsiębiorstwa, czego efektem staje się wizerunek. Prezentację tej teorii przedstawia rysunek 1.

**Rysunek 1. Tożsamość przedsiębiorstwa jako wyraz ekspresji jego osobowości**



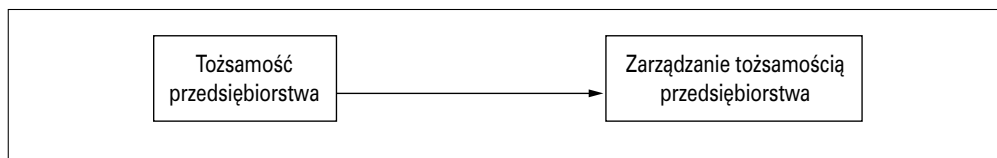
Źródło: J. Cornelissen, Ph. Harris, The corporate identity metaphor: perspectives, problems and prospects, „Journal of Marketing Management”, 2001, vol. 17, p. 64.

Następna teoria, ukształtowana przez poglądy J. Balmera, G. Gutjahra, Van Riel, i G. Soenena, wykorzystując mechanizm „odzwierciedlenia” zastosowany w teorii z lat 80. zakłada, że tożsamość jest ekspresją rzeczywistości przedsiębiorstwa, która według wymienionych autorów obejmuje wcześniej ukształtowany zbiór wszystkich cech przedsiębiorstwa (również ideologii), nadających przedsiębiorstwu specyfikę, stabilność i spójność, które to są komunikowane otoczeniu w procesie zarządzania tożsamością przedsiębiorstwa. Prezentację tej teorii przedstawia rysunek 2.

<sup>5</sup> L. Steiner, Roots of identity in real estate industry, *Corporate Reputation Review*, 2003, vol. 6 p. 180.

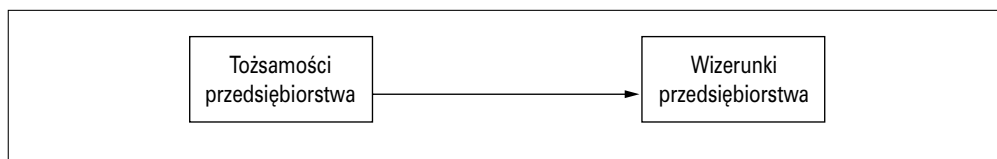
<sup>6</sup> J. Balmer, Corporate identity and the advent of corporate marketing, „Journal of Marketing Management”, 1998, vol. 14, p. 967.

<sup>7</sup> J. Cornelissen, Ph. Harris, The corporate identity metaphor, *op. cit.*

**Rysunek 2. Tożsamość przedsiębiorstwa jako jego rzeczywistość**

Źródło: J. Cornelissen, Ph. Harris, The corporate identity metaphor: perspectives, problems and prospects, *Journal of marketing management*, 2001 r., vol. 17, p. 64.

Autorzy trzeciej teorii, G. Cheney, R. Heath i N. Marzilliano, określili tożsamość przedsiębiorstwa jako wykreowany zbiór cech i znaczeń w planowo prowadzonym procesie komunikacji i w procesie społecznych interakcji przedsiębiorstwa z różnymi grupami w otoczeniu. Autorzy ci przyjęli założenie, że wykreowane przez przedsiębiorstwo tożsamości nie są odzwierciedleniem istniejących w przedsiębiorstwie idei, wartości lub jego rzeczywistości, ale planowymi komunikatami bazującymi na specyfice przedsiębiorstwa do różnych grup w otoczeniu w celu ukształtowania jego wizerunków (rysunek 3). Zdając sobie sprawę z istniejących ograniczeń w procesie zarządzania tożsamością przedsiębiorstwa, autorzy teorii, traktowali komunikację jako element „symbolicznej kontroli nad otoczeniem”. Przyjęte w tej teorii założenia spowodowały, że tożsamość przedsiębiorstwa stała się pojęciem dynamicznym, poddającym się zmianom.

**Rysunek 3. Tożsamość jako wykreowana ekspresja przedsiębiorstwa**

Źródło: J. Cornelissen, Ph. Harris, The corporate identity metaphor: perspectives, problems and prospects, *Journal of marketing management*, 2001 r., vol. 17, p. 64.

Z analizy zaprezentowanych trzech teoretycznych konstrukcji, dotyczących tworzenia się pojęcia tożsamość przedsiębiorstwa wynika, że w pierwszych dwóch teoriach – „tożsamość przedsiębiorstwa jako wyraz ekspresji jego osobowości” i „tożsamość przedsiębiorstwa jako jego rzeczywistość” – przyjęte zostały uproszczone założenia, które miały ułatwić zrozumienie pojęcia przez zastosowanie pojęć istniejących w psychologii, a więc bliskich człowiekowi. W rzeczywistości pojęcia stosowane w psychologii nie były w stanie w pełni wyjaśnić pojęcia tożsamość, na poziomie przedsiębiorstwa. W teoriach tych, to, jak przedsiębiorstwo chce być postrzegane (tożsamość) zostało utożsamione z tym, czym jest przedsię-

biorstwo, tzn. z osobowością przedsiębiorstwa (w pierwszej teorii) i z jego rzeczywistością (w drugiej teorii).

Wykorzystując analogię z tożsamością człowieka – chociaż jak wskazuje doświadczenie bazą tożsamości człowieka nie jest tylko jego osobowość – przyjęto błędne założenie, że tożsamość przedsiębiorstwa kształtuje się przez jego działania zgodne z jego osobowością (*acting in character*) lub rzeczywistością, że tożsamość jest kształtowana wyłącznie przez jeden wcześniej ukształtowany czynnik osobowość lub rzeczywistość oraz że czynnik ten jest jedynym źródłem zachowań i komunikacji we wszystkich przedsiębiorstwach. Zastosowano mechanizm „odzwierciedlenia”<sup>8</sup> osobowości lub rzeczywistości, traktując komunikację jako narzędzie do odzwierciedlania osobowości lub rzeczywistości przedsiębiorstwa, pozabawiając ją możliwości kreowania symboli, które są istotną cechą tożsamości. Uwzględniono jednokierunkowe oddziaływania osobowości na tożsamość i tożsamości na wizerunek, nie bacząc, że w procesach kształtowania tożsamości i wizerunku zachodzą sprzężenia zwrotne. Ponadto w teoriach tych nie została uwzględniona możliwość istnienia więcej niż jednej osobowości w przedsiębiorstwie, co ma miejsce np. w przedsiębiorstwach o złożonej strukturze organizacyjnej. Z tych więc powodów teorie te nie powinny być uwzględniane w rozważaniach dotyczących tożsamości przedsiębiorstwa.

Bliższa obecnemu sposobowi interpretacji pojęcia tożsamość przedsiębiorstwa jest trzecia teoria, w której tożsamość jest rozumiana jako ekspresja wytworzona przez przedsiębiorstwo. Wskazuje ona na dynamikę tożsamości, kreatywną rolę komunikacji oraz kreatywną rolę otoczenia, które inspiruje przedsiębiorstwo do pozyskania jego zaufania, wiarygodności i dobrego wizerunku. W wyniku tego przedsiębiorstwo dąży do kształtowania swojej tożsamości.

Proces ewolucji pojęcia tożsamość przedsiębiorstwa w latach 1950–2000 był przedmiotem badań J. Balmera, który wyodrębnił w nim cztery przedstawione niżej etapy<sup>9</sup>.

1. **Lata 50–70. XX w.**, w których bazę procesu prezentacji i kształtowania wizerunku przedsiębiorstwa w otoczeniu stanowiło projektowanie graficzne, które było uważane za najbardziej ekspresyjny element komunikacji. Etap ten według tego autora, miał miejsce w Stanach Zjednoczonych.

2. **Lata 70. i 80.** w Europie, a szczególnie w Anglii. Podczas, gdy w Ameryce nadal rozwijane było projektowanie graficzne jako element kształtowania wizerunku, naukowcy europejscy koncentrowali się na merytorycznych aspektach pojęcia tożsamość, pozostawiając projektowanie graficzne na drugim planie.

<sup>8</sup> Określenie autorki.

<sup>9</sup> J. Balmer, *Corporate identity and the advent of corporate marketing*, *op. cit.*

Szczególnie duży wkład do rozwoju pojęcia w tym okresie J. Balmer przypisał angielskiemu praktykowi W. Olinsowi, który przyczynił się między innymi do powstania i rozwoju pojęcia osobowość przedsiębiorstwa, do ustalenia podstawowych elementów składowych tożsamości oraz do ścisłego powiązania tych pojęć z programami kształtowania tożsamości i wizerunku. Do istotnego dorobku w omawianym okresie J. Balmer zaliczył również: liczne badania dotyczące powiązań pomiędzy: kulturą a tożsamością, środowiskiem przedsiębiorstwa a jego tożsamością, tożsamością a zarządzaniem jakością i zmianą. J. Balmer podkreślił również fakt wystąpienia w tym okresie intensywnego wzrostu badań, które uwzględniały istnienie sprzężeń zwrotnych między analizowanymi pojęciami jak też wyodrębnienia się pojęcia „tożsamość organizacyjna” z pojęcia „tożsamość korporacyjna”.

**3. Przełom lat 80. i 90.**, kiedy to nastąpiła intensyfikacja badań dotyczących pojęcia tożsamość w całej Europie. Naukowcy koncentrowali się w większym stopniu na pojęciu tożsamość niż na pojęciu wizerunek. Do najważniejszych osiągnięć tego okresu J. Balmer zaliczył: ustalenie kryteriów tożsamości (wyróżnienie, spójność, ciągłość) i wyeksponowanie pojęcia całkowita komunikacja przedsiębiorstwa. Podkreślił również fakt pojawienia się tendencji do prezentowania pojęcia tożsamość w formie graficznej, w postaci modeli, np. modeli tożsamości czy modeli procesu zarządzania tożsamością, co przyspieszyło rozwój wiedzy o tożsamości oraz o zachodzących relacjach między poszczególnymi jej elementami.

**4. Lata 1995–2000**, w których uległa zmianie interpretacja pojęcia tożsamość przedsiębiorstwa wynikająca z przesunięcia punktu ciężkości z osobowości przedsiębiorstwa na jego organizacyjną rzeczywistość. Dzięki jej możliwościom kreowania pozytywnego wizerunku i podnoszenia konkurencyjności przedsiębiorstwa, tożsamość uważana była za tak istotny element dla przedsiębiorstwa, że przypisywano jej rolę czynnika zabezpieczającego przeżycie przedsiębiorstwa w burzliwym otoczeniu. Okres ten charakteryzował się między innymi integracją badań naukowców i doświadczeń praktyków w skali międzynarodowej, wprowadzeniem nowego przedmiotu *corporate identity* do programów nauczania w prestiżowych uczelniach na całym świecie oraz upowszechnieniem się w literaturze pojęcia „marka” jako pojęcia alternatywnego do tożsamości.

Na przestrzeni omawianych lat powstało kilka koncepcji związanych pojęciem tożsamość przedsiębiorstwa określanych w literaturze przedmiotu jako szkoły myślenia (*school of thought*). Ich twórcy i przedstawiciele koncentrowali się na wybranych aspektach pojęcia tożsamość uważając je za najbardziej dla niego istotne<sup>10</sup>. Pierwszą i najbardziej rozwiniętą koncepcją była tzw. szkoła wizualna,

<sup>10</sup> L. Steiner, *Roots of identity in real estate industry*, op. cit., M. Schultz, M. Hatch, M. Larsen, Chapter 2: Scaling the tower of Babel: Relational differences between identity, image and culture in organizations, Expressive Organization, 2002.



której przedstawiciele eksponowali elementy wizualne jako te, które najbardziej skutecznie oddziałują na otoczenie a więc i na proces kształtowania wizerunku przedsiębiorstwa. Sama idea wizualizacji nie była nowa, gdyż od zarania istnienia ludzkości była wykorzystywana w procesie komunikacji społecznej. Nowością było kompleksowe podejście i planowe jej stosowanie w działalności gospodarczej<sup>11</sup>.

Przedstawiciele „szkoły strategicznej” koncentrowali się na takich elementach, jak wizja, misja czy filozofia. Tożsamość traktowali jako część procesu strategicznego, który łączy strategię przedsiębiorstwa z jego wizerunkiem i reputacją przez system zintegrowanej komunikacji, zarządzanie przedsiębiorstwem czy działania PR. W procesie kształtowania tożsamości i wizerunku przedsiębiorstwa, przedstawiciele tej szkoły duże znaczenie przypisywali procesom wewnętrznym. Podkreślali, że ważniejsze jest pokazanie otoczeniu „czym będzie przedsiębiorstwo” niż „czym jest”<sup>12</sup>.

Przedstawiciele „szkoły kulturowej” eksponowali wartości podzielane przez członków przedsiębiorstwa i normy ich postępowania podkreślając ich znaczenie i wpływ na tożsamość przedsiębiorstwa, przedstawiciele „szkoły behawioralnej” podkreślali rolę postaw i zachowań organizacyjnych (przedsiębiorstwa i jego członków) w omawianym procesie natomiast przedstawiciele „szkoły komunikacji” eksponowali rolę systemu informacyjnego w procesie kształtowania tożsamości.

Charakterystyczną cechą koncepcji opracowanych w ramach tych szkół stanowił brak kompleksowego podejścia do pojęcia tożsamość przedsiębiorstwa, co spowodowało, że żadna z tych teorii nie wyjaśniła jego sedna, gdyż zajmując się nim fragmentarycznie nie miała takich możliwości. Nie ulega, więc wątpliwości, że zrozumienie pojęcia tożsamość przedsiębiorstwa i jego roli w życiu przedsiębiorstwa wymaga jeszcze wielu prac badawczych i wieloaspektowej analizy.

W literaturze poświęconej pojęciu tożsamość przedsiębiorstwa podejmowane były liczne próby dokonania klasyfikacji tego pojęcia. Naukowcy rozwinęli typologie, które wyróżniały różne rodzaje tożsamości. Np. J. Balmer zauważył, że interpretując tożsamość przedsiębiorstwa jako wyróżniające cechy można wyróżnić wiele jej rodzajów<sup>13</sup>. Jako przykład podał: tożsamość aktualną, komunikowaną,

<sup>11</sup> Jako przykład pierwszych prac w zakresie praktycznego wykorzystania wizualnych elementów tożsamości przedsiębiorstwa do kształtowania jego wizerunku podawane są w literaturze prace prekursorów wzornictwa przemysłowego, które doprowadziły do powstania spójnego systemu wizualnego w zakładach sprzętu elektrycznego AEG w Niemczech w 1907 roku przez zespół projektantów pod kierunkiem Petera Behrensa oraz prace Ramonda Lewy i Edwarda Johnstona z lat 30., które dotyczyły projektu symboli dla firm: International Harvester i Metra w Londynie.

<sup>12</sup> M. Schultz, M. Hatch, M. Larsen, Chapter 2: Scaling the tower of Babel, *op. cit.*

<sup>13</sup> J. Balmer, G. Soenen, The Acid Test of corporate identity management, *Journal of Marketing Management*, 1999, vol. 15, J. Balmer, Corporate identity and the advent of corporate marketing, *op. cit.*



idealną, pożądaną, wyrazistą, nijaką, dobrą, złą, nieznaną, dobrą, ale niechcianą, strategiczną itp.

Obecnie w literaturze przedmiotu pojęcie tożsamość przedsiębiorstwa najczęściej klasyfikowane jest jako tożsamość:

- 1) korporacyjna i organizacyjna – gdzie kryterium wyodrębnienia stanowi kierunek jej oddziaływania,
- 2) monolityczna, wspierana i markowa – gdzie kryterium wyodrębnienia jest sposób prezentacji przedsiębiorstwa w otoczeniu,
- 3) wizualna, postaw i zachowań (behawioralna) oraz informacyjna – wyodrębnione z punktu widzenia elementów ją tworzących.

Z analizy literatury przedmiotu wynika, że do połowy lat 80. XX wieku istniało jedno pojęcie służące do określenia tożsamości przedsiębiorstwa, a mianowicie tożsamość korporacyjna (*corporate identity*), które było utożsamiane przez wielu badaczy i praktyków z procesem prezentacji przedsiębiorstwa w otoczeniu i sposobami przekazywania w procesie komunikacji przez jego członków podstawowych wartości i cech przedsiębiorstwa zewnętrznej publiczności. Podejście takie powodowało, że w ramach rozwoju teorii tożsamości przedsiębiorstwa autorzy zajmujący się tym tematem koncentrowali się na kreowaniu różnorodnych sposobów jego samo prezentacji np. prezentacji przez elementy preferowane w teoriach tzw. szkół myślenia (szkoły wizualnej, strategicznej, kulturowej, behawioralnej i komunikacji) czy też sposoby samo prezentacji przedsiębiorstwa o złożonej strukturze organizacyjnej wykreowane przez W. Olinsa, a mianowicie przez systemy: monolityczny (*monolithic identity*), wspierany (*endorsed identity*) i markowy (*branded identity*).

Wraz z rozwojem pojęcia tożsamość naukowcy doszli do wniosku, że pojęcie to ma szerszy zakres niż komunikacja i komunikowanie przez elementy wi-

---

Według J. Balmera tożsamość:

- aktualna – jest to istniejący obraz organizacji. Obejmuje wewnętrzne wartości, zachowania pracowników i organizacji, rodzaj działalności, osiągnięcia rynkowe, pozycję, typ i jakość oferowanych przez organizację produktów i usług. Jest kształtowana między innymi przez rodzaj własności, styl zarządzania, strukturę branży, strukturę organizacji, politykę zarządzania;
- komunikowana – jest to tożsamość wykreowana w otoczeniu przez wszystkie czynniki związane z organizacją docierające do otoczenia. Jest to koncepcja dwukierunkowa, gdyż wykorzystuje wizerunek jako element permanentnego komunikowania i korporacyjną komunikację kontrolowaną i niekontrolowaną;
- idealna – jest to logiczna konstrukcja, tożsamość optymalna w istniejących warunkach w środowisku wewnętrznym i otoczeniu zewnętrznym. Tożsamość taka zapewnia optymalną pozycję organizacji na rynku;
- pożądana – jest to wizja właścicieli lub kierownictwa organizacji, do realizacji, której dąży przedsiębiorstwo;
- niechciana – ma miejsce wówczas, gdy istniejąca tożsamość nie zgadza się z misją i filozofią;
- strategiczna – to tożsamość, która odzwierciedla misję i filozofię przedsiębiorstwa.

zualne i obejmuje również aspekt wewnętrzny. Zaczęto wtedy przypisywać pracownikom znaczącą rolę w procesach zachodzących w przedsiębiorstwie, podnosząc znaczenie wartości przez nich podzielanych do rangi ważnego elementu tożsamości przedsiębiorstwa<sup>14</sup>. W konsekwencji, pojęcie tożsamość zaczęto rozwijać dwukierunkowo, jako tożsamość korporacyjna (*corporate identity*), czyli tożsamość przekazywana do otoczenia i jako tożsamość organizacyjna (*organizational identity*), czyli tożsamość przekazywana do środowiska wewnętrznego. Używanie przez badaczy dla określenia tożsamości przedsiębiorstwa zamiennie tych dwóch pojęć, z których każde nie było w pełni wyjaśnione, siłą rzeczy przyczyniało się do powstawania wielu nieporozumień, a w efekcie i trudności w procesie jego kształtowania.

Koncepcja tożsamości organizacyjnej została zdefiniowana przez S. Alberta i D. Whetтена jako sposób rozumienia i postrzegania oraz stopień podzielenia i kształtowania przez pracowników istotnych, wyróżniających i trwałych cech przedsiębiorstwa. Dla podkreślenia faktu, że tożsamość przedsiębiorstwa dotyczy cech, które mają największe znaczenie z punktu widzenia jego funkcjonowania i jego samo prezentacji (cechy istotne), które są równocześnie w takim stopniu szczególne, że mogą być elementem wyróżniającym przedsiębiorstwo spośród innych podobnych podmiotów funkcjonujących na rynku (cechy wyróżniające) oraz cech, których istota nie podlega zmianie w czasie (cechy trwałe) autorzy koncepcji określili zbiór wymienionych cech jako kryterium tożsamości<sup>15</sup>.

W ramach tej koncepcji istotnym elementem była analiza wpływu wyżej wymienionych działań pracowników (rozumienie, postrzeganie podzielenie i kształtowanie cech przedsiębiorstwa) na rozumienie przez nich „kim są jako organizacja”. Koncepcja obejmowała dwa wzajemnie powiązane aspekty. Pierwszy aspekt związany z postrzeganiem i rozumieniem cech i wartości przedsiębiorstwa przez jego

<sup>14</sup> H. Stuart, Employee identification with the corporate identity, *International Studies of Management & Organization*, 2002, vol. 32.

<sup>15</sup> Kryterium cech istotnych oznacza, że tożsamość dotyczy ważnych cech w danym okresie, cech, które nie muszą być ważne z natury, ale stają się ważne z określonego powodu. Do takich cech można zaliczyć cechy związane z podejmowaniem istotnych decyzji, cechy wynikające z przyjętej strategii czy cechy, które są źródłem informacji dla członków organizacji i dla jej otoczenia. Kryterium „wyróżnienia” dotyczy cech, które wyróżniają przedsiębiorstwo spośród innych przedsiębiorstw funkcjonujących na rynku, np. przez ich unikalność lub wyrazistość. Kryterium trwałości dotyczy niezmienności cech przedsiębiorstwa w kolejnych punktach czasowych. D. Gioia zwrócił uwagę, że w obecnym burzliwym otoczeniu kryterium to powinno być określane jako kryterium „adaptacji”, co oznacza, że przedsiębiorstwo zachowuje ciągłość tożsamości, gdy uwzględni w swojej strategii kształtowania tożsamości i wizerunku zmianę znaczeń swoich podstawowych wartości wynikającą ze zmian w otoczeniu. Tego typu działania świadczą o dynamice tożsamości, o rozwoju przedsiębiorstwa, o posiadaniu przez przedsiębiorstwo zdolności dostosowawczych, które równocześnie pozwalają przedsiębiorstwu utrzymać a otoczeniu postrzegać tożsamość jako niezmienną w czasie. H. Stuart, Employee identification with the corporate identity, *op. cit.*, D. Gioia, *Organizational identity, image and adaptive instability*, *Academy of Management Review*, 2000, vol. 25.

członków oraz drugi aspekt związany z ich identyfikowaniem się z przedsiębiorstwem rozumianym jako akceptacja idee i wartości przedsiębiorstwa, dążenie do członkostwa w przedsiębiorstwie czy też podejmowanie decyzji i działań spójnych z jego celami. Należy dodać, że proces identyfikacji pracowników z przedsiębiorstwem może zachodzić w sytuacji, gdy pracownicy znają swoje przedsiębiorstwo. Źródłem ich wiedzy mogą być własne obserwacje, komunikacja formalna skierowana do środowiska wewnętrznego i do otoczenia czy też komunikacja nieformalna.

Identyfikowanie się pracowników z przedsiębiorstwem dotyczy zarówno elementów, z którymi się identyfikują, jak również stopnia tej identyfikacji, który określa stabilność i spójność tożsamości. Im ten stopień jest większy, tym istnieje silniejsza więź między pracownikami i przedsiębiorstwem, zachowania pracowników są bardziej spontaniczne i pro-organizacyjne i tym samym zwiększa się stabilność tożsamości. W przeciwnym przypadku – stabilność tożsamości zmniejsza się.

Również wielu innych naukowców podkreślało znaczenie procesu identyfikowania się pracowników z przedsiębiorstwem dla efektywności jego działania. Np. według J. Duttona i J. Dukericha tożsamość organizacyjna, oddziałując na środowisko przedsiębiorstwa, integruje jego członków w procesie pracy i jest dla nich punktem odniesienia. Wskazuje im sposób interpretacji występujących zjawisk, jak również pożądane w przedsiębiorstwie postawy i zachowania. Kształtuje również wzajemne relacje pomiędzy zachowaniami pracowników a tożsamością przedsiębiorstwa<sup>16</sup>.

S. Albert i D. Whetten bazując na własnej definicji pojęcia tożsamości organizacyjnej, w której określili tożsamość jako „szczególne pytanie o rodzaj przedsiębiorstwa” doszli do wniosku, że na tak zadane pytanie można udzielić więcej niż jednej odpowiedzi zawierającej istotne, wyróżniające i trwałe cechy przedsiębiorstwa, a to ich zdaniem, wskazywało na możliwość wystąpienia w przedsiębiorstwie więcej niż jednej tożsamości organizacyjnej, co określili jako „wielotożsamość”. Pytanie o ilość tożsamości organizacyjnych, jaka może lub powinna istnieć w przedsiębiorstwie, przewijało się w pracach wielu naukowców. Np. M. Pratt i P. Foreman w swoich pracach dotyczących analizy istniejących w przedsiębiorstwie tożsamości podkreślili, że ich ilość zależy między innymi od stopnia dywersyfikacji przedsiębiorstwa<sup>17</sup>. B. Ashforth i F. Mael zaobserwowali, że identyfikowanie się pracowników z jedną tożsamością organizacyjną w przedsiębiorstwie należy raczej do rzadkości<sup>18</sup>. J. Balmer i D. Wilson poparli tę tezę twierdząc, że

<sup>16</sup> J. Dutton, J. Dukerich, Keeping an eye on the mirror: image and identity in organizational adaptation, „Academy of Management Journal”, 1991, vol. 34.

<sup>17</sup> M. Pratt i P. Foreman, Classifying managerial responses to multiple organizational identities, „Academy of Management Review”, 2000, vol. 25.

<sup>18</sup> M. Meijs, The myth of manageability of corporate identity, „Corporate Reputation Review”, 2002, vol. 5.

pracownicy akceptują więcej niż jedną tożsamość organizacyjną, identyfikując się równocześnie z różnymi tożsamościami, np. swojego zawodu, działu czy branży. Według M. Meijsa identyfikowanie się pracowników z różnymi tożsamościami może być procesem, którego sobie nie uświadamiają, a który może wytworzyć w otoczeniu przedsiębiorstwa wrażenie istnienia wielu koncepcji zarówno przedsiębiorstwa, jak i jego istotnych, wyróżniających i trwałych cech.

M. Hatch i M. Schultz zauważyli, że dyskusje dotyczące tożsamości organizacyjnej można znaleźć w literaturze dotyczącej organizacji i zarządzania, natomiast dyskusje dotyczące tożsamości korporacyjnej, w literaturze dotyczącej marketingu<sup>19</sup>. Analiza porównawcza tożsamości korporacyjnej i tożsamości organizacyjnej, którą przeprowadzili z trzech punktów widzenia, a mianowicie: z punktu widzenia definicji pojęć, odbiorców tożsamości oraz kanałów jej komunikowania dała zestaw charakterystycznych cech obu rodzajów tożsamości oraz wykazała wzajemne ich oddziaływanie na siebie. Jako przykład autorzy wskazali, że sposób prezentacji przedsiębiorstwa w otoczeniu, czyli tożsamość korporacyjna, może wpływać na stosunek pracowników do kierownictwa oraz na stopień ich zaangażowania w pracę i przedsiębiorstwo, czyli na tożsamość organizacyjną, a elementy tożsamości organizacyjnej, takie jak opowiadania, mity czy rytuały mogą wpływać na sposób prowadzenia przez kierownictwo prezentacji przedsiębiorstwa w otoczeniu, czyli na tożsamość korporacyjną. Przeprowadzona przez wymienionych autorów analiza wykazała również, że zmiany zachodzące w otoczeniu mogą utrudniać odzielenie tożsamości korporacyjnej od tożsamości organizacyjnej, czego przykładem jest zacieranie się granicy pomiędzy otoczeniem a środowiskiem wewnętrznym.

Powiązania między tożsamością korporacyjną i tożsamością organizacyjną analizowane były także przez innych badaczy. Np. O. Kiriakidou i L. Millward podkreślili, że *tożsamość korporacyjna jest namacalną reprezentacją tożsamości organizacyjnej*<sup>20</sup>, co według nich oznacza, że przekazywane wartości i cechy przedsiębiorstwa, zarówno na zewnątrz jak i do wnętrza przedsiębiorstwa, powinny odzwierciedlać istniejący jego charakter. Zwrócili uwagę na fakt, że w praktyce, mogą występować trzy warianty powiązań pomiędzy tożsamością korporacyjną i tożsamością organizacyjną, tj.:

- 1) występuje zgodność pomiędzy oboma rodzajami tożsamości, co powoduje również zgodność prezentacji przedsiębiorstwa w otoczeniu ze sposobem postrzegania przedsiębiorstwa przez pracowników oraz ze specyfiką przedsiębiorstwa. Z punktu widzenia przedsiębiorstwa stan taki określili jako

<sup>19</sup> H. Stuart, Employee identification with the corporate identity, *op. cit.*, p. 31.

<sup>20</sup> *Ibidem*, s. 4.

idealny, chociaż jak stwierdzili sytuacja taka występuje najczęściej tylko w początkowym okresie jego istnienia;

- 2) występuje częściowa zgodność pomiędzy oboma rodzajami tożsamości, gdy sposób prezentacji przedsiębiorstwa w otoczeniu częściowo odzwierciedla specyfikę przedsiębiorstwa, a częściowo jest kreacją PR i reklamy rozbieżnej ze specyfiką przedsiębiorstwa;
- 3) występuje brak zgodności pomiędzy oboma rodzajami tożsamości, tzn. rozdzielenie tożsamości postrzeganej przez pracowników i tożsamości postrzeganej przez otoczenie, gdy sposób prezentacji przedsiębiorstwa w otoczeniu jest kreowany przez np. reklamę czy Public Relations, które nie odzwierciedlają specyfiki przedsiębiorstwa.

Z powyższej analizy wynika, że tożsamość korporacyjna, w której nie są uwzględnione aspekty wewnętrzne, może spowodować niezgodność między tożsamością korporacyjną i organizacyjną. Niezgodność ta wpływa niekorzystnie na stopień zaangażowania pracowników w pracę i w przedsiębiorstwo, jak też na siłę tożsamości przedsiębiorstwa, gdyż pracownicy postrzegając niespójność obrazów: wewnętrznego i zewnętrznego, nie mogą identyfikować się równocześnie z tożsamością korporacyjną i tożsamością organizacyjną.

Wymóg kompleksowego podejścia do prezentowania tożsamości przedsiębiorstwa wynika między innymi z faktu wzajemnego przenikania się, warunkowania i oddziaływania spraw wewnętrznych i zewnętrznych przedsiębiorstwa. Istotna jest, więc równowaga między tym „czym jest przedsiębiorstwo” a tym „jak chce być postrzegane”, gdyż zwiększa ona stopień poparcia pracowników, uważanych obecnie (co należy uznać za słuszne) za istotny element procesu kształtowania tożsamości, dla podejmowanych działań przez kierownictwo.

### 3. Podsumowanie

W związku z powyższymi rozważaniami nasuwają się pytania dotyczące słuszności stosowania dwóch pojęć dla określenia tożsamości przedsiębiorstwa, tj. pojęcia tożsamość korporacyjna i tożsamość organizacyjna. Czy podział taki powinien być stosowany i czy nie przyczynia się do wzrostu trudności i ilości niewiadomych zarówno w procesie praktycznego kształtowania tożsamości przedsiębiorstwa, jak i rozwoju teorii tego pojęcia? Zdaniem autorki używanie dwóch różnych pojęć dla określenia tożsamości przedsiębiorstwa nie wpływa pozytywnie na rozwój pojęcia, jak również na jego praktyczne zastosowanie w przedsiębiorstwie. Szczególnie z punktu widzenia praktyki gospodarczej stosowanie jednego pojęcia ułatwiałoby kierownictwu zrozumienie zarówno pojęcia, jak i procesów z nim zwią-

zanych, zmuszałoby do uwzględnienia w procesie kształtowania tożsamości przedsiębiorstwa wszystkich grup jego otoczenia, a mówiąc dokładniej nie pomijania środowiska wewnętrznego, co ułatwiałoby kreowanie spójnej tożsamości przedsiębiorstwa. Z obserwacji autorki wynika, że zaniedbania przedsiębiorstw w zakresie kształtowania środowiska wewnętrznego zmniejszają efektywność procesu kształtowania tożsamości, a w wielu przypadkach mogą go nawet zablokować.

## Etapy ewolucji bankowości elektronicznej

### 1. Wprowadzenie

Czasy, kiedy operacji bankowych można było dokonać tylko przy tradycyjnym okienku kasowym, to już przeszłość. Banki doszły do wniosku, że ta tradycyjna forma komunikacji z klientami nie zaspokaja ich potrzeb oraz jest dla nich niewygodna. Klienci zazwyczaj musieli poświęcić czas na dotarcie do oddziału banku, następnie często też stać w kolejności do okienka. W tym przypadku również bank ponosił większe koszty obsługi. Z czasem zaczęto wprowadzać nowe metody dostępu do informacji o rachunkach oraz nowe sposoby dokonywania operacji.

Celem niniejszego opracowania jest ukazanie etapów ewolucji bankowości elektronicznej, ze szczególnym uwzględnieniem bankowości internetowej jako jednego z ważnych i dynamicznie rozwijających się kanałów bankowości elektronicznej a także analiza korzyści, jakie płyną z korzystania z bankowości elektronicznej oraz wad, jakie ona niesie z sobą. Ponadto opracowanie ma dostarczyć elementarnej wiedzy na temat bankowości internetowej, jako najdynamiczniej rozwijającej się gałęzi bankowości elektronicznej.

### 2. Geneza bankowości elektronicznej

Aby wyjść naprzeciw oczekiwaniom klientów i usprawnić dokonywanie operacji bankowych zaczęto kolejno wdrażać nowe metody kontaktu na linii klient-bank. Pierwszym pomysłem na usprawnienie kontaktu klienta z bankiem było użycie do tego celu telefonu. Obecnie w swojej ofercie informację telefoniczną mają niemalże wszystkie banki. Z czasem odbierającego telefony zastąpił komputer i w ten sposób powstał tzw. *phone banking*. W dzisiejszych czasach dyspozycje do banku tą drogą wydajemy, poprzez wybranie tonowo odpowiedniej kombinacji cyfr.

Kolejnym krokiem na drodze usprawnień kontaktów klient-bank było wprowadzenie bankomatów, które początkowo umożliwiały wypłacanie gotówki z rachunku a z czasem zostały wyposażone w dodatkowe funkcje, np. doładowania telefonów czy dokonywania przelewów.

Po wprowadzeniu bankomatów przyszła kolej na komputer i Internet. W ofercie banków pojawił się tzw. *home banking*, polegający na bezpośredniej komuni-



kacji klienta z bankiem za pośrednictwem modemu, komputera oraz specjalnego oprogramowania. Następnie pojawiła się bankowość internetowa, która coraz częściej wypiera *home banking*. Zasadnicza różnica między tymi dwoma produktami bankowymi polega na tym, że w przypadku *home banking* użytkownik łączy się przy pomocy specjalnego oprogramowania bezpośrednio z serwerem bankowym, natomiast w drugim przypadku wystarcza popularna przeglądarka internetowa.

Początki bankowości internetowej miały miejsce pod koniec 1994 roku w Stanach Zjednoczonych. To właśnie tam, *LA Jolla Bank FSB* z Kalifornii po raz pierwszy umożliwił dokonywanie transakcji przez sieć Internetu. Pierwszym w pełni wirtualnym bankiem na świecie był *Security First Network Bank* z Atlanty. Rozpoczął on świadczenie usług bankowych przez internet 18 października 1995 roku. W tamtym czasie był jedynym bankiem, w którym całkowita obsługa konta odbywała się za pośrednictwem Internetu<sup>1</sup>. Działalność *SFNB* odniosła wielki sukces. Tylko w pierwszym roku funkcjonowania udało mu się, bez większych nakładów na reklamę, pozyskać aż 10 000 klientów.

Pionierami bankowości internetowej w Europie zostały w 1996 roku banki skandynawskie, głównie fińskie i szwedzkie (*Merita Nordbanken* i *SEB*)<sup>2</sup>.

Prekursorem e-bankowości w Polsce został w 1998 roku Powszechny Bank Gospodarczy z Łodzi. 14 października 1998 roku rozpoczął działalność pierwszy wirtualny oddział PBG dla klientów indywidualnych i małych firm. Na początku 1999 roku został on włączony do banku Polska Kasa Opieki SA (*PeKaO SA*). W wyniku tego połączenia, w listopadzie 1999 roku, powstała pełna wersja konta internetowego dla klientów *PeKaO SA* o nazwie Eurokonto WWW. W tym samym roku działalność internetową rozpoczęły również Wielkopolski Bank Kredytowy S.A. oraz Bank Przemysłowo-Handlowy<sup>3</sup>. Pierwszym bankiem w Polsce, który swoją dystrybucję oparł tylko na Internecie jest, należący do BRE Banku, *mBank*. Następnymi bankami były *Volkswagen Bank Direct* i *Inteligo*<sup>4</sup>.

Biznes elektroniczny jest dynamicznie rozwijającą się formą gospodarki na świecie. W ostatnim czasie zostało podjętych wiele nowych inicjatyw w tym obszarze działania. Usługi finansowe świadczone przedsiębiorstwom oraz osobom fizycznym są jednym z najbardziej obiecujących elementów elektronicznego handlu na całym świecie.

<sup>1</sup> K. Chodyła, E. J. Chmielewska, Wykorzystanie internetu w bankowości, „GG Parkiet” 2002, Nr 1520, s. 5.

<sup>2</sup> I. Pszczółka, Wirtualne banki, Enter Nr 3/2003, s. 9.

<sup>3</sup> ks. prof. Zasępy T., red., Internet – fenomen społeczeństwa informatycznego, Edycja Św. Pawła, Częstochowa 2004, s. 3.

<sup>4</sup> P. Młynik, Javatech systemy bankowości internetowej, internet banking, mobile banking (fragmenty raportu), strona internetowa [www.javatech.com.pl](http://www.javatech.com.pl).



### 3. Pojęcie bankowości elektronicznej

Głównym założeniem bankowości elektronicznej jest elektroniczna obsługa klienta, tj. włączenie go jako użytkownika do skomputeryzowanego systemu bankowego. Natomiast istotą bankowości elektronicznej jest możliwość korzystania z usług bankowych niezależnie od miejsca i czasu<sup>5</sup>.

Bankowość elektroniczna nie ma sprecyzowanej definicji. Z uwagi na ten fakt poniżej podano kilka najciekawszych definicji:

- bankowość elektroniczna jest usługą oferowaną przez niektóre banki, umożliwiającą klientowi dostęp do jego rachunku za pośrednictwem komputera (bądź innego urządzenia elektronicznego np. bankomatu czy telefonu) i łącza telekomunikacyjnego (np. linii telefonicznej). W zależności od banku i wykorzystywanego oprogramowania, może ona pozwalać jedynie na bierny wgląd w stan konta i ewentualne uzyskanie ogólnych informacji na temat usług banku, bądź również na aktywne dokonywanie operacji na rachunkach np. przelewy czy zakładanie lokat;
- bankowość elektroniczna jest to usługa świadczona przez banki swoim klientom, polegająca na możliwości przeprowadzania przez nich zdalnych operacji na kontach i obracania pieniędzmi na odległość przy pomocy komputera, modemu, publicznej sieci telefonicznej lub Internetu;
- W. Chmielarz definiuje bankowość elektroniczną jako nowoczesną formę realizacji usług bankowych, pozwalającą na korzystanie z nich z dowolnego miejsca na świecie bez fizycznej potrzeby odwiedzenia placówki banku;
- podobną definicję formułuje A. Janc dodając, że wszystkie usługi świadczone przez bankomaty, czytniki cyfrowe oraz wszelkiego rodzaju usługi na telefon stanowią tzw. bankowość elektroniczną. Istotnym wyróżnikiem jest fakt, że przy świadczeniu wszystkich usług kontakt pomiędzy bankiem a klientem odbywa się drogą elektroniczną, a nie w tradycyjnym oddziale banku;
- inne spojrzenie na temat e-bankingu prezentuje D. Korenik, według której bankowość elektroniczna oparta jest na pieniądzu elektronicznym, zaś sam pieniądz elektroniczny określa jako *zespół środków techniczno-informatycznych, magnetycznych, elektronicznych i teletransmisji, pozwalających na obrót pieniężny bez nośnika papierowego i zakładający trójstronne związki między bankiem, handlem i konsumentami, mieszczący się w ogólnym procesie komputeryzacji stosunków finansowych, jaki roz-*

<sup>5</sup> M. Macierzyński, Istota i pojęcie bankowości inetrnetowej.

wija się na świecie od lat 70. W założeniu tym zawęża się jednak bankowość elektroniczna jedynie do obrębu dokonywania płatności przy zawieraniu transakcji w handlu elektronicznym;

- jedna z części cytowanych w polskiej literaturze definicji bankowości elektronicznej określa ją jako wszelkie rozwiązania biznesowe i technologiczne, umożliwiające interakcję banku i jego klientów przez urządzenia techniczne przekazujące dane kanałami elektronicznymi m.in.: SMS, telefony z obsługą WAP, call-center oraz internetu, przy jednoczesnej integracji takiego kanału wymiany usług i informacji w strukturze organizacyjnej i technologicznej banku. Definicja ta określa trzy charakterystyczne cechy bankowości elektronicznej:
  - jej głównym i najważniejszym wyróżnikiem jest stosowanie elektroniki,
  - stanowi integralną część banku,
  - jest platformą pozwalającą na łatwy kontakt klienta z bankiem;
- Natomiast Rada Bankowości Elektronicznej zdefiniowała bankowość elektroniczną jako formę usług oferowanych przez niektóre banki, polegającą na umożliwieniu klientowi dostępu do jego rachunku za pośrednictwem komputera (bądź innego urządzenia np. bankomatu, telefonu) i łącza telekomunikacyjnego (np. linii telefonicznej). W zależności od banku i wykorzystywanego oprogramowania, może ona pozwalać jedynie na bierny wgląd w stan konta i ewentualne uzyskanie informacji ogólnych na temat usług banku, bądź również na aktywne dokonywanie takich operacji na rachunkach, jak: przelewy, zakładanie lokat czy zamawianie czeków.

Bankowość internetowa jest jednym z kanałów bankowości elektronicznej<sup>6</sup>. Określenie pojęcia bankowości internetowej jest bardzo ważne, gdyż można się spodziewać, że w niedalekiej przyszłości, stanie się ona nieodzownym elementem funkcjonowania firm i instytucji<sup>7</sup>.

Istnieje wiele definicji pojęcia bankowości internetowej w pracach różnych autorów<sup>8</sup>. Według P. Młynika<sup>9</sup> bankowość internetowa polega na przeprowadzaniu usług i transakcji bankowych z wykorzystaniem sieci Internet. Witryna internetowa banku umożliwia dokonywanie *on-line* różnorodnych operacji na rachunku. Do korzystania z zalet e-bankowości potrzebny jest komputer, zainstalowana na nim przeglądarka WWW oraz dostęp do sieci Internet.

<sup>6</sup> www.ebanki.pl.

<sup>7</sup> M. Macierzyński, *Istota...*, *op. cit.*

<sup>8</sup> M. Aladwani Adel, Online banking: a field study of drivers, development challenges, and expectations, „International Journal of Information Management”, Nr 21 (2004), s. 213–225.

<sup>9</sup> P. Młynik, Javatech systemy bankowości internetowej, internet banking, mobile banking.

## 4. Fazy rozwoju bankowości internetowej

Bankowość internetowa wzbudza zainteresowanie coraz szerszych kręgów nie tylko wśród potencjalnych klientów, lecz także wśród ekonomistów. W literaturze wyróżnia się cztery podstawowe fazy rozwoju usług bankowych w sieci Internet, które odzwierciedlają najważniejsze etapy wykorzystania elektronicznych kanałów dystrybucji do działalności operacyjnej banków.

### 4.1. Faza pierwsza – Internet jako narzędzie marketingu

Pierwszy etap tworzenia e-bankingu obejmuje marketing i promocję. Kluczowym elementem i istotą tej fazy jest dostarczenie klientowi jak największej liczby użytecznych informacji o działalności banku. Jest to faza obarczona najmniejszym ryzykiem dla banku. Często traktowana jest jako okres nauki, poznawania internetu i klientów oraz zdobywania potrzebnego w późniejszych okresach doświadczenia. W większości przypadków banki wykorzystują istniejące materiały promocyjne i przystosowują je do potrzeb własnej strony internetowej. Prezentacja banku obejmuje zamieszczanie w serwisie podstawowych informacji o nim samym, jego produktach i usługach. Stworzenie witryny to dla banku niewielka inwestycja, a i koszty utrzymania są również minimalne.

Zaangażowanie się w tę fazę dostarcza wiele możliwości zgromadzenia potrzebnej wiedzy o internecie oraz sygnalizuje dotychczasowym klientom wagę tego nowego medium komunikacji. Pierwsza faza tworzenia serwisu internetowego banku składa się m.in. następujących czynności i usługi:

- prezentacja informacji o działalności banku oraz oferowanych produktach i usługach,
- przedstawienie aktualnej mapy z oddziałami oraz wykaz bankomatów prezentowanego banku,
- kontakt z klientami za pośrednictwem e-maila.

Pierwsza faza wdrożeniowa przynosi dla danego banku korzyści w postaci dystrybucji i upowszechniania informacji o banku, zarówno wśród obecnych, jak i przyszłych klientów. Bank wykorzystując Internet, promuje własne produkty i usługi, rozszerzając tym samym znajomość swojej oferty na coraz bardziej wymagającym rynku.

### 4.2. Faza druga – wprowadzenie interakcji z klientem

W drugiej fazie wdrożeniowej zostają wprowadzone pewne elementy interakcji z klientem banku. Dochodzi w tym miejscu do komunikacji dwustronnej na linii bank–klient oraz klient–bank. W tej fazie witryny internetowe banku przeobrażają się w dość rozbudowane centra informacyjne. Umieszczone na stronie banku

informacje branżowe mają pomóc klientom w sprawnym zarządzaniu własnymi finansami. W ramach tej fazy do podstawowych usług zaliczamy:

- kalkulatory pożyczek, które umożliwiają obliczenie wysokości rat spłacanego kredytu oraz wysokości odsetek; kalkulatory umożliwiające obliczenie nagromadzonych odsetek, np.: od lokaty terminowej,
- artykuły i porady dla klienta, które ułatwiają planowanie finansów; zdarza się często, że banki uruchamiają usługę tzw. interaktywnych doradców; usługa ta polega na tym, że klient określa własne wymagania dotyczące usługi, którą jest zainteresowany, a następnie interaktywny doradca proponuje konkretny produkt oferowany przez dany bank, np.:
  - różnego typu aplikacje, formularze wniosków *on-line* jak: o karty kredytowe, o przyznanie kredytu/lokaty, aplikacje pozwalające otworzyć konto w danym banku,
  - sprawdzanie stanu konta *on-line*,
  - wyszukiwarki.

Główne korzyści dla banku będące konsekwencją drugiego etapu to:

- zbudowanie więzi pomiędzy klientem i bankiem, a także zachęcenie go do ponownego odwiedzenia witryny internetowej banku,
- ograniczenie pracy papierkowej,
- obniżenie kosztów przeprowadzanych transakcji.

Zasadniczą cechą, która odróżnia omówioną powyżej fazę od kolejnej, jest brak ścisłych powiązań pomiędzy bankowym systemem zaplecza a witryną internetową. Nie istnieje tutaj więź pomiędzy usługami wewnętrznego systemu przetwarzania a stroną internetową banku.

### 4.3. Faza trzecia – pełny zakres transakcji i usług bankowych

Faza ta bardzo często nazywana jest „prawdziwą bankowością internetową”, gdyż w tej fazie bank udostępnia swoim klientom pełen zakres usług bankowych przez sieć Internet. Do usług tych możemy zaliczyć m.in.:

- podgląd historii rachunku bankowego,
- sprawdzanie stanu salda rachunku,
- dokonywanie przelewów,
- zlecenia stałe,
- możliwość tworzenia lokat terminowych,
- wnioski o kredyty, w tym samochodowe i hipoteczne.

Ta faza tworzenia bankowości internetowej jest o wiele bardziej skomplikowana w porównaniu z poprzednimi fazami, gdyż obejmuje podłączenie wewnętrznych systemów banku do globalnej sieci Internet. Oznacza to, że bank musi zintegrować kanał elektroniczny (internetowy) z systemem zaplecza. Dużym wy-

zwaniem dla każdego banku jest odpowiednio skonfigurowany i niezawodny system zabezpieczeń, gwarantujący jego klientom całkowitą pewność przy dokonywaniu internetowych transferów oraz zarządzaniu własnymi finansami. Główne cele rozbudowanego i wszechstronnego serwisu internetowego to:

- pozyskiwanie nowych klientów,
- utrzymanie swoich dotychczasowych, kluczowych klientów,
- kreowanie wizerunek rynkowy banku,
- redukcja znacząco koszty, co jest konsekwencją przeprowadzania transakcji w internecie,
- możliwość uaktywnienia nowych usług, których wykonanie w tradycyjnych warunkach jest niemożliwe, jak wirtualna karta płatnicza.

#### 4.4. Faza czwarta – strategiczne wykorzystanie Internetu

Niewielu bankom udaje się wykorzystać Internet w sposób ściśle strategiczny. Na tym etapie rozwoju systemów internetowych, banki adaptują najnowsze rozwiązania technologiczne, często rewolucjonizując dotychczasowe techniki kontaktu z klientami. Rozwój bankowości *on-line* staje się priorytetem dla tych instytucji, natomiast nowy kanał dystrybucji elektronicznej (strona internetowa) zostaje na trwałe włączony w długofalową strategię rozwoju banku. Do podstawowych usług oferowanych przez bank zaliczamy:

- analizę zyskowności klientów,
- płacone i podgląd *on-line* rachunków,
- indywidualizację oferty na podstawie profili poszczególnych klientów; w tym przypadku istotną rolę odgrywają rozwiązania typu CRM (*Customer Relationship Management*), które pozwalają na rozbudowę bardzo skomplikowanych baz danych o klientach; umożliwia to z kolei tworzenie najbardziej zaawansowanych segmentacji użytkowników serwisu internetowego; dzięki temu bank zatrzymuje swoich klientów, a także wzmacnia ich lojalność,
- nowe, kompleksowe usługi i produkty bankowe, nieosiągalne w poprzednim modelu bankowości tradycyjnej, np.: rozwiązania EBPP (elektroniczne systemy fakturowania).

Z komputerowo zintegrowanej bankowości internetowej, czyli fazy czwartej, wynikają następujące korzyści dla banku:

- nowe możliwości osiągnięcia zysku,
- możliwość zwiększenia własnego udziału na trudnym rynku,
- bogatszy wachlarz usług i produktów,
- bardziej kompleksowa integracja systemów.

Jednak dla większości banków faza tworzenia systemów bankowości internetowej jest aktualnie niemożliwa do osiągnięcia i pozostaje tylko wizją przyszłości. Możliwe jest, że już w najbliższym czasie na tym właśnie polu rozegra się rywalizacja o klienta.

## 5. Rodzaje bankowości internetowej

Banki, które oferują serwisy internetowe, dzielą się na dwie zasadnicze grupy:

- 1) banki istniejące fizycznie i posiadające sieci tradycyjnych oddziałów, które dodatkowo tworzą rozwiązania oparte na stronach WWW oraz oferują swoje usługi przez internet; dla takich instytucji serwisy internetowe są alternatywnymi kanałami dystrybucji usług i produktów bankowych; jednak w przyszłości będą traktowane jako priorytetowe i staną się kanałami dominującymi; banki tego typu dominują na dzisiejszym rynku, stosując wielokanałową strategię dystrybucji, w której dostęp do konta przez Internet jest jednym ze sposobów zarządzania rachunkiem bankowym,
- 2) banki wirtualne, czyli banki tylko i wyłącznie internetowe, nie posiadające tradycyjnych placówek; tego typu oferują zdalny dostęp do konta, bez możliwości osobistej wizyty w tradycyjnym oddziale bankowym; z uwagi na ten fakt brak tutaj bezpośredniego kontaktu klienta z pracownikami banku; praca tego rodzaju banku wspomagana jest także przez telefoniczne kanały dystrybucji oraz sieć bankomatów, zapewniającą dostęp do gotówki<sup>10</sup>; wirtualny bank funkcjonuje tylko i wyłącznie w internecie; jego działalność integruje trzy zasadnicze koncepcje:
  - korzystanie z wysoko rozwiniętych technologii informacyjnych, komunikacyjnych i informatycznych,
  - zmiana miejsca spotkań klientów z bankiem; marmurowe oddziały bankowe zostały zastąpione globalną siecią Internet; klient odwiedza bank w jego wirtualnej placówce i tam zarządza własnymi zasobami finansowymi,
  - ukierunkowanie organizacji banku na optymalne wspieranie klienta.

---

<sup>10</sup> Pojęcie wirtualnej bankowości oznacza realizację usług bankowych wyłącznie lub w dużym zakresie przez globalne sieci komputerowe zwłaszcza Internet.

## 6. Banki elektroniczne w Polsce

Popularność wirtualnych (elektronicznych) banków w Polsce zawdzięczamy w dużej mierze pionierskiej, rewolucyjnej ofercie produktowo-cenowej mBanku, umiejętnie i wyraźnie przy tym promowanej. Działając pod hasłami reklamowymi, takimi jak: „konkurencja wysiada na stacji oprocentowanie” czy „kolejki u konkurencji są śmiechu warte”, błyskawicznie trafiły do konsumenta, któremu z dnia na dzień kazano płacić coraz większe prowizje i opłaty za korzystanie z podstawowych usług bankowych<sup>11</sup>.

W Polsce, jako pierwsze banki wirtualne zaczęły funkcjonować:

- 1) mBank,
- 2) Volkswagen Bank Direct,
- 3) Inteligo.

**mBank** został utworzony 27 listopada 2000 roku z inicjatywy BRE Banku. Jest doskonałym przykładem banku stricte wirtualnego i jednego z największych tego typu w Polsce. Już w lutym 2004 roku liczba prowadzonych przez mBank rachunków wyniosła ponad 536 tysięcy, a ich właścicielami było 461 tysięcy osób i mikroprzedsiębiorstw<sup>12</sup>. MBank, w ciągu pierwszego miesiąca swojej działalności uzyskał 20% udziałów na rynku bankowych usług internetowych. W krótkim czasie przekonał do siebie ponad 15 tysięcy osób, natomiast po roku swojej działalności został liderem, osiągając ponad 30% udziału w rynku.

Dość intensywnie rosła także wielkość depozytów, wynosząca po 62 dniach funkcjonowania aż 100 milionów złotych<sup>13</sup>. Wielkim sukcesem banku okazała się koncepcja postawienia na dwa niezwykle proste produkty, czyli konto osobiste ROR oraz lokatę *a'vista*. Znaczącą rolę w pozyskiwaniu nowych klientów odegrała też reklama oraz premie w postaci iBooka bądź iMaca dla tych użytkowników banku, którym udało się namówić 30 nowych osób do zdeponowania w mBanku po 500 zł.

mBank stara się być przewidującym w stosunku do potrzeb rynku i odpowiadać na nie, zanim się pojawią. Z uwagi na to, w sposób ciągły udoskonala i rozbudowuje własną ofertę, biorąc pod uwagę m.in. opinie użytkowników, którzy mogą wypowiadać się na zamieszczonym na stronie forum dyskusyjnym. W październiku 2002 roku wprowadzono nową usługę mTransfer, która umożliwiała realizowanie płatności za zakupy dokonywane w sklepach internetowych bez podawania numeru karty kredytowej czy wpisywania takich danych, jak numer rachunku odbiorcy i kwota przelewu. Klient dokonywał tylko przelewu z rachunku

<sup>11</sup> A. Kowalczyk, Złović wirtualnego klienta, „Bank” 2003, Nr 4, s. 6.

<sup>12</sup> www.bankowy.wp.pl, Rosną depozyty w mBanku, z dn. 28.02.2004.

<sup>13</sup> A. Czajkowska, W stronę e-banków, grudzień 2004, strona internetowa www-mag.com.pl.



w mBanku na rachunek sklepu internetowego<sup>14</sup>. Od stycznia 2003 roku mBank zaoferował również swoim klientom możliwość inwestowania w fundusze inwestycyjne. Obecnie mBank jest liderem bankowości internetowej w Polsce zarówno pod względem liczby klientów, liczby rachunków, ilości zgromadzonych depozytów, jak i po względem dynamiki ich wzrostu<sup>15</sup>.

**Volkswagen Bank Direct** rozpoczął swoją działalność 2 kwietnia 2001 roku i często jest nazywany wirtualnym ramieniem Volkswagen Bank Polska. W marcu 2003 roku Volkswagen Bank Direct wprowadził do swojej oferty dwie nowe usługi. Pierwsza z nich to BIZNESbanking, która jest rozwiązaniem klasy *corporate banking*. System ten umożliwia dostęp do rachunku za pomocą sieci internetowej oraz pozwala m.in. na zarządzanie wieloma operacjami jednocześnie, elastyczną konfigurację uprawnień dla poszczególnych pracowników czy integrację z dowolnym systemem księgowo-finansowym, który funkcjonuje w firmie. Druga usługa umożliwia aktywne inwestowanie na rynku funduszy inwestycyjnych.

**Inteligo** powstało w maju 2001 roku. Bank był wspólnym przedsięwzięciem Inteligo Finacial Services oraz niemieckiego banku Bankgesellschaft Berlin AG. Po pierwszym miesiącu pracy Inteligo pozyskał już 7,5 tysiąca klientów, a dynamika rozwoju była podobna jak u konkurencyjnego mBanku. W marcu 2004 roku Inteligo posiadał ponad 260 tysięcy klientów, którzy zdeponowali na swoich rachunkach ponad 600 milionów złotych<sup>16</sup>.

Ważnym wydarzeniem dla funkcjonowania banku w przyszłości, było jego przejęcie we wrześniu 2002 roku przez największy polski bank PKO BP. Oczywiście korzyści wynikające z tego przejęcia dla klientów banku to przede wszystkim dostęp do prawie 1600 bankomatów PKO BP oraz do większej liczby produktów (szeroka oferta kredytowa, karty płatnicze). Poprawie uległ też wizerunek konta Inteligo i jego zabezpieczenia.

Oprócz standardowych produktów i usług w ofercie banku znalazły się też takie usługi, jak funkcja EmailMoney, która jest dostępna tylko w Inteligo. Funkcja ta umożliwia dokonywanie przelewu pieniędzy za pomocą poczty elektronicznej. Do przeprowadzenia transakcji nie jest potrzebny numeru rachunku odbiorcy przelewu tylko wystarczy znać adres e-mail osoby, której chcemy przelać gotówkę. Można tego dokonać, korzystając z serwisu WWW lub WAP Inteligo. Zupełnie nowym rozwiązaniem jest również funkcja umożliwiająca przesyłanie na numer faksu potwierdzenia o zrealizowanych transakcjach.

<sup>14</sup> K. Kozerski, Kolejne możliwości mTransferu z dnia 5.10.2002, strona internetowa [www.internet-standart.pl](http://www.internet-standart.pl).

<sup>15</sup> [www.mBank.pl](http://www.mBank.pl) – raporty roczne za 2004.

<sup>16</sup> [www.bankowy.wp.pl](http://www.bankowy.wp.pl) z dnia 13.03.2004.



W 2005 roku System Zarządzania Jakością stosowany przez Inteligo Financial Services S.A. otrzymał certyfikat zgodności z normą PN-EN ISO 9001:2001 przyznawany przez Zakład Systemów Jakości i Zarządzania w Warszawie. Otrzymany certyfikat jest dowodem na to, że procesy: projektowania i rozwoju oprogramowania, wdrażanie i instalowanie zmian, a także utrzymywanie systemów, są systematycznie doskonalone i działają skutecznie, efektywnie oraz zgodnie z najwyższymi światowymi standardami jakości<sup>17</sup>.

## 7. Podsumowanie

Bankowość elektroniczna w Polsce jeszcze kilka lat temu stanowiła kosztowny przywilej dla klientów sektora bankowego. Instytucje finansowe skupione były na kreowaniu swojego nowoczesnego wizerunku, nie zaś na polepszeniu relacji: bank–klient. Sztywny system bankowości elektronicznej, a w szczególności internetowej, nie był zorientowany na potrzeby klienta. Sytuacja zmieniła się dopiero w 2000 roku, kiedy na rynku zaczął funkcjonować mBank, który stał się innowatorem nowoczesnej koncepcji banku, skupiającego się na potrzebach klientów. W ślad za nim podążyły inne banki.

Zaprezentowane w opracowaniu etapy ewolucji bankowości elektronicznej ze szczególnym uwzględnieniem bankowości internetowej pozwoliły na sformułowanie ich zalet oraz wad, co było celem i główną tezą pracy.

Do głównych zalet bankowości elektronicznej zaliczamy:

- dostęp do rachunku bez przerwy przez 24 godziny na dobę przez Internet, telefon, SMS, WAP,
- wysokie oprocentowanie z pełną dostępnością środków,
- brak opłat lub minimalne opłaty za prowadzenie rachunku,
- tanie lub całkowicie darmowe przelewy,
- bezpłatne wypłaty gotówki z sieci bankomatów,
- szybkość i łatwość dokonywania transakcji,
- oszczędność czasu (nie trzeba stać w kolejkach),
- za jednym kliknięciem wgląd w historię operacji na rachunku z wyszczególnieniem np. daty i miejsca.

Pomimo tylu zalet ten rodzaj bankowości, według pewnej grupy klientów, ma również wady. Przede wszystkim brakuje bezpośredniego kontaktu z przedstawicielem danej placówki bankowej. Niektórzy klienci bardziej cenią sobie bezpośrednią rozmowę z pracownikiem banku niż możliwość zaoszczędzenia czasu stania w kolejkach. Ponadto czasami pojawiają się pewne wątpliwości czy proble-

<sup>17</sup> www.pko.pl z dnia 07.01.2005.

my w określonej kwestii, np. pobrania odsetek lub dodatkowych opłat. W takich sytuacjach niektórzy klienci wolą uzyskać wyjaśnienia w bezpośredniej rozmowie z kompetentnym pracownikiem banku.

Część klientów również wyraża swoje obawy o bezpieczeństwo transakcji dokonywanych za pomocą urządzeń elektronicznych. Mimo licznych zabezpieczeń dokonywanych przez banki, nie są oni tak w pełni przekonani o całkowitym bezpieczeństwie dokonywanych przelewów czy opłat. Istnieje pogląd, że w dzisiejszych czasach każde zabezpieczenie i kod można prędzej czy później złamać czy też rozszyfrować. Jednak jest to pogląd dość wyimaginowany. Obecnie banki wirtualne (elektroniczne) oprócz zabezpieczeń dostępu do systemów bankowych (firewall), stosują różne metody identyfikacji swoich klientów, np.: weryfikacja podstawowa (login i hasło), dodatkowe hasła, podpis elektroniczny.

W Polsce bankowość elektroniczna rozwija się coraz szybciej. Wirtualne rachunki z miesiąca na miesiąc stają się coraz bardziej popularne, a banki internetowe rozwijają się w bardzo szybkim tempie. Prawie każdy liczący się na polskim rynku bank, umożliwia aktualnie swoim klientom przeprowadzanie wirtualnych transakcji *on-line*. Do czołówki należą takie banki, jak: mBank, Inetligo (PKO BP), Citibank Handlowy, Raiffeisen BANK. W lutym 2004 roku już ponad 1,7 miliona Polaków posiadało internetowe konta bankowe. Jeszcze w październiku 2003 roku funkcjonowało około 1 miliona takich rachunków.

Dyrektor generalny Związku Banków Polskich twierdzi, że co drugi złoty ulokowany w 2003 roku w bankach trafia na konta internetowe. Według opinii fachowców do końca 2005 roku liczba takich rachunków miała, co najmniej się podwoić<sup>18</sup>. Według analityków liczba użytkowników bankowości internetowej w Polsce do końca 2005 roku sięgnie 2,5 milionów, a optymiści zakładają, że w 2007 roku prawie 60% ogółu społeczeństwa polskiego będzie mogło korzystać z Internetu. W tej sytuacji wartość usług internetowych przekroczyłaby próg rentowności i e-banki zaczęłyby przynosić zyski.

W 1999 roku powstała koncepcja utworzenia w Polsce wspólnej sieci bankowości elektronicznej. Utworzenie takiej sieci otworzyłoby przed gospodarką Polski możliwość prowadzenia interesów w nowoczesny sposób, przybliżyłoby nas do krajów wysoko rozwiniętych, umożliwiając w ten sposób rodzimym przedsiębiorstwom swobodne i tanie wejście na ich rynki. Otwartość tworzonego systemu pozwoliłaby na nieskomplikowane połączenie instytucji finansowych, firm o zasięgu międzynarodowym, supermarketów, producentów czy konsumentów w jeden organizm. Fakt, że wyzwanie to podjęło środowisko bankowe, daje poczucie bezpieczeństwa dla jego użytkowników i szansę sukcesu oraz wymusiło rozwój

<sup>18</sup> Na podstawie opinii specjalistów z Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową, grudzień 2004.

zupełnie nowych usług i transakcji bankowych. Dzieje się tak z tego powodu, że rozwój jednego z elementów bankowości internetowej pobudza rozwój innych usług na zasadzie „efektu naśladownictwa”<sup>19</sup>. Jednak do chwili obecnej koncepcja ta nie została w pełni zrealizowana.

## 8. Bibliografia

1. Aladwani Adel M., Online banking: a field study of drivers, development challenges, and expectations, „International Journal of Information Management”, Nr 21/2004.
2. Chodyła K., Chmielewska E. J., Wykorzystanie internetu w bankowości, „GG Parkiet”, Nr 1520/2002.
3. Czajkowska A., W stronę e-banków, grudzień 2004, strona internetowa [www.mag.com.pl](http://www.mag.com.pl).
4. Flejterski S., Globalizacja o rozwój e-finansów. Próba oceny kosztów i korzyści, IV konferencja z cyklu: Problemy Społeczeństwa Globalnej Informacji – Ekonomiczne aspekty globalizacji informacji, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin dn. 06.06.2004.
5. Kowalczyk A., Złović wirtualnego klienta, „Bank”, Nr 4/2004.
6. Kozerski K., Kolejne możliwości mTransferu, z dnia 5.10.2002, strona internetowa [www.internetstandart.pl](http://www.internetstandart.pl).
7. Macierzyński M., Istota i pojęcie bankowości internetowej, z dnia 20.12.2003, strona internetowa <http://artykuly.prnews.pl/index.php/5>.
8. Młynik P., Javatech systemy bankowości internetowej, internet banking, mobile banking (fragmenty raportu), strona internetowa [www.javatech.com.pl](http://www.javatech.com.pl).
9. Pszczołka I., Wirtualne banki, „Enter”, Nr 3/2003.
10. Zasepy T., Internet – fenomen społeczeństwa informatycznego, Edycja Św. Pawła, Częstochowa 2004.

### Strony internetowe

1. [www.bankowy.wp.pl](http://www.bankowy.wp.pl): Rosną depozyty w mBanku, z dn. 28.02.2003.
2. [www.bankowy.wp.pl](http://www.bankowy.wp.pl) z dnia 13.03.2003.
3. [www.ebanki.pl](http://www.ebanki.pl).
4. [www.pko.pl](http://www.pko.pl) z dnia 07.01.2005.
5. [www.mBank.pl](http://www.mBank.pl) – raporty roczne za 2004 r.

<sup>19</sup> S. Flejterski, Globalizacja o rozwój e-finansów. Próba oceny kosztów i korzyści, IV konferencja z cyklu: Problemy Społeczeństwa Globalnej Informacji – Ekonomiczne aspekty globalizacji informacji, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 06.06.2004, s. 1.