

**STUDIA I PRACE  
KOLEGIUM  
ZARZĄDZANIA  
I FINANSÓW**

**ZESZYT NAUKOWY 77**



**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  
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 Krzysztof Borowski  
dr hab. Marek Garbicz, prof. SGH  
dr hab. Anna Karmańska, prof. SGH  
dr hab. Krzysztof Marczewski, prof. SGH  
dr Paweł Niedziółka  
dr hab. Anna Skowronek-Mielczarek, prof. SGH  
prof. dr hab. Hanna Sochacka-Krysiak  
dr hab. Zbigniew Staniek, prof. SGH  
prof. dr hab. Michał Trocki  
prof. dr hab. Małgorzata Zaleska

## Redaktor

Krystyna Kawerska

© Copyright by Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, 2007

ISSN 1234-8872

Nakład 320 egzemplarzy



Opracowanie komputerowe, druk i oprawa:

Dom Wydawniczy ELIPSA,

ul. Inflancka 15/198, 00-189 Warszawa

tel./fax (0 22) 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 i Rady Programowej.....	5
<b>CZĘŚĆ PIERWSZA</b>	
ARTYKUŁY PRACOWNIKÓW NAUKOWYCH..... 9	
Zarządzanie kryzysowe w bankowości europejskiej – definicja problemu i aktualny stan prawny Mariusz Zygierewicz.....	11
Ocena sytuacji społeczno-gospodarczej i finansowej miast i gmin w Polsce – ranking miast i gmin (synteza badań statutowych) Jacek Sierak, Alojzy Zalewski, Marek Ziółkowski, Marek Jakub Goleń.....	35
Rynek fuzji i przejęć w Polsce na początku XXI wieku Michał Wrzesiński.....	49
Struktura własności a efektywność przedsiębiorstwa. Przypadek polskich spółek giełdowych Maria Aluchna.....	59
Typologia powiązań kooperacyjnych przedsiębiorstw Joanna Cygler.....	82
Nauczanie makroekonomii na przełomie stuleci Piotr Matczuk, Wojciech Pacho.....	95
<b>CZĘŚĆ DRUGA</b>	
ARTYKUŁY UCZESTNIKÓW STUDIÓW DOKTORANCKICH W KOLEGIUM ZARZĄDZANIA I FINANSÓW..... 105	
Analiza zależności między koniunkturą gospodarczą a kierunkami zmian poziomu należności i płynnością finansową polskich przedsiębiorstw w latach 2000–2004 Anna Wilczyńska.....	107
Zdolność prognostyczna rynku finansowego w Polsce w zakresie rynkowych stóp procentowych Piotr Stanisław Jakubowski, Piotr Szymański.....	122
Wykorzystanie firmowych stron internetowych w relacjach inwestorskich przez spółki notowane w Polsce – wyniki badań empirycznych Dariusz Niedziółka.....	137
Ewolucja i uwarunkowania rozwoju rynku <i>bancassurance</i> w Polsce na tle doświadczeń europejskich Agata Głodek.....	156
Przestrzenna mobilność siły roboczej w Polsce w aspekcie międzywojewódzkim, a teoria optymalnych obszarów walutowych Piotr Paweł Mędrzak.....	171
Polityka rachunkowości a zarządzanie przedsiębiorstwem Agnieszka Kusiak.....	183
Summary.....	199



## OD KOMITETU REDAKCYJNEGO I RADY PROGRAMOWEJ

Prezentowany zeszyt naukowy Nr 77 z serii „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów” Szkoły Głównej Handlowej składa się z dwóch części. W pierwszej przedstawiono wyniki badań, studiów porównawczych i analiz przeprowadzonych przez pracowników naukowych Kolegium Zarządzania i Finansów SGH. Natomiast na część drugą składają się publikacje uczestników studiów doktoranckich realizowanych w ramach Kolegium. Wszystkie opracowania uzyskały pozytywne recenzje, w których wysoko oceniono aktualność i duże znaczenie poruszanej problematyki, zarówno dla nauki, jak i praktyki gospodarczej.

Pierwszą część zeszytu otwiera publikacja autorstwa dr. M. Zygierewicza, który zaprezentował zasady zarządzania kryzysowego w sektorze bankowym w warunkach postulowanej konieczności koordynacji działań na szczeblu międzynarodowym. W tym celu Autor przedstawił aktualny stan systemu prawnego w Unii Europejskiej, tworzącego strukturę sieci bezpieczeństwa sektora bankowego. Wskazał jednocześnie na działania związane z tworzeniem rozwiązań prawnych dla szybkiego reagowania w przypadku wystąpienia zakłóceń na unijnym rynku finansowym.

W kolejnej publikacji dr J. Sierak, prof. dr hab. A. Zalewski, dr M. Ziółkowski, mgr M. J. Goleń prezentują wyniki badań, których tematem są przedsięwzięcia podejmowane przez samorząd miejski i gminny w Polsce. Autorzy analizują rolę władz samorządowych w kształtowaniu rozwoju lokalnego poprzez pryzmat aktualnej sytuacji społeczno-gospodarczej oraz finansowej miast i gmin. Dokonane obserwacje posłużyły do oceny jakości zarządzania jednostką samorządową poprzez specjalnie skonstruowany ranking miast i gmin.

Doktor M. Wrześciński dokonał oceny aktualnej sytuacji na rynku fuzji i przejęć w Polsce. Przedstawił dotychczasową historię rynku fuzji i przejęć, jak

również ich znaczenie dla rozwoju polskiej gospodarki. Ważną częścią publikacji jest również zidentyfikowanie barier wzrostu tego rynku oraz sposobów ich eliminacji. Autor zawarł także prognozę trendów rozwojowych procesów fuzji i przejęć w najbliższych latach.

Tematem publikacji dr M. Aluchnej jest zagadnienie efektywności struktury własności przedsiębiorstw, analizowanej poprzez ocenę zależności między koncentracją własności i rodzajem dominujących akcjonariuszy a wynikami finansowymi. Zaprezentowane wyniki badań, zrealizowanych przez Autorkę na wybranych spółkach akcyjnych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, wskazują na pozytywny wpływ koncentracji własności i udziału polskich inwestorów strategicznych na wyniki finansowe spółek. Stwierdzono występowanie zależności między udziałem menedżera we własności a efektywnością firmy mierzoną wskaźnikami rentowności.

Doktor J. Cygler prezentuje zjawisko kooperencji w gospodarce światowej, definiując je jako układ strumieni jednoczesnych i współzależnych relacji konkurencji oraz kooperacji między konkurentami zachowującymi swoją odrębność organizacyjną. Przedstawia obszerną typologię kooperencji, przy uwzględnieniu kryteriów związanych ze specyfiką samego zjawiska (tj. konkurencja i kooperacja), a także główne czynniki sukcesu kooperencji oraz organizacyjny zakres występowania tego zjawiska.

Autorzy mgr P. Matczuk i dr hab. prof. SGH W. Pacho wskazują na istotne ograniczenia tradycyjnych wyjaśnień fluktuacji gospodarczych opartych na modelu IS-LM-AD-AS. W tym celu zaprezentowali główne postulaty nowego wykładu o krótkookresowych fluktuacjach, w którym podaż pieniądza jest traktowana jako zmienna endogeniczna, tym samym odrzucając założenie podaży pieniądza jako zmiennej egzogenicznej, w pełni kontrolowanej przez bank centralny.

W drugiej części niniejszego zeszytu Autorzy, przygotowujący rozprawy doktorskie w Kolegium Zarządzania i Finansów SGH, poruszają szerokie spektrum zagadnień z zakresu finansów i zarządzania.

W otwierającej tę część publikacji mgr A. Wilczyńska dokonała analizy zależności między sytuacją makroekonomiczną kraju a poziomem należności w polskich przedsiębiorstwach. W okresie objętym badaniem Autorka stwierdziła silną liniową zależność między fluktuacją parametrów opisującymi gospodarkę a tempem zmian poziomu należności w przedsiębiorstwach.

Tematem publikacji mgr. P. S. Jakubowskiego i mgr. P. Szymańskiego jest próba zbadania zdolności prognostycznej rynku finansowego w Polsce w zakresie rynkowych stóp procentowych. Jako instrument umożliwiający przeprowadzenie przedmiotowej analizy Autorzy wybrali powszechnie wykorzystywane w Polsce kontrakty terminowe na przyszłą stopę procentową, tzw. kontrakty FRA.

Magister D. Niedziółka przedstawił wyniki badań zawartości firmowych stron internetowych spółek i ich użyteczności dla inwestorów. Badania były przeprowadzone w latach 2002 i 2006, na podstawie firmowych stron internetowych wszystkich spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Uzyskane wyniki potwierdziły hipotezę Autora, że większość spółek w niedostatecznym stopniu wykorzystuje Internet w komunikowaniu się ze społecznością inwestorską.

Magister A. Głodek prezentuje rozwój współpracy banków i towarzystw ubezpieczeń w Polsce. Autorka poświęca szczególną uwagę czynnikom fiskalno-prawnym i społecznym, które spowodowały wzrost zainteresowania banków i towarzystw ubezpieczeń strategią *bancassurance*. W publikacji sformułowano wnioski, że w ciągu kilku najbliższych lat strategia ta może stać się w Polsce jednym z ważniejszych kanałów dystrybucji ubezpieczeń na życie.

Magister P. P. Mędrzak dokonał syntezy teorii rynku pracy i optymalnych obszarów walutowych (OOW). Autor zidentyfikował kryteria charakterystyczne dla optymalnych obszarów walutowych, a następnie przeanalizował kryterium mobilności siły roboczej w Polsce w aspekcie międzywojewódzkim w latach 1999–2004. Zaprezentowane wyniki badań wskazują, że w świetle ustaleń teorii OOW siła robocza w Polsce jest niemobilna w aspekcie międzywojewódzkim.

Zeszyt zamyka artykuł mgr A. Kusiak o roli i znaczeniu polityki rachunkowości w zarządzaniu przedsiębiorstwem. Zdaniem Autorki, w praktyce działalności gospodarczej występuje luka w zarządzaniu finansami przedsiębiorstwa, którą tworzy nieodpowiednio opracowana i/lub źle prowadzona polityka rachunkowości w przedsiębiorstwie. W publikacji wskazano na negatywne konsekwencje takiej sytuacji zarówno w wymiarze finansowym, jak i reputacji przedsiębiorstwa.

Zawarte tu publikacje umożliwiają zapoznanie się z interesującymi wynikami badań, a tym samym stanowią podstawę do wymiany poglądów oraz inspirują do dalszych studiów i analiz. Niniejsze wydawnictwo, podobnie jak poprzednie zeszyty z tej serii, ma zasięg europejski, gdyż wysyłane 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**

**ARTYKUŁY PRACOWNIKÓW NAUKOWYCH**



Mariusz Zygierewicz  
Szkoła Główna Handlowa

## Zarządzanie kryzysowe w bankowości europejskiej – definicja problemu i aktualny stan prawny

### 1. Wprowadzenie

Kwestia bezpieczeństwa funkcjonowania systemów bankowych w krajach Unii Europejskiej nie ogranicza się do problemu sprawowania nadzoru nad instytucjami kredytowymi w tych krajach i podziału uprawnień między poszczególne organy nadzorcze w odniesieniu do banków działających w więcej niż jednym państwie członkowskim UE<sup>1</sup>. W systemie bankowym mogą bowiem wystąpić sytuacje kryzysowe (co potwierdza praktyka ostatnich dziesięcioleci z różnych rejonów świata), które wymagają podejmowania szerszego zakresu działań regulacyjnych czy interwencyjnych niż klasyczne formy stosowane przez instytucje nadzoru bankowego. Nadzór bankowy jest bardzo ważnym elementem tzw. sieci bezpieczeństwa nad sektorem bankowym, ale jednocześnie nie jest jedyną instytucją upoważnioną do działania w warunkach zagrożenia stabilności sektora bankowego. Istnieją bowiem inne, równie znaczące, instytucje w tym procesie, jak system gwarantowania depozytów, bank centralny czy rząd państwa członkowskiego UE. Każda z tych instytucji może mieć prawo do podejmowania określonych działań w przypadku wystąpienia sytuacji zagrożenia stabilności sektora finansowego. Wszystkie wymienione tu typy podmiotów nabrały przy tym szczególnego znaczenia od momentu wydzielenia funkcji nadzoru bankowego od banku centralnego, a dodatkowo rola Ministrów Finansów wzrosła na skutek szybko rosnącej wielkości nadzorowanych instytucji finansowych.

W warunkach postępującej globalizacji i stopniowego powstawania coraz bardziej zintegrowanego rynku usług finansowych w Europie kwestia stabilności finansowej i zarządzania kryzysowego nabiera szczególnego znaczenia. Wynika to z przynajmniej dwóch przyczyn: większego ryzyka zarażenia systemu krajowego przez zaburzenia powstałe poza granicami kraju oraz przeniesienia na szczebel międzynarodowy problemu zasad współdziałania poszczególnych podmiotów w ramach sieci bezpieczeństwa sektora finansowego. Zmiana sposobu świadczenia niektórych rodzajów usług bankowych może też prowadzić do sytuacji, w której w poszcze-

---

<sup>1</sup> Więcej na ten temat: M. Zygierewicz, Jednolity nadzór bankowy w Europie, *Zeszyty Naukowe, Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów SGH*, Nr 74, 2006.

gólnych krajach nawet oddziały zagranicznych instytucji kredytowych mogą być systemowo ważne z punktu widzenia stabilności lokalnego rynku finansowego.

Tematem niniejszego opracowania jest próba zdefiniowania problemu zarządzania kryzysowego w sektorze finansowym państw członkowskich Unii Europejskiej oraz przedstawienie aktualnego stanu prawnego, jaki będzie mieć zastosowanie w przypadku wystąpienia sytuacji nadzwyczajnej w systemie bankowym. Analiza stopnia przygotowania instytucjonalnego krajów UE do minimalizacji skutków ewentualnego międzynarodowego kryzysu bankowego powinna pozwolić na ocenę potrzeby wprowadzenia zmian w istniejącej strukturze sieci bezpieczeństwa.

## 2. Pojęcie stabilności finansowej

Rozwój bankowości doprowadził do wykrystalizowania się trzech funkcji celu banku centralnego:

- stabilności cen,
- stabilności systemu finansowego oraz
- zabezpieczenia płynności i bezpieczeństwa rozliczeń.

Stabilność finansowa jest definiowana jako brak zagrożenia wystąpienia kryzysu finansowego, rozumianego jako pojawienie się silnych zakłóceń w systemie pośrednictwa finansowego, powodujących zaburzenia w realnej sferze gospodarki. Kryzys finansowy może być następstwem załamania się zaufania do stabilności całego systemu finansowego gospodarki lub jego poszczególnych elementów. O zagrożeniu dla stabilności systemu finansowego można mówić wówczas, gdy wielkość strat, jakie mogą ponieść instytucje finansowe w danym kraju w następstwie nieoczekiwanego pogorszenia się sytuacji w ich gospodarce finansowej, zaczyna być duża w stosunku do posiadanych przez nie kapitałów, co wiąże się z ryzykiem ich niewypłacalności<sup>2</sup>. Warto zaznaczyć, że definicja stabilności systemowej jest określana przez negację, tj. przez wskazanie sytuacji, gdy nie istnieje stabilność finansowa, a nie w formie wprost zdefiniowanej sytuacji charakteryzującej stabilność finansową.

Poważnym zagrożeniem dla stabilności systemu finansowego jest ryzyko systemowe. Oznacza ono prawdopodobieństwo wystąpienia poważnych zakłóceń w całym systemie pośrednictwa finansowego. Ryzyko to rozprzestrzenia się poprzez wzajemne powiązania między poszczególnymi komponentami systemu finansowego. Banki, będące istotnym pośrednikiem i dostarczycielem usług finansowych,

---

<sup>2</sup> G. Banczerewicz, Kryteria klasyfikacji i uprzywilejowana pozycja banków ważnych systemowo oraz wyrównywanie szans banków w systemie finansowym, „Bank i Kredyt”, 2005, Nr 11–12, s. 26; Raport o stabilności systemu finansowego – 2003, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2004, s. 7.

odgrywają istotną rolę w gospodarce i są szczególnie narażone na ryzyko systemowe ze względu na silne wzajemne powiązania (m.in. poprzez systemy płatnicze i usługi banku korespondenta, lokaty na rynku międzybankowym, transakcje instrumentami pochodnymi)<sup>3</sup>.

### 3. Zarządzanie kryzysowe

Zarządzanie kryzysowe jest definiowane jako zestaw działań, które mogą być podjęte przez władze w celu zapobieżenia rozprzestrzeniania się kryzysu finansowego i uniknięcia potencjalnych szkodliwych jego skutków dla systemu finansowego i dla całej gospodarki<sup>4</sup>. W obszarze tym można wyróżnić wiele kluczowych zadań, których odpowiedni podział i realizacja między właściwymi organami władzy może stanowić podstawę sukcesu w zarządzaniu stanami nadzwyczajnymi. Zawsze jednak podkreśla się, że kwestią zasadniczą w tym procesie jest możliwie duże zaangażowanie instytucji prywatnych zarówno w zapobieganie kryzysowi, jak również w zarządzanie kryzysem, jeśli proces zapobiegania nie powiedzie się. Jeśli pojawiają się straty finansowe, to właściciele firmy będącej w złej sytuacji ekonomicznej powinni ponosić koszty zarządzania kryzysowego, a władze firmy powinny ponieść konsekwencje doprowadzenia do sytuacji kryzysowej. Z tego powodu likwidacja firmy lub ogłoszenia jej upadłości może być uznane za sensowne rozwiązanie<sup>5</sup>. Użycie środków publicznych powinno natomiast być rozważane tylko w sytuacji, gdy korzyści społeczne wynikające z interwencji władzy (w postaci zapobieżenia rozprzestrzenieniu się kryzysu finansowego na szerszą skalę) przewyższają koszty tej operacji z użyciem środków finansowych podatników<sup>6</sup>.

Potwierdzeniem prymatu wykorzystania środków prywatnych może być przykład szwajcarski. Z powodu istnienia tej zasady oraz dużych rozmiarów największych banków w tym kraju szwajcarski nadzór bankowy wymaga, aby duże międzynarodowe banki szwajcarskie utrzymywały kapitał własny w wysokości znacznie przewyższającej minimalne wymogi kapitałowe określone w regulacjach bazylejskich. Zdaniem władz szwajcarskich, nie można uznać za „przekapitalizowane” tych banków uznanych za systemowo ważne, w których współczynnik

<sup>3</sup> O. Szczepańska, Podstawowe przesłanki, założenia i struktura sieci bezpieczeństwa finansowego w świetle teorii i doświadczeń międzynarodowych, „Bezpieczny Bank”, 2005, Nr 1, s. 22; J. K. Solarz, Organ zarządzania ryzykiem systemowym, w: Bankowość, red. J. Węclawski, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin 2006, s. 129–130.

<sup>4</sup> Report on financial crisis management, European Commission, Economic Paper, July 2001, No. 156, s. 9.

<sup>5</sup> *Ibidem*, s. 11, 20.

<sup>6</sup> C. A. E. Goodhart, D. Schoemaker, Burden sharing in a banking crisis in Europe, LSE Financial Market Group, Special Paper, No. 164, March 2006, s. 2.

adekwatności kapitałowej jest wyższy nawet o 20–50% w stosunku do ogólnych wymagań regulacyjnych<sup>7</sup>. Te dodatkowe kapitały muszą być utrzymywane na wypadek pojawienia się kryzysu finansowego i mają być wykorzystane w pierwszej kolejności w celu finansowania ze środków prywatnych skutków tego kryzysu.

W raporcie Breuwersa uznaje się także, że władze nadzorcze mogą w sytuacjach kryzysowych podejmować również działania o charakterze pośredniczącym, służące szerszemu wykorzystaniu prywatnych środków finansowych. Wymienić tu można organizowanie procesu przejmowania banku przez inną instytucję finansową, czy też ułatwianie procesu udzielania wsparcia finansowego o charakterze płynnościowym przez sektor prywatny. Realizując to zadanie, władze nadzorcze mogą dostarczać bankom odpowiednich informacji o podmiotach znajdujących się w trudnościach finansowych, o ich sytuacji ekonomicznej oraz o możliwych kandydatach do udzielenia wsparcia takiej instytucji, podczas gdy bank centralny może zapewnić przejściowe finansowanie operacji<sup>8</sup>.

W przypadku powstania konieczności użycia środków publicznych i skoordynowania działań na rzecz zapobieżenia powstaniu lub rozprzestrzenieniu się kryzysu finansowego bardzo ważną kwestią staje się odpowiedni podział kompetencji między wszystkimi rodzajami podmiotów, które składają się na sieć bezpieczeństwa finansowego. Ten podział zadań i odpowiedzialności powinien dotyczyć takich zasadniczych obszarów, jak:

- wymiana informacji,
- kolejność podejmowanych działań sanacyjnych,
- podział kosztów związanych z przeprowadzeniem sanacji w instytucji kredytowej lub w systemie finansowym.

W praktyce problem podziału kompetencji między różnymi podmiotami sieci bezpieczeństwa nie zawsze jest precyzyjnie określony na szczeblu krajowym. Ten brak jasnego podziału jest często uzasadniany wyjątkowym charakterem każdej sytuacji kryzysowej w systemie finansowym i niemożnością wysuwania generalnych wniosków na podstawie doświadczeń historycznych. Tym większym więc wyzwaniem staje się określenie podziału tych zadań w skali międzynarodowej.

W ostatnich latach, w warunkach rosnącego znaczenia bankowości transgranicznej w Unii Europejskiej oraz zwiększonego ryzyka „zarażenia” krajowego systemu bankowego przez kryzys bankowy powstały w innym kraju, problem podziału uprawnień sanacyjnych oraz podziału kosztów sanacji banku lub systemu bankowego w skali międzynarodowej nabiera szczególnego znaczenia. Globalizacja i tworzenie jednolitego rynku usług finansowych w UE powodują powstanie nowego

<sup>7</sup> D. Zuberbuehler, Implementation of Basel II in Switzerland. Swiss Federal Banking Commission, Press conference 29 April 2004.

<sup>8</sup> Report on Financial Stability, European Commission, Economic Papers, No. 143, May 2000, s. 20.

wyzwania w zakresie niezbędnej koordynacji działań w skali międzynarodowej. Na wspomniane trudności kompetencyjne, pojawiające się w sieci bezpieczeństwa na szczeblu krajowym, trzeba nałożyć dodatkowo siatkę powiązań międzynarodowych. W celu przygotowania się do zarządzania kryzysowego w Europie należy zatem dokonać podziału zadań i odpowiedzialności między poszczególnymi krajami na wypadek powstania potrzeby sanacji całej grupy bankowej lub określonych jego części oraz określenia sposobu pokrywania kosztów utrzymania stabilności w tych krajach, w których banki danej grupy bankowej są obecne.

Aby uświadomić sobie złożoność poruszanego problemu warto wskazać na kilka zasadniczych elementów. Jednym z nich jest z pewnością odmienny zakres kompetencji poszczególnych instytucji sieci bezpieczeństwa obowiązujący w różnych krajach członkowskich UE. Przykładem może być choćby usytuowanie i stopień integracji nadzoru bankowego w poszczególnych państwach. Inną różnicę spowodowało powstanie strefy waluty euro. Na terenie funkcjonowania wspólnej waluty euro władze nadzoru bankowego są ustanowione na szczeblu krajowym, ale jednocześnie bankiem centralnym jest system Europejskiego Banku Centralnego wraz z bankami centralnymi krajów należących do Unii Walutowo-Gospodarczej. Tak więc w tej sytuacji poza trudnościami z określeniem rodzaju podmiotu, który ma podejmować decyzje sanacyjne w stosunku do banku znajdującego się w złej sytuacji ekonomicznej oraz określenia kraju, który powinien ponosić koszty tej operacji, może pojawić się problem wyboru między podmiotem sieci bezpieczeństwa działającym w określonym kraju członkowskim UE a instytucją o charakterze transnarodowym.

Dysharmonia, polegająca na istnieniu podmiotów odpowiedzialnych w niektórych obszarach za stabilność finansową na szczeblu narodowym, zaś w innych obszarach na szczeblu ponadnarodowym, może powodować dodatkowe ryzyko dla systemów bankowych. Może bowiem wystąpić zjawisko moralnego hazardu uprawianego przez niektóre krajowe podmioty należące do sieci bezpieczeństwa. Krajowa instytucja odpowiedzialna za stabilność systemu finansowego może nie być skłonna do prawidłowej i skutecznej realizacji swoich zadań, jeśli władze tej instytucji będą mieć świadomość, że za konsekwencje ich działań będzie musiała ostatecznie zapłacić inna instytucja ustanowiona na szczeblu ponadnarodowym i w efekcie koszt całej operacji dla rodzimego podatnika będzie znacznie niższy niż w przypadku większego zaangażowania władz krajowych na wcześniejszym etapie kryzysu. Decydując się na przeniesienie części kompetencji w Unii Europejskiej na szczebel międzynarodowy, należałoby więc dążyć do utrzymywania w możliwie krótkim okresie stanu tymczasowości, polegającego na podziale zadań między podmioty krajowe i transnarodowe.

Na wymienione trudności nakłada się dodatkowy problem podejmowania działań przez organy władzy w sytuacji, gdy banki należące do danej grupy ban-

kowej nie są tak samo ważne z punktu widzenia ich znaczenia na lokalnym rynku bankowym w każdym z krajów, w których świadczą one usługi finansowe. Często bowiem w praktyce może okazać się, że podmiot zależny danego banku odgrywa bardzo ważną rolę na rynku lokalnym, ale z punktu widzenia wielkości podmiotu dominującego tenże podmiot zależny nie jest znaczącym podmiotem w całej grupie bankowej. Innym przykładem może być sytuacja, gdy zagraniczny podmiot zależny jest istotnym podmiotem na rynku lokalnym, ale bank dominujący nie jest znaczącym podmiotem na rynku finansowym w kraju banku dominującego. Różne znaczenie poszczególnych podmiotów należących do jednej grupy bankowej w każdym z krajów może istotnie wpływać na skłonność władz funkcjonujących w poszczególnych państwach do podejmowania decyzji dotyczących zarządzania kryzysowego. Jest rzeczą naturalną, że w krajach, w których znaczenie banku w złej sytuacji jest relatywnie niewielkie, skłonność do podejmowania decyzji i angażowania środków publicznych dla celów przywrócenia stabilności w sektorze bankowym będzie wyraźnie mniejsza niż w krajach, w których rola banku należącego do tej samej grupy bankowej jest nieporównywalnie większa. Na tym tle pojawia się oczywiście pytanie, czy można przeprowadzić sanację części międzynarodowej grupy bankowej bez powstania negatywnych konsekwencji w innych krajach. Dodatkowo istnieje niezwykle delikatny problem analizy transferu kapitałów między różnymi częściami grupy bankowej po pojawieniu się trudności finansowych. Takie transfery mogą prowadzić do zmiany miejsca, w którym pomoc okazuje się finalnie najbardziej konieczna i, w efekcie, gdzie decyzje sanacyjne muszą być podjęte najwcześniej i gdzie koszty zostaną faktycznie poniesione. Na globalnym rynku finansowym straty powstałe w banku w jednym kraju mogą w ramach grupy bankowej być skutecznie przeniesione na deponentów lub władze fiskalne w innym kraju<sup>9</sup>.

Analizowany problem podziału kompetencji i ponoszenia kosztów rozwiązywania kryzysów systemowych w międzynarodowych grupach bankowych jest szczególnie aktualny w trzech grupach krajów członkowskich Unii Europejskiej. Nie podlega dyskusji, że pierwszą grupę stanowią te kraje, w których w ostatnich latach następował proces transformacji gospodarczej i które są nowymi krajami członkowskimi UE. Zdecydowana większość banków tych krajów (przynajmniej pod względem kapitałowym) jest częścią zagranicznych grup bankowych. W efekcie są one w większym stopniu narażone na decyzje podejmowane w kraju siedziby banku dominującego i banki zależne w innych krajach nie mają faktycznie żadnego wpływu na istotne decyzje podejmowane na szczeblu kraju podmiotu dominującego. Do drugiej grupy należy Wielka Brytania i, w mniejszym zakresie, Luksemburg,

<sup>9</sup> C. A. E. Goodhart, Per Jacobsson Lecture: Some new directions for financial stability?, LSE Special Paper, No. 158, London 2004, s. 7.



ponieważ w Londynie znajduje się główne międzynarodowe centrum finansowe i w obu krajach umiejscowionych zostało wiele oddziałów banków zagranicznych. W przypadku tych krajów również kryzys międzynarodowy może mieć istotne implikacje dla lokalnego rynku finansowego. Do trzeciej grupy krajów należą natomiast państwa skandynawskie oraz kraje Beneluksu, w których nastąpiła wyraźna wzajemna penetracja systemów bankowych<sup>10</sup>.

Na wskazany podział krajów na poszczególne grupy nakładana jest coraz częściej klasyfikacja poszczególnych banków pod względem ich wielkości. W analizowanym tu kontekście coraz większego znaczenia nabierają banki określane dotychczas mianem *too big too fail*, a więc banki określane jako zbyt duże, aby upaść. Współcześnie jednak to pojęcie jest coraz częściej zastępowane pojęciem *too big to save*. Skala fuzji i przejęć w systemie finansowym i skala wzrostu największych banków globalnych jest bowiem w ostatnich latach tak duża, że dotychczasowa koncepcja niedopuszczania do upadłości dużych banków międzynarodowych zagrażających stabilności rynków finansowych zostaje zastąpiona pojęciem banków prywatnych, niemożliwych do uratowania w przypadku powstania trudności finansowych. Olbrzymie rozmiary największych banków powodują, że środki publiczne mogą okazać się niewystarczające dla udzielenia skutecznej pomocy finansowej dużemu bankowi, jeśli znajdzie się on w trudnej sytuacji ekonomicznej<sup>11</sup>.

Analizując proces powstawania kryzysu bankowego i możliwe zachowania się podmiotów odpowiedzialnych za podejmowanie działań zmierzających do ich przezwyciężania, **można wymienić przynajmniej cztery rodzaje wyzwań** związanych z tym procesem.

**Pierwszym wyzwaniem** jest wymiana odpowiednich informacji. Dla międzynarodowych grup bankowych liczba organów władzy potencjalnie zaangażowanych w przezwyciężanie kryzysu zwiększa się wielokrotnie. W konsekwencji proces wymiany informacji ulega zwolnieniu. W porównaniu z bankami działającymi tylko na terenie jednego kraju, wiele banków międzynarodowych ma bardziej złożoną strukturę organizacyjną. W efekcie czyni to zbieranie informacji i analizę trudniejszymi. Funkcjonalna specjalizacja banków międzynarodowych również komplikuje nadzór i gromadzenie danych z banku. Jeśli międzynarodowa grupa bankowa koncentruje w jednym kraju całą swoją działalność dotyczącą bieżącej wyceny kredytów, to wówczas nadzorowi bankowemu w innym kraju trudno będzie przeanalizować wielkość ryzyka ponoszonego przez bank w tym obszarze bez skutecznej współpracy nadzorów i wymiany informacji. Podobny problem

<sup>10</sup> *Ibidem*, s. 7.

<sup>11</sup> H. Borchgrevink, T. G. Moe, Management of financial crises in cross-border banks, Economic Bulletin, Norges Bank, Oslo 2004, No. 4, s. 163–164; D. Zuberbuehler, The Financial Industry in the 21<sup>st</sup> Century – Introduction, Basel 2000, s. 4.

powstaje, jeśli bank zarządza płynnością całego banku z innego kraju. Wówczas wymiana informacji między nadzorami jest potrzebna w celu uzyskania pełnego obrazu ryzyka istniejącego w grupie bankowej<sup>12</sup>. Znacząca wymiana informacji między nadzorami i innymi kompetentnymi organami wymaga wysokiej kultury współpracy i wzajemnego zaufania. Regularne kontakty między tymi stronami powinny być utrzymywane i wzmacniane, aby stanowić podstawę dla komunikacji w sytuacji awaryjnej<sup>13</sup>. Władze nadzorcze powinny dzielić się dostępnymi informacjami z ich odpowiednikami za granicą na wczesnym etapie powstania problemu, tak aby władze mogły efektywnie odpowiedzieć na powstałą sytuację. Wymiana informacji jest warunkiem wstępnym efektywnego zarządzania kryzysowego<sup>14</sup>.

**Drugim wyzwaniem** jest zwiększający się konflikt interesów. Problemy bankowe mogą być bardzo kosztowne i ostateczna gwarancja stabilności finansowej może być udzielona tylko przez rząd, ponieważ tylko rząd ma prawo do przedkładania parlamentowi propozycji nakładania nowych podatków. W większości krajów system gwarantowania depozytów jest w stanie finansować kryzys bankowy, jeśli doświadczy on mniejszy bank. W sytuacji powstania kłopotów systemowych konieczna będzie interwencja rządu. W przypadku banków transgranicznych problemem będzie sposób dzielenia tych kosztów. W jakim bowiem zakresie podatek w jednym kraju będzie gotów wspierać finansowo deponentów z innego kraju? A w jakim stopniu deponent z drugiego kraju będzie skłonny polegać na potencjalnym przyszłym wsparciu podatnika z pierwszego kraju?

Problem konfliktu interesów pojawia się na przykład w sytuacji, gdy bank centralny rozważa udzielenie pomocy w postaci dodatkowej płynności w sytuacji nadzwyczajnej w banku międzynarodowym. Takie finansowanie jest ze swej natury ryzykowne. Gdyby ono takie nie było, wówczas środki finansowe mogłyby być pozyskane z rynku od inwestorów prywatnych. Pomoc publiczna będzie prawdopodobnie musiała w zdecydowanej większości przypadków dotyczyć całej grupy bankowej. Zatem, co stanie się, gdy systemowo ważny bank w jednym kraju, nie jest takim znaczącym w innym, być może większym, kraju? Jak wspomniano wyżej, mniejszy kraj będzie prawdopodobnie bardziej skłonny ratować bank, ale wówczas może to powodować konieczność poniesienia przez ten kraj pełnego kosztu pomocy dla całej grupy bankowej, jeśli większy kraj odmówi swojej partycypacji w udzielaniu takiej pomocy.

<sup>12</sup> St. Ingres, Cross-border banking regulation – a way forward: The European case. Prezentacja wygłoszona na konferencji na temat międzynarodowej niestabilności finansowej w Federal Reserve Bank of Chicago w dniu 5 października 2006 r. [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se)

<sup>13</sup> Report on financial crisis..., *op. cit.*, s. 16.

<sup>14</sup> *Ibidem*, s. 27.

Proces restrukturyzacji zawsze wiąże się z ryzykiem i z tego powodu narasta konflikt interesów między krajami. Nie jest zatem pewne, czy podatnik będzie skłonny przejąć ryzyko powstałe w innym kraju<sup>15</sup>. Przyjęcie założenia, że kraj macierzysty zawsze zapłaci w przyszłości w pełnej wysokości za ewentualny kryzys finansowy z racji istnienia zasady nadzoru kraju macierzystego nad oddziałami zagranicznymi jest nieprawidłowe. Rządy krajowe nie są chętne dokonywać transferów międzynarodowych. Nawet gdyby jednak wykazały się one taką skłonnością, to należy pamiętać, że istnieją parlamenty krajowe, które mogą domagać się wykorzystania środków finansowych podatników tylko na potrzeby krajowe. Funkcjonowanie wspomnianego wyżej optymistycznego założenia o pełnej odpowiedzialności kraju macierzystego może przyczynić się do pogłębienia kryzysu, gdy stanie się jasne, że przyjęte założenie było nieuprawnione. Wydarzenia historyczne potwierdzają, że kraje macierzyste nie są skłonne wypłacać środków deponentom znajdującym się poza granicą swojego kraju (wskazują na to przykłady m.in. ratowania włoskiego Banco Ambrosiano w 1992 roku, czy kryzysu finansowego w Argentynie)<sup>16</sup>.

**Trzecim wyzwaniem** jest wspólne oszacowanie. W warunkach kryzysu większość krajów będzie prawdopodobnie prezentować stanowisko w sprawie rozmiarów kryzysu, które będzie wspierać jego narodowe interesy. Przy obecnym kształcie nadzoru nad bankami w Europie istnieje, niestety, ryzyko, że osiągnięcie wspólnego stanowiska w sprawie rozmiarów problemu zajmie dużo czasu, a czas jest dobrem rzadkim, zwłaszcza w zarządzaniu kryzysem finansowym<sup>17</sup>. Badania prowadzone *ex post* wskazują, że negocjacje dotyczące rozmiarów kryzysu w skali międzynarodowej prowadzą zwykle do niedoszacowania problemu, gdyż dzięki temu poszczególne kraje uważają, że będą one w mniejszym stopniu partycypować w łącznym koszcie finansowania zarządzania kryzysowego<sup>18</sup>.

**Czwartym wyzwaniem** jest koordynacja decyzji podejmowanych przez różne władze w skali międzynarodowej. Bank centralny musi zdecydować, czy udzielić wsparcia o charakterze płynnościowym w przypadku powstania sytuacji wyższej konieczności, czy też nie robić tego i w pewnych okolicznościach decyzje w sprawie banku będącego w złej sytuacji będą podejmowane przez administrację publiczną. Wszystkie te decyzje muszą być podejmowane zwykle w krótkim czasie i, dodatkowo, przy wykorzystaniu jedynie ograniczonego zakresu informacji. W celu uzyskania wysokiej skuteczności działania potrzebne są jasne zasady podej-

<sup>15</sup> St. Ingres, Cross-border..., *op. cit.*

<sup>16</sup> C. A. E. Goodhart, D. Schoemaker, Burden..., *op. cit.*, s. 4.

<sup>17</sup> *Ibidem.*

<sup>18</sup> X. Freixas, Crises Management in Europe, 2003, za: C. A. E. Goodhart, D. Schoemaker, Burden..., *op. cit.*, s. 6.

mowania decyzji. W przypadku banków międzynarodowych, gdzie istnieje wiele nadzorów, wiele banków centralnych i wielu ministrów finansów zaangażowanych – przynajmniej formalnie – w ten proces, jest to skomplikowane wyzwanie. Bez wcześniejszej umowy, dotyczącej zakresu odpowiedzialności, wyzwanie to może okazać się jeszcze trudniejsze i może, w efekcie, prowadzić do podejmowania nieoptymalnych decyzji. Potencjalna nieefektywność jest prawdopodobnie zwiększona przez istniejące różnice językowe oraz inne odmienne konstrukcje prawne obowiązujące w różnych krajach. Nakładają się na nie współzależności między poszczególnymi krajami o charakterze politycznym. Decyzje podejmowane przez władze jednego kraju będą zwykle mieć reperkusje w wielu innych krajach<sup>19</sup>.

W celu efektywnego stosowania środków zaradczych wskazuje się na potrzebę istnienia koordynatora, którego rola powinna zostać zidentyfikowana przed wybuchem kryzysu. Z racji ograniczonego czasu, w sytuacjach kryzysowych nie powinno tracić się go wówczas na rozwiązanie problemu związanego z określeniem zasad koordynacji działań. Jednocześnie wcześniejsze ustanowienie modelu koordynacji działań pozwala na pewną elastyczność zachowań, która umożliwi adaptowanie określonych *ex ante* rozwiązań do specyficznych warunków danego kryzysu niestabilności. Według raportu Breuwer, w przypadku banków kwestia koordynacji jest stosunkowo prosta, gdyż nadzorca konsolidujący jest zwykle uważany za koordynatora. Istnienie koordynatora pozwoliłoby oceniać sytuację na szczeblu grupy, komunikować o potencjalnych problemach i dostarczać odpowiednich informacji do władz krajowych. Koordynator może zapewnić stosowanie spójnego podejścia względem banku ze strony wszystkich właściwych władz. Zdaniem autorów identyfikacja koordynatora i przyznanie mu dodatkowej odpowiedzialności nie musi powodować zmian odpowiedzialności nadzorczej na szczeblu indywidualnym. Należy bowiem oddzielić funkcję koordynatora w warunkach kryzysowych od funkcji koordynującej nadzorczy w normalnych warunkach funkcjonowania banku. W zarządzaniu kryzysowe są bowiem dodatkowo zaangażowane inne organy władzy. Władze nadzorcze będą odgrywać główną rolę w początkowym etapie kryzysu (przy identyfikacji problemu i wymianie informacji), a także później, kiedy podejmowane są decyzje polityczne. Banki centralne powinny być również zaangażowane od początkowego etapu kryzysu z racji możliwości identyfikacji systemowych implikacji kryzysu i możliwości prowadzenia operacji w ramach polityki monetarnej. Pozostałe instytucje, takie jak minister finansów czy system gwarantowania depozytów, mogą być włączone w ten proces w zależności od potrzeb. Minister finansów musi być jednak informowany o ewentualnych skutkach w postaci konieczności wydatko-

<sup>19</sup> St. Ingres, *Cross-border...*, *op. cit.*

wania środków publicznych lub powstania ryzyka poważnej destabilizacji sytuacji makroekonomicznej<sup>20</sup>.

#### **4. Zadania i odpowiedzialność organów w świetle dyrektywy 2006/48/WE**

System nadzoru bankowego w Unii Europejskiej opiera się na dwóch zasadniczych elementach: na koncepcji państwa pochodzenia i państwa przyjmującego, wspieranej przez zasadę wzajemnego uznawania swoich postanowień, oraz na skonsolidowanym nadzorze. Komisja Europejska wskazuje w Białej Księdze w zakresie polityki w dziedzinie usług finansowych na lata 2005–2010, że należy być przygotowanym na radzenie sobie z potencjalnym rozprzestrzenianiem się niepożądanych skutków, np. w przypadku krachu koncernu działającego w skali całej Unii Europejskiej lub ważnej dla działania systemu instytucji, która działa w jednym państwie członkowskim, podczas gdy władze nadzorcze danego koncernu mieszczą się w innym państwie<sup>21</sup>.

W duchu tej deklaracji przygotowane zostały zapisy dyrektywy 2006/48/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 14 czerwca 2006 roku w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności przez instytucje kredytowe<sup>22</sup>. Na mocy art. 130 tego aktu prawnego w razie wystąpienia sytuacji kryzysowej w ramach jednej grupy bankowej, która może zagrozić stabilności systemu finansowego w jednym z państw członkowskich, w którym przedsiębiorstwa należące do grupy uzyskały zezwolenie na prowadzenie działalności, właściwy organ odpowiedzialny za prowadzenie nadzoru skonsolidowanego powiadamia o tym w najkrótszym możliwym terminie organy wymienione w art. 49 lit. a) i w art. 50. W tychże dwóch artykułach wymienione są banki centralne oraz działy centralnej administracji rządowej, odpowiedzialne za ustawodawstwo dotyczące nadzorowania instytucji kredytowych, instytucji finansowych, usług inwestycyjnych i zakładów ubezpieczeń. Zapis ten porusza bardzo ważną kwestię niezwłocznego przekazania informacji o sytuacji powstałej w grupie bankowej, która to informacja może stać się podstawą do staranniejszej analizy sytuacji w danej grupie oraz do podejmowania działań zaradczych przez właściwe organy. Problem polega jednak na tym, że organy właściwe do podejmowania działań w grupie międzynarodowej nie zostały wskazane. Wymieniony przepis nie zawiera także precyzyjnej informacji ani dotyczącej czasu przekazywania informacji, ani zawartości udostępnianych danych.

<sup>20</sup> Report on financial crisis..., *op. cit.*, s. 17–18.

<sup>21</sup> Biała Księga. Polityka w dziedzinie usług finansowych na lata 2005–2010, Komisja Europejska, Bruksela, grudzień 2005 r., s. 13.

<sup>22</sup> Dz.U. Unii Europejskiej Nr L 177 poz. 1.

Wiele zależy więc od władz i ich skłonności do informowania partnerów w najkrótszym czasie. Warto jednak odnotować, że w prawie UE nie istnieją przeszkody uniemożliwiające wymianę informacji między nadzorami bankowymi z różnych krajów. W przeciwieństwie do poprzedniej dyrektywy bankowej UE (tj. dyrektywy 2000/12/WE) w aktualnej dyrektywie 2006/48/WE w sposób znacznie wyraźniejszy wskazano na obowiązek wymiany informacji o sytuacji kryzysowej. Z drugiej strony należałoby zastanowić się, czy ten obowiązek nie mógłby być wyrażony w prawie unijnym w sposób jeszcze wyraźniejszy i bardziej szczegółowy.

Artykuł 131 tej samej dyrektywy stanowi, iż w celu usprawnienia i zapewnienia skuteczności nadzoru właściwe organy odpowiedzialne za nadzór skonsolidowany oraz inne właściwe organy dysponują pisemnymi uzgodnieniami w kwestii koordynacji i współpracy. W uzgodnieniach tych mogą zostać określone dodatkowe zadania powierzone właściwym organom odpowiedzialnym za nadzór skonsolidowany oraz wyszczególnione procedury w zakresie procesu decyzyjnego i współpracy z innymi właściwymi organami. Dalej wskazuje się, że organy odpowiedzialne za udzielenie zezwolenia przedsiębiorstwu zależnemu od przedsiębiorstwa dominującego, będącego instytucją kredytową, mogą na mocy dwustronnej umowy przekazać swoje kompetencje w zakresie nadzoru organowi, który udzielił zezwolenia podmiotowi dominującemu i sprawuje nad nim nadzór. Informacje w tej sprawie przekazywane są Komisji Europejskiej.

Zapis zawarty w wymienionym artykule ma charakter otwarty. Nie rozstrzyga on kwestii dodatkowego zakresu podziału zadań między poszczególne nadzory bankowe, biorące udział w sprawowaniu nadzoru nad grupą bankową działającą w różnych krajach członkowskich. Kwestie te mają być rozstrzygnięte w trybie indywidualnym w umowach podpisywanych między nadzorami. W efekcie nie ma jednego wzoru postępowania dla całej Unii Europejskiej, a na skutek rozbieżnych interesów nadzorów można przypuszczać, że treści zawieranych umów są na tyle ogólne, że prawdopodobnie (treść umów nie jest podawana do publicznej wiadomości) nie precyzują szczegółowo zasad podziału odpowiedzialności i zadań między poszczególne nadzory bankowe. Ponadto wymieniony art. 131 dopuszcza jedynie możliwość przeniesienia do innego organu nadzorczego uprawnień nadzorcy banku będącego podmiotem zależnym od banku mającego siedzibę w innym kraju członkowskim. W praktyce możliwość taka nie była dotychczas wykorzystywana<sup>23</sup>. Teoretycznie jednak, na zasadzie dobrowolności przeniesione mogą być zadania (rozumiane jako określone części prac nadzorczych bez prawa podejmowania decyzji), ale także odpowiedzialność (rozumiana jako prawo do podejmowania decyzji w imieniu innego organu nadzorczego). Warto przy tym podkreślić, że

<sup>23</sup> Biała Księga..., *op. cit.*, s. 13.

odrębnie traktowane jest delegowanie zadań i tak rozumianej odpowiedzialności. Oba zakresy delegacji nie muszą występować równocześnie, co potwierdza zresztą poświęcony tej kwestii raport Komitetu Usług Finansowych Komisji Europejskiej<sup>24</sup>. W raporcie tym wskazuje się też na potrzebę wprowadzenia w przyszłości zmian regulacyjnych w zakresie delegowania odpowiedzialności.

Zapis analizowanego artykułu nie wymienia natomiast problemu cedowania szeroko rozumianej odpowiedzialności (włącznie z odpowiedzialnością materialną za podejmowane decyzje) do nadzorca konsolidującego oraz zasad pokrywania szkód w przypadku zaniechania określonych działań, czy też na skutek braku racjonalnych przesłanek dla ratowania banku znajdującego się w złej sytuacji ekonomicznej. Dyrektywa nie określa również zasad działania i odpowiedzialności banków centralnych oraz organów administracji państwowej z poszczególnych krajów w przypadku powstania sytuacji kryzysowej w międzynarodowej grupie bankowej.

## **5. Uprawnienia właściwych organów wynikające z dyrektywy 2001/24/WE**

W 2001 roku zakończył się bardzo długi okres przyjmowania dyrektywy w sprawie reorganizacji i likwidacji instytucji kredytowych<sup>25</sup>. Początki dyskusji nad tą regulacją datują się na 1988 rok. Państwa członkowskie Unii Europejskiej zostały zobowiązane do wprowadzenia w życie przepisów koniecznych do wdrożenia dyrektywy w terminie do 5 maja 2004 roku.

Zgodnie z tekstem dyrektywy z 4 kwietnia 2001 roku władze administracyjne i sądowe kraju pochodzenia instytucji kredytowych mają wyłączne prawo decydowania i wdrażania środków reorganizacyjnych dotyczących instytucji kredytowej, przewidzianych w prawie i zgodnych z praktyką tego kraju członkowskiego Unii Europejskiej. Środki reorganizacyjne, służące przywróceniu rentowności instytucji kredytowej, podejmowane przez jedno państwo członkowskie, powinny obowiązywać również w innych krajach członkowskich, jeśli na jej terenie działa dana instytucja kredytowa. Zatem, jeśli bank ma oddziały w innych krajach, to te same środki reorganizacyjne podejmowane w kraju macierzystym powinny odnosić się także do działalności prowadzonej przez ten bank w tych krajach. Wszystkie decyzje nadzorcze w tym przypadku są podejmowane przez nadzór bankowy właściwy dla kraju, w którym znajduje się siedziba banku, i dotyczą one także zagranicznych

<sup>24</sup> Raport na temat nadzoru finansowego, Komitet Usług Finansowych, Komisja Europejska, Bruksela, 23 lutego 2006 r., s. 9.

<sup>25</sup> Dz.U. Unii Europejskiej Nr L 125.

oddziałów banków. O znaczeniu tej regulacji prawnej może świadczyć przykładowy rodzaj środków podejmowanych przez nadzór kraju macierzystego. Środkami reorganizacyjnymi wymienionymi w dyrektywie może być:

- zawieszenie płatności,
- zawieszenie stosowania środków egzekucyjnych,
- redukcja roszczeń,
- inne środki mogące mieć wpływ na prawa osób trzecich.

W przypadku zastosowania takich środków władze kraju macierzystego muszą powiadomić o nich osoby trzecie z krajów, w których znajdują się oddziały instytucji kredytowych. O wdrożonych środkach powiadomione muszą zostać także właściwe władze przyjmującego kraju członkowskiego. Powiadomienie takie powinno nastąpić przed podjęciem działań, jeśli jest to możliwe, lub też niezwłocznie po ich podjęciu.

Jednocześnie władze administracyjne lub sądowe kraju przyjmującego, jeśli uznają za konieczne wdrożenie w ramach terytorium tego kraju jednego lub więcej środków służących reorganizacji, informują o tym władze kraju pochodzenia.

Warto zaznaczyć, że zapisy tej dyrektywy nie mają zastosowania w odniesieniu do zagranicznych instytucji bankowych zależnych od dominującej instytucji finansowej. W tym bowiem przypadku istnieje odrębny podmiot prawny mający odrębną licencję bankową, wymaganą do prowadzenia działalności bankowej na terytorium określonego kraju. Uprawnienia nadzorcze przysługują podmiotowi, który udzielił licencji, i mają także zastosowanie przepisy dotyczące likwidacji wydane przez to państwo.

W celu zagwarantowania równego traktowania wierzycieli likwidacja instytucji kredytowej musi odbywać się zgodnie z zasadami jedności i powszechności, co wymaga, aby władze administracyjne lub sądowe państwa pochodzenia instytucji kredytowej posiadały wyłączną jurysdykcję, a ich decyzja była uznawana i powodowała we wszystkich krajach skutki przypisane jej przez prawo kraju pochodzenia. Decyzja likwidacyjna jest przekazywana niezwłocznie odpowiednim władzom kraju przyjmującego. Należy zaznaczyć, że skutki takich decyzji dla klientów oddziałów zagranicznych, pojawiające się w danym kraju, mogą wyraźnie różnić się od konsekwencji, jakie powstają w takich przypadkach w odniesieniu do podmiotu zależnego od banku zagranicznego, ale utworzonego na podstawie lokalnego prawa tego kraju UE. W tym drugim przypadku mają bowiem zastosowanie przepisy kraju lokalnego (gdzie została wydana licencja bankowa), a nie przepisy kraju macierzystego, w którym znajduje się bank dominujący w stosunku do lokalnego podmiotu zależnego.



## 6. Niektóre postanowienia dyrektywy 94/19/WE w sprawie systemu gwarantowania depozytów

Zapisy dyrektywy 94/19/WE w sprawie systemu gwarantowania depozytów<sup>26</sup> zmierzają w odniesieniu do działalności banków międzynarodowych generalnie w tym samym kierunku, co wymieniona poprzednio dyrektywa 2001/24/WE. Zgodnie z art. 4 dyrektywy 94/19/WE utworzone i urzędowo uznane w danym kraju członkowskim systemy gwarantowania depozytów zabezpieczają także deponentów oddziałów, jakie instytucja kredytowa utworzyła w innych krajach członkowskich. Zatem system gwarantowania depozytów kraju macierzystego musi wypłacić kwotę gwarantowanych depozytów także klientom oddziałów znajdujących się w innych krajach. Natomiast w przypadku istnienia w kraju goszczącym podmiotu bankowego zależnego kapitałowo od banku zagranicznego, ale ustanowionego według lokalnego prawa, odpowiedzialność finansową za wypłatę gwarantowanych depozytów ponosi wówczas system gwarantowania depozytów kraju goszczącego.

W warunkach braku specyficznych odesłań do dyrektyw unijnych w zakresie zarządzania kryzysowego istnieje domniemanie w międzynarodowym nadzorze bankowym, że nadzór kraju macierzystego jest odpowiedzialny za podejmowanie decyzji w tym zakresie. Istnienie zasady odpowiedzialności kraju macierzystego można odnaleźć w dyrektywie dotyczącej systemów gwarantowania depozytów i w dyrektywie dotyczącej reorganizacji i likwidacji instytucji kredytowej. Jednak zasada kraju macierzystego nie ma zastosowania bezpośrednio do zagranicznych podmiotów zależnych w grupie bankowej. W takim przypadku bowiem władze kraju goszczącego są zobowiązane traktować podmiot zależny zagranicznego banku jak własny bank, nad którym rozpościera się ich pełna jurysdykcja. W przypadku kryzysu w banku zależnym od zagranicznego banku nadzór kraju właściwego dla podmiotu zależnego podejmuje wszelkie działania i nie jest w tym zakresie wymagana akceptacja żadnego innego nadzoru (choć w praktyce taka współpraca powinna być normą)<sup>27</sup>.

Istnieją argumenty przemawiające na rzecz tezy, że władze kraju macierzystego powinny ponosić także odpowiedzialność za banki działające w postaci zagranicznych spółek zależnych banku macierzystego. To rozwiązanie zmniejszyłoby liczbę władz, z którymi banki musiałyby kontaktować się, zwłaszcza w warunkach, gdy coraz więcej banków międzynarodowych jest zorganizowanych w postaci banków zależnych, z jednoczesnym istnieniem centralnego zarządzania ze szczybla banku dominującego. Należy jednak uwzględnić także interesy kraju goszczącego, co wymaga bliskiej współpracy między władzami różnych krajów (m.in.

<sup>26</sup> Dz. U. Unii Europejskiej Nr L 135.

<sup>27</sup> Report on financial crisis..., *op. cit.*, s. 18–20.

dzięki zawierającym stosownym porozumieniom). Nie można jednak oczekiwać, że te porozumienia rozwiążą fundamentalny konflikt interesów, który może pojawić się podczas kryzysu i kwestia dostarczenia płynności lub wsparcia wypłacalności musi być rozwiązana w inny sposób<sup>28</sup>.

## 7. Inne regulacje w Unii Europejskiej związane z zarządzaniem kryzysowym

Wymieniając akty prawne obowiązujące w Unii Europejskiej, warto również wskazać, że w statucie Europejskiego Banku Centralnego istnieje ogólny zapis, zgodnie z którym instytucja ta może wykonywać specyficzne zadania dotyczące polityki ostrożnościowej nad instytucjami kredytowymi<sup>29</sup>. W praktyce zapisy te nie były dotychczas wykorzystywane. Aktualny stan prawny pozostawia natomiast możliwość wykorzystania EBC jako aktywnego uczestnika nadzoru nad bankami i podmiotu podejmującego działania w przypadku pojawienia się ryzyka kryzysu systemowego na rynku bankowym w Unii Europejskiej.

Ważnym wydarzeniem w marcu 2003 roku było wyrażenie zgody przez władze nadzoru bankowego oraz banki centralne Unii Europejskiej na zawarcie memorandum dotyczącego ogólnych zasad współpracy w sytuacji zarządzania kryzysowego. Przyjęcie memorandum było zgodne z wnioskami z tzw. drugiego raportu Breuwersa, w którym zalecono prowadzenie polityki zmierzającej m.in. do zawierania porozumień między nadzorami bankowymi regulujących kwestie zarządzania kryzysowego<sup>30</sup>. Memorandum z 2003 roku nie jest dokumentem publicznym. Zawiera ono zestaw zasad i procedur w zakresie współpracy międzynarodowej między stronami porozumienia w sytuacjach kryzysowych. Te zasady i procedury dotyczą identyfikacji władz odpowiedzialnych za zarządzanie kryzysowe, wymaganego przepływu informacji między zaangażowanymi stronami i praktycznych warunków wymiany informacji w skali transgranicznej. Memorandum przewiduje także ustanowienie infrastruktury dla wzmocnienia zwiększonej współpracy międzynarodowej. Taka współpraca przyjmie formę stosowną do specyficznych cech danego kryzysu i z uwzględnieniem zadań przypisanych nadzorowi bankowemu i bankowi centralnemu. Zakłada się także konieczną elastyczność działania każdej z instytucji zaangażowanych w ten proces.

W praktyce procedury zarządzania kryzysowego będą obejmować szersze spektrum instytucji niż wymienione w memorandum z 2003 roku. Z pewnością

<sup>28</sup> H. Borchgrevink, T. G. Moe, *Management...*, *op. cit.*, s. 163–164.

<sup>29</sup> Statut Europejskiego Banku Centralnego, art. 25 ust. 2.

<sup>30</sup> Report on financial crisis..., *op. cit.*, s. 27–28.

będą one obejmować także ministerstwa finansów, systemy gwarantowania depozytów, a także nadzór ubezpieczeniowy i nadzór nad rynkiem papierów wartościowych, jeśli będzie on dotyczył również tych obszarów rynku, oraz władze krajów trzecich, jeśli kryzys wybuchnie lub będzie mieć skutki także w takich krajach. Z tego względu memorandum może być traktowane jako wkład do określenia zasad współpracy, które mogą zostać określone w przyszłości<sup>31</sup>. Memorandum może wyjaśniać niektóre istotne aspekty, jak zarządzanie informacjami i komunikacja w sytuacjach kryzysowych, ale trzeba zaznaczyć, że nie jest ono prawnie wiążące dla stron i prawdopodobnie zawiera jedynie ogólne postanowienia. Podkreśla się jednak, że stanowią one zauważalny postęp w stosunku do poprzedniego stanu<sup>32</sup>.

Memorandum obejmuje tylko nadzory bankowe i banki centralne. Te ostatnie mogą zwiększyć płynność w systemie finansowym tak, aby pozostałe, wypłacalne banki nie zostały negatywnie doświadczone przez upadek niewypłacalnego banku. Takie pożyczanie pieniędzy w stanie wyższej konieczności, spowodowanej powstaniem problemu wypłacalności w jednym z banków, może być koordynowane przez Europejski Bank Centralny w przypadku banku ze strefy euro i, w efekcie, konsekwencje takiego działania dla polityki monetarnej mogą być przewyżnione. Jednak banki centralne nie mają dostatecznych środków do postępowania w odniesieniu do niewypłacalności banku<sup>33</sup>. Potwierdza to tezę, że zakres przedmiotowy stron memorandum był w 2003 roku zbyt wąski.

Większa rola przypisywana w memorandum bankom centralnym niż Europejskiemu Bankowi Centralnemu w realizowaniu zadań w zakresie pożyczkodawcy ostatniej szansy może wynikać nie tylko z lepszych możliwości mierzenia natychmiastowych potrzeb płynnościowych na szczeblu lokalnym. Brak jednolitej władzy fiskalnej w UE powoduje więcej komplikacji w odgrywaniu przez EBC szerszej roli jako pożyczkodawca ostatniej szansy. Płynność jest bowiem dostarczana w sytuacji, gdy mogą powstać straty i wtedy może pojawić się istotne pytanie, kto powinien pokryć taką stratę. Ponadto w sytuacji kryzysowej może powstać dodatkowy konflikt interesów związany z udziałem EBC: wymieniony już wcześniej konflikt między krajem, w którym istnieje bank w złej sytuacji, a strefą euro jako całością<sup>34</sup>.

<sup>31</sup> Memorandum of Understanding on high-level principles of cooperation between the banking supervisors and central banks of the European Union in crisis management situations, European Central Bank, Press release, 10 March 2003.

<sup>32</sup> H. Borchgrevink, T. G. Moe, Management..., *op. cit.*, s. 161–162.

<sup>33</sup> D. Mayes, Preparing for cross-border bank failure, The Financial Regulator, Central Banking Publications Ltd, London 2004, Vol. 8, No. 4, s. 63.

<sup>34</sup> A. Boot, Supervisory arrangements, LoLR and crisis management in a single European banking market, Sveriges Riksbank Economic Review 2006, No. 2, s. 22, 28.

Następnym krokiem w zakresie tworzenia porozumień międzynarodowych było rozszerzenie stosowania memorandum na ministrów finansów krajów członkowskich Unii Europejskiej. W 2005 roku nadzory bankowe, banki centralne oraz ministrowie finansów krajów UE podpisali porozumienie w zakresie współpracy w sytuacji wystąpienia kryzysu finansowego. Memorandum weszło w życie 1 lipca 2005 roku i także ten dokument nigdy nie zostanie opublikowany. Memorandum ma mieć zastosowanie w sytuacjach kryzysowych, mających potencjalny międzynarodowy i systemowy wpływ na poszczególne instytucje kredytowe, grupy bankowe i bankowe części grup finansowych, jak również mogących powodować systemowe perturbacje (z międzynarodowymi skutkami) na rynkach finansowych (w tym z zakłóceniami w systemach płatniczych lub w innych obszarach infrastruktury rynków finansowych)<sup>35</sup>. Przedstawiona definicja nie jest zatem ze swej istoty precyzyjna i w praktyce zdefiniowanie przypadków, kiedy postanowienia memorandum mają zastosowanie, może budzić wątpliwości i różnice interpretacyjne, w zależności od odmiennych interesów poszczególnych krajów Unii Europejskiej. Oczywiście precyzyjne określenie zakresu obowiązywania nie jest proste z racji różnorodności kryzysów bankowych w przeszłości.

Celem memorandum z 2005 roku jest wsparcie i promocja współpracy w sytuacjach kryzysowych między stronami podpisującymi ten dokument. Memorandum zawiera zestaw zasad i procedur wymiany informacji i poglądów oraz dokonywania pomiarów, które powinny ułatwić wypełnianie przez te instytucje swoich zadań i przyczynić się do zachowania stabilności finansowej w poszczególnych krajach członkowskich UE, jak i w całej Unii Europejskiej. Wskazuje się także, iż w sytuacji kryzysowej, gdy potrzebne będzie podejmowanie działań wielostronnych z udziałem stosownych władz z różnych krajów UE, w procesie tym będą mogły być wykorzystywane także istniejące komitety UE.

Memorandum zachęca również do większej współpracy międzynarodowej między uprawnionymi podmiotami regulacyjnymi i dlatego zawiera ono także ustalenia dotyczące rozbudowy na szczeblu krajowym i unijnym planów awaryjnych w zakresie zarządzania kryzysowego, jak też przeprowadzenia stres-testów i ćwiczeń symulacyjnych. Podkreśla się w nim także prymat odpowiedzialności finansowej właścicieli banku znajdującego się w złej sytuacji ekonomicznej, potrzebę zachowania czujności ze strony wierzycieli banku oraz prymat rozwiązań rynkowych przy rozwiązywaniu kryzysu powstałego w poszczególnych instytucjach finansowych. Wskazuje się, że memorandum nie jest instrumentem wiążącym, który miałby naruszać zakres odpowiedzialności nadanej na mocy przepisów insty-

<sup>35</sup> Memorandum of Understanding on co-operation between the Banking Supervisors, Central Banks and Finance Ministries of the European Union in Financial Crisis situations, European Central Bank, Press release 18 May 2005.

tucjom regulacyjnym wymienionym w memorandum. Zgodnie z memorandum w praktyce sytuacje kryzysowe mogą wymagać zaangażowania i innych instytucji (np. systemów gwarantowania depozytów, urzędów ds. konkurencji) oraz rozszerzenia zakresu funkcji pełnionych przez strony porozumienia. Memorandum nie odnosi się natomiast do współpracy z instytucjami spoza obszaru Unii Europejskiej, choć może zdarzyć się, że specyfika danego kryzysu będzie wymagała włączenia do procesu zarządzania odpowiednich instytucji z takich krajów. Europejski Bank Centralny wskazuje też, że cechą szczególną dokumentu z 2003 roku było ujęcie w nim etapów wykrywania zjawisk i uruchamiania specjalnych narzędzi nadzorczych i banku centralnego w sytuacji kryzysu finansowego. Te kwestie nie są natomiast regulowane w dokumencie z 2005 roku<sup>36</sup>.

We wrześniu 2006 roku Wielka Brytania i Niemcy sprzeciwili się wezwaniu Komisji Europejskiej do sporządzenia planu, na podstawie którego powinny być dzielone między krajami koszty upadłości instytucji finansowej, ponoszone w celu zapobieżenia systemowemu kryzysowi transgranicznemu. Zdaniem ministrów finansów z tych krajów przygotowanie planu mogłoby stanowić niebezpieczny sygnał do banków i innych instytucji finansowych, że podatnicy są gotowi udzielić pomocy, jeśli jakiś bank znajdzie się w kłopotach finansowych. Ministrowie finansów krajów członkowskich zgodzili się natomiast, że kraje UE powinny ściśle współpracować, aby przygotować się do przeciwdziałania możliwemu rozprzestrzenianiu się kryzysu finansowego ponad granicami krajów członkowskich. W tym kontekście zalecono szybkie przekazywanie informacji, lepszą analizę ryzyk i spójne komunikowanie się z rynkami i ze społeczeństwem. Jednak propozycja dotycząca określenia przyszłej formuły dzielenia kosztów kryzysu stanowiłaby – zdaniem jej oponentów – zachętę do nieodpowiedzialnego działania przez banki (czyli szerszego wykorzystywania zasady moralnego hazardu). Każdy kryzys jest inny i nierozsądne byłoby dysponowanie uniwersalną jedną formułą dotyczącą dzielenia kosztów. Przedstawiciel Finlandii, która przewodniczyła pracom Unii Europejskiej w tym okresie i promowała nowe podejście w tym zakresie, zreasumował, że Unia Europejska potrzebuje więcej czasu dla rozważenia tej kwestii. Do tego czasu nie powinno dochodzić się do żadnych konkluzji w tym obszarze<sup>37</sup>.

W październiku tego samego roku na posiedzeniu ministrów finansów krajów członkowskich Unii Europejskiej z zadowoleniem odnotowano zawarcie memorandum z 2005 roku. Wskazano na przeprowadzenie w kwietniu 2006 roku testów w zakresie przewyższania sytuacji kryzysowych zgodnie z zapisami memorandum i na tej podstawie oceniono, że porozumienie stanowi użyteczną podstawę do sko-

<sup>36</sup> *Ibidem*.

<sup>37</sup> G. Parker, W. Proissl, EU bank bail-outs proposal defeated, „Financial Times”, 11 September 2006, s. 1.

ordynowanego działania na szczeblu unijnym w przypadku pojawienia się kryzysu finansowego. Jednocześnie wskazano na potrzebę kontynuowania działań na rzecz dalszego pogłębienia współpracy między odpowiednimi władzami i zapewnienia, że przedsięwzięcia unijne są zgodne ze stopniem rozwoju rynku finansowego. Tym samym wyrażono poparcie dla dalszego rozwoju procedur i – jeśli to jest uzasadnione – stworzenia ogólnych zasad rozwiązywania kryzysu finansowego w UE. Jednocześnie zobowiązano Komitet Ekonomiczny i Finansowy Komisji Europejskiej do informowania ministrów finansów o postępach prac w tym zakresie w okresach półrocznych<sup>38</sup>.

Wcześniej Parlament Europejski w swojej rezolucji z 4 lipca 2006 roku w sprawie większej konsolidacji usług finansowych (2006/2081(INI)) wzywał Komisję Europejską i właściwe organy krajowe do wspólnego opracowania odpowiednich propozycji dotyczących skutecznego zarządzania kryzysowego. Miałyby one następnie zostać rozpatrzone przez Parlament. W rezolucji wezwano także do powołania do końca 2006 roku specjalnej komisji ekspertów, która w ciągu sześciu miesięcy zbadałaby m.in. skutki konsolidacji rynków i instytucji finansowych, stabilności finansowej i zarządzania sytuacjami kryzysowymi<sup>39</sup>.

## 8. Podsumowanie

Stworzenie możliwości udzielenia wsparcia finansowego dla pojedynczych instytucji przez instytucje sieci bezpieczeństwa może stanowić zachętę dla banków do stosowania hazardu moralnego w swojej działalności w tym sensie, że instytucje finansowe będą ponosić zwiększone ryzyko, mając świadomość potencjalnej pomocy uzyskiwanej w przyszłości ze środków publicznych w przypadku niepowodzenia w prowadzeniu biznesu. W efekcie może to kreować podniesiony poziom ryzyka dla całego systemu finansowego. Dodatkowo wsparcie finansowe ze środków publicznych może prowadzić do obniżenia dyscypliny rynkowej oraz wspierania nieefektywności określonych podmiotów rynkowych. Jeśli wsparcie płynnościowe może być w sposób czytelny oddzielone od zabezpieczenia ryzyka kapitałowego, hazard moralny będzie ograniczony do potencjalnych nieprawidłowości w zarządzaniu ryzykiem płynności w banku. Dopuszczenie możliwości wsparcia kapitałowego może natomiast powodować oczekiwania, że instytucja finansowa w UE jest chroniona przed skutkami złego zarządzaniem wszystkimi rodzajami ryzyk. Trzeba jednak odnotować, że skala możliwego udzielenia wspar-

<sup>38</sup> Press release 2753rd Council meeting Economic and Financial Affairs, Luxemburg, 10 October 2006, s. 14.

<sup>39</sup> Rezolucja Parlamentu Europejskiego w sprawie większej konsolidacji usług finansowych (2006/2081(INI)), pkt. 34 i 38.

cia kapitałowego ze strony rządu na rzecz banku jest w Europie istotnie ograniczona, gdyż Komisja Europejska jest bezpośrednio zaangażowana w badanie, czy pomoc publiczna jest udzielona zgodnie z legislacją unijną dotyczącą konkurencji<sup>40</sup>. Ponadto te potencjalne negatywne konsekwencje nie mogą jednak przesłonić korzyści wynikających ze sprawnego zarządzania sytuacjami kryzysowymi w sektorze bankowym i dbania o stabilność sektora finansowego. Funkcjonowanie systemów finansowych i instytucji finansowych opiera się na zaufaniu do niego ze strony klientów, wynikającym m.in. ze stabilności tego sektora gospodarki. Do obniżenia skali ryzyka hazardu moralnego, stosowanego przez banki, powinno przyczynić się także niepublikowanie szczegółów dotyczących sposobu działania odpowiednich władz w przypadku powstania kryzysu finansowego. Ważne jest, aby szczegóły takie znane były wszystkim władzom potencjalnie zaangażowanym w proces zarządzania kryzysowego. Ta konieczność wynika ze złożoności problemu, który musi być często rozwiązany w skali międzynarodowej. Specjaliści podkreślają, że jakaś forma wcześniejszej umowy zawartej między krajami zaangażowanymi w przypadku kryzysu banku świadczącego usługi transgraniczne jest pożądana, jeśli w przypadku systemowo ważnego banku międzynarodowego problem jego niewypłacalności ma być rozwiązany efektywnie, bez powodowania niepotrzebnego stresu dla systemu finansowego i powstawania realnych kosztów społecznych. Potencjalny problem w tym zakresie jest i nie można dopuścić do wydłużonego trwania procesu jego rozwiązywania w przypadku powstania kryzysu<sup>41</sup>.

Istniejące dzisiaj porozumienia między organami władzy z różnych krajów i na poziomie UE mogą być istotne z punktu widzenia wzmocnienia współpracy i wymiany informacji, ale w świetle istniejących problemów wydają się one być niewystarczającymi. Nie są one prawnie wiążące dla krajów członkowskich, nie rozwiązują potrzeby wspólnej oceny sytuacji ani będącego u jej podłoża konfliktu interesów między krajami. Porozumienia te powinny być traktowane jako ważny pierwszy krok w zakresie stworzenia przejrzystych zasad rozwiązywania problemów finansowych, systemowo ważnych międzynarodowych instytucji bankowych, ale nie jako docelowy sposób rozwiązania problemu zarządzania kryzysowego.

W wyniku przeprowadzonej powyżej analizy nasuwają się trzy zasadnicze konkluzje:

- 1) aktualny stan przygotowania do współpracy organów władzy różnych krajów przy rozwiązywaniu problemów systemowych w warunkach rosnącego znaczenia banków międzynarodowych i utrzymywania narodowej odpowiedzialności za nadzór bankowy i stabilność finansową nie jest satys-

<sup>40</sup> Report on Financial Stability..., *op. cit.*, s. 21.

<sup>41</sup> D. Mayes, Preparing..., *op. cit.*, s. 63.

fakcjonujący. Jeśli dzisiaj zostalibyśmy dotknięci kryzysem powstałym w jednej (lub kilku) z najważniejszych instytucji finansowych w Europie, istniejący system regulacyjny i nadzorczy nie okaże się być przygotowanym do tego wyzwania;

- 2) należy uczynić postęp i określić zmodyfikowany system zarządzania kryzysowego zanim problem faktycznie się pojawi. Jeśli bowiem kryzys uderzy w nieprzygotowane władze, wybór rozwiązania może być znacznie ograniczony;
- 3) należy posuwać się stopniowo naprzód w celu poszukiwania docelowego modelu zarządzania kryzysowego w sektorze bankowym.

Na skutek istnienia oczywistych barier politycznych i trudności w poszukiwaniu najlepszego rozwiązania w najbliższej przyszłości należy prowadzić intensywne prace w tym zakresie i jednocześnie skoncentrować się na stopniowym dochodzeniu do rozwiązania problemu zarządzania kryzysowego w krajach Unii Europejskiej<sup>42</sup>. Wyzwaniem intelektualnym jest natomiast poszukiwanie docelowego modelu działania, w celu uniknięcia lub ograniczenia skutków niestabilności europejskim w sektorze finansowym. Kwestia ta powinna stać się przedmiotem intensywnych badań w najbliższej przyszłości.

## 9. Bibliografia

1. Banczerewicz G., Kryteria klasyfikacji i uprzywilejowana pozycja banków ważnych systemowo oraz wyrównywanie szans banków w systemie finansowym, „Bank i Kredyt”, 2005, Nr 11–12.
2. Biała Księga. Polityka w dziedzinie usług finansowych na lata 2005–2010, Komisja Europejska, Bruksela, grudzień 2005 r.
3. Boot A., Supervisory arrangements, LoLR and crisis management in a single European banking market, Sveriges Riksbank Economic Review 2006, No. 2.
4. Borchgrevink H., Moe T. G., Management of financial crises in cross-border banks, Economic Bulletin, Norges Bank, Oslo 2004, No. 4.
5. 2753rd Council meeting Economic and Financial Affairs, Luxemburg, 10 October 2006, press release.
6. Freixas X., Crises Management in Europe, 2003.
7. Goodhart C. A. E., Per Jacobsson Lecture: Some new directions for financial stability?, LSE Special Paper, No. 158, London 2004.
8. Goodhart C. A. E., Schoenmaker D., Burden sharing in a banking crisis in Europe, LSE Financial Market Group, Special Paper No. 164, March 2006.

<sup>42</sup> St. Ingres, Cross-border..., *op. cit.*



9. Ingres St., Cross-border banking regulation – a way forward: The European case. Prezentacja wygłoszona na konferencji na temat międzynarodowej niestabilności finansowej w Federal Reserve Bank of Chicago w dniu 5 października 2006 r. [www.riksbank.se](http://www.riksbank.se)
10. Larsen P. T., Banks 'should practise coping with global crisis', „Financial Times”, 17 November 2006, s. 4.
11. Mayes D., Preparing for cross-border bank failure, The Financial Regulator, Central Banking Publications Ltd, London 2004, Vol. 8, No. 4.
12. Memorandum of Understanding on high-level principles of cooperation between the banking supervisors and central banks of the European Union in crisis management situations, European Central Bank, Press release, 10 March 2003.
13. Memorandum of Understanding on co-operation between the Banking Supervisors, Central Banks and Finance Ministries of the European Union in Financial Crisis situations, European Central Bank, Press release, 18 May 2005.
14. Parker G., Proissl W., EU bank bail-outs proposal defeated, „Financial Times”, 11 September 2006.
15. Raport o stabilności systemu finansowego – 2003, Narodowy Bank Polski, Warszawa 2004.
16. Raport na temat nadzoru finansowego, Komitet Usług Finansowych, Komisja Europejska, Bruksela, 23 lutego 2006 r.
17. Report on Financial Stability, European Commission, Economic Papers, No. 143, May 2000.
18. Report on financial crisis management, European Commission, Economic Paper, July 2001, No. 156.
19. Rezolucja Parlamentu Europejskiego w sprawie większej konsolidacji usług finansowych (2006/2081(INI)).
20. Srejber E., Nadzór ponad granicami, „Gazeta Bankowa”, 2006, Nr 19.
21. Solarz J. K., Organ zarządzania ryzykiem systemowym, w: Bankowość, red. J. Węclawski, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin 2006.
22. Szczepańska O., Podstawowe przesłanki, założenia i struktura sieci bezpieczeństwa finansowego w świetle teorii i doświadczeń międzynarodowych, „Bezpieczny Bank”, 2005, Nr 1.
23. Zuberbuehler D., The Financial Industry in the 21<sup>st</sup> Century – Introduction, Basel 2000.
24. Zuberbuehler D., Implementation of Basel II in Switzerland. Swiss Federal Banking Commission, Press conference 29 April 2004.

**Akty prawne:**

1. Dyrektywa 94/19/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie systemu gwarantowania depozytów (Dz.U. Unii Europejskiej Nr L 135, s. 5–14).
2. Dyrektywa 2001/24/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 4 kwietnia 2001 r. w sprawie reorganizacji i likwidacji instytucji kredytowych (Dz.U. Unii Europejskiej Nr L 125, s. 15–23).
3. Dyrektywa 2006/48/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 14 czerwca 2006 r. w sprawie podejmowania i prowadzenia działalności przez instytucje kredytowe (Dz.U. Unii Europejskiej Nr L 177, poz. 1).
4. Statut Europejskiego Banku Centralnego.

Jacek Sierak, Alojzy Zalewski, Marek Ziólkowski, Marek Jakub Goleń  
Szkoła Główna Handlowa

## **Ocena sytuacji społeczno-gospodarczej i finansowej miast i gmin w Polsce – ranking miast i gmin (synteza badań statutowych)**

### **1. Wprowadzenie**

#### **1.1. Uzasadnienie podjęcia tematu**

Nie ulega wątpliwości, że poziom rozwoju społeczno-gospodarczego konkretnej gminy zależy od spłotu wielu czynników, tkwiących zarówno w jej otoczeniu, jak i wewnątrz gminy. Tworzą one zbiór zewnętrznych i wewnętrznych uwarunkowań funkcjonowania i rozwoju gminy. Rola samorządu gminnego w kreowaniu procesów rozwoju lokalnego jest bardzo istotna. Polega ona na inicjowaniu, organizowaniu i stymulowaniu tego rozwoju. Od aktywności władz gminnych na tym polu zależy w dużym stopniu dynamika lokalnego rozwoju społeczno-gospodarczego, a tym samym wzrost poziomu życia mieszkańców i aktywności gospodarczej, stan ochrony środowiska przyrodniczego i zagospodarowania przestrzennego. W konsekwencji wzrasta konkurencyjność gminy w bliższym i dalszym otoczeniu.

Dlatego też badanie poziomu rozwoju społeczno-gospodarczego gmin należy uznać za ważne zagadnienie. Szczególnie istotne są tu kwestie związane z czynnikami wpływającymi na tempo tego rozwoju, przyczynami zróżnicowań w poziomie rozwoju między poszczególnymi gminami i województwami.

#### **1.2. Cele i zakres badania**

Zespół autorski postawił sobie dwa główne cele badawcze:

- 1) dokonanie oceny prac samorządu miejskiego i gminnego oraz określenie ich roli w kształtowaniu rozwoju lokalnego, co umożliwi ocenić sytuację społeczno-gospodarczą i finansową miast i gmin oraz jakość zarządzania jednostką samorządową;
- 2) dokonanie ocen – rankingu miast i gmin.

Realizacja tak określonych celów badania statutowego pt. „Ocena sytuacji społeczno-gospodarczej i finansowej miast i gmin w Polsce – ranking miast i gmin” obejmowała następujące zadania częściowe:

- 1) opracowanie metodyki i harmonogramu prowadzenia prac, dobór cech diagnostycznych, pozyskanie danych statystycznych z Banku Danych Regionalnych GUS i ich weryfikacja;
- 2) analizy statystyczne i ekonomiczne, zestawienie informacji o miastach i gminach, w tym dokonanie agregacji danych w zakresie: demografii, bazy ekonomicznej, infrastruktury komunalnej (wodociągi, kanalizacja, oczyszczanie ścieków i drogi gminne), sytuacji finansowej (wielkość i źródła dochodów, poziom i struktura wydatków bieżących i inwestycyjnych, struktura działowa wydatków, wyniki finansowe budżetów, źródła finansowania inwestycji, wielkość zadłużenia itp.), stosowania instrumentów zarządzania strategicznego w miastach i gminach;
- 3) dokonanie oceny sytuacji społeczno-gospodarczej i finansowej miast i gmin w Polsce;
- 4) dobór cech i wag oraz opracowanie rankingu miast i gmin według autorskiej metodyki<sup>1</sup>.

Ocenę sytuacji społeczno-gospodarczej i finansowej przeprowadzono w stosunku do wszystkich miast i gmin w Polsce w podziale na typy gmin (gminy miejskie, gminy miejsko-wiejskie i gminy wiejskie) i według grup wielkości oraz miejsca lokalizacji (województwa). Zakres rzeczowy opracowania obejmował takie zagadnienia, jak: demografia i baza ekonomiczna gmin, infrastruktura komunalna, finanse gmin (na tle finansów powiatów i województw samorządowych), instrumenty zarządzania strategicznego rozwojem gminy oraz ranking miast i gmin. Zakres czasowy opracowania obejmował lata 1996–2004. Wybór takiego okresu wynikał z faktu, że począwszy od 1996 roku sprawozdawczość budżetowa jednostek samorządu terytorialnego do końca 2004 roku prowadzona była według jednolitego wzorca, co umożliwiło porównywalność danych w czasie. W tej sytuacji analizę pozostałych problemów dostosowano do okresu 1996–2004.

W niniejszej syntezie badań statutowych, ze względu na jej ograniczone ramy, przedstawiono jedynie wyniki dokonanego rankingu gmin i miast.

<sup>1</sup> Należy zaznaczyć, że w ramach badań statutowych realizowanych przez Katedrę Ekonomiki i Finansów Samorządu Terytorialnego w latach ubiegłych została opracowana metodyka kompleksowej oceny sytuacji społeczno-gospodarczej miast i gmin. Uwzględniała ona szereg wskaźników o charakterze ilościowym i jakościowym, za pomocą których po przeprowadzeniu analiz statystycznych i ekonomicznych oraz nadaniu im należnych wag, możliwe jest dokonanie ogólnych, jak i szczegółowych ocen, a także opracowanie rankingów gmin. W roku akademickim 2002/2003 zostały przeprowadzone, na zlecenie Katedry Ekonomiki i Finansów Samorządu Terytorialnego, badania ankietowe obejmujące ocenę sytuacji społeczno-gospodarczej 500 miast, w tym wszystkich miast powyżej 15 tys. mieszkańców. W wyniku prowadzonych analiz opracowano ranking miast. Badania ankietowe zostały przeprowadzone w okresie sierpień–wrzesień 2003 roku przez Agencję Badawczo-Informacyjną PASAD z Warszawy, wyłonioną w drodze przetargu. Zostały one sfinansowane z badań statutowych i Grantu KBN (nr rej. projektu badawczego 2HO2CO2822).

## 2. Ranking miast i gmin

### 2.1. Metodyka rankingu

Do stworzenia rankingu sytuacji społeczno-gospodarczej wszystkich polskich gmin użyto 10 zmiennych, opartych na danych statystycznych uzyskanych z Banku Danych Regionalnych GUS (BDR). Zmienne te podzielono na cztery grupy tematyczne:

- 1) „Demografia” – w tej grupie znalazła się jedna cecha: względne saldo migracji;
- 2) „Gospodarka lokalna” – z dwiema cechami dotyczącymi liczby podmiotów gospodarczych i liczby bezrobotnych;
- 3) „Finanse gminy” – skonstruowane na zasadzie uwzględnienia trzech najważniejszych wskaźników dochodów i wydatków gminy;
- 4) „Infrastruktura komunalna i mieszkalnictwo” – uwzględniająca trzy cechy opisujące ilościowy stan gminnej infrastruktury oraz jedną cechę dotyczącą mieszkalnictwa.

Szczegółowy wykaz zmiennych wraz z wagami im przyporządkowanymi przedstawia tabela 1.

**Tabela 1. Cechy i ich wagi**

Cechy	Waga cząstkowa cechy ( $w_k$ )	Waga grupy cech
<b>I. Demografia</b>		
1. Względne saldo migracji (w przeliczeniu na 1000 mieszkańców)	0,15	0,15
<b>II. Gospodarka lokalna</b>		
2. Liczba bezrobotnych w przeliczeniu na 1000 mieszkańców w wieku produkcyjnym	0,125	0,25
3. Liczba podmiotów gospodarczych w przeliczeniu na 1000 mieszkańców w wieku produkcyjnym	0,125	
<b>III. Finanse gminy</b>		
4. Dochody gminy ogółem <i>per capita</i>	0,1	0,30
5. Dochody własne gminy <i>per capita</i>	0,1	
6. Wydatki inwestycyjne gminy <i>per capita</i>	0,1	
<b>IV. Infrastruktura komunalna i mieszkalnictwo</b>		
7. Udział ludności korzystającej z wodociągu	0,075	0,30
8. Udział ludności korzystającej z kanalizacji sanitarnej	0,075	
9. Udział ścieków oczyszczonych z podwyższonym usuwaniem biogenów w ogólnej ilości odprowadzanych ścieków	0,075	
10. Liczba mieszkań w przeliczeniu na 1000 mieszkańców	0,075	

Źródło: opracowanie własne.

Ranking, w którym obok kilkuset tysięcy miast znajdują się miasta kilkunastotysięczne czy niewielkie gminy wiejskie, nie jest prawidłowym zestawieniem, przede wszystkim z powodu różnorodnych funkcji, jakie pełnią gminy, różnej wielkości w sieci osadniczej, dlatego zbiór 2478 gmin został podzielony na grupy wielkości i dopiero w takim kształcie zostały stworzone właściwe rankingi.

Rankingi te powstały zgodnie z jedną z metod taksonomicznych, opartej na znormalizowanych wartościach cech diagnostycznych<sup>2</sup>. Za podstawę normalizacji cechy diagnostycznej przyjęto maksymalną wartość cechy w danej grupie wielkości gmin, natomiast wartość syntetycznego miernika rankingowego ustalono zgodnie z dopuszczalną metodycznie metodą ważonej sumy znormalizowanych cech diagnostycznych zgodnie z wagami ( $w_k$ ) zaprezentowanymi w tabeli 1. Wartość syntetycznego miernika rankingowego każdej gminy obliczona została na podstawie wzoru:

$$z_i = \sum_{k=1}^K w_k z_{ik},$$

gdzie:

$k$  – jest kolejną cechą,

$i$  – kolejną gminą w danej grupie wielkości gmin,

a znormalizowana wartość cechy diagnostycznej  $z_{ik}$  obliczana jest według wzoru:

$$z_{ik} = \frac{x_{ik}}{x_{Ok}},$$

gdzie:

$x_{ik}$  – jest wartością  $k$ -tej cechy diagnostycznej dla  $i$ -tej gminy w danej grupie wielkości gmin, a

$$x_{Ok} = \max_i \{x_{ik}\}.$$

Ponieważ wykorzystana metoda tworzenia rankingów wymaga, aby wszystkie cechy diagnostyczne były stymulantami, przekształcono więc wartości cechy „Liczba bezrobotnych w przeliczeniu na 1000 mieszkańców w wieku produkcyjnym” na ich odwrotności. Ponadto cecha „Względne saldo migracji (w przeliczeniu na 1000 mieszkańców)” w zbiorze wszystkich gmin przyjmuje wartości w przedziale  $\langle -31,19 ; 74,4 \rangle$  i pozostawienie jej bez zmian mogłoby skutkować w skrajnych przypadkach powstaniem ujemnej wartości syntetycznego miernika

<sup>2</sup> E. Nowak, Metody taksonomiczne w klasyfikacji obiektów społeczno-gospodarczych, PWE, Warszawa 1990, s. 89–91.

rankingowego. Zatem w celu wyeliminowania takiego ryzyka każdą wartość pierwotną  $x_{il}$  powiększono o stałą równą 32,0.

## 2.2. Wyniki rankingu

Poniżej zaprezentowano rankingi gmin w sześciu grupach wielkości. Ze względu na dużą liczbę gmin w pierwszych trzech grupach wielkości zdecydowano o zamieszczeniu listy zawierającej tylko 30 gmin z najwyższymi wartościami miernika syntetycznego.

### 2.2.1. Gminy o liczbie ludności do 10 000

W tej grupie wielkości znajdują się 1643 gminy. Gminy, które otrzymały najwyższe wartości miernika syntetycznego, przedstawia tabela 2.

**Tabela 2. Gminy o liczbie ludności do 10 000**

Gmina	Powiat	Województwo	Wartość miernika syntetycznego
1. Kleszczów	bełchatowski	łódzkie	0,622
2. Rewal	gryficki	zachodniopomorskie	0,470
3. Krynica Morska	nowodworski gdański	pomorskie	0,445
4. Łeba	łęborski	pomorskie	0,413
5. Mielno	koszaliński	zachodniopomorskie	0,412
6. Jastarnia	pucki	pomorskie	0,406
7. Kosakowo	pucki	pomorskie	0,398
8. Międzyzdroje	kamieński	zachodniopomorskie	0,398
9. Osiesko	bydgoski	kujawsko-pomorskie	0,381
10. Rokietnica k. Szamotuł	poznański	wielkopolskie	0,362
11. Dziwnów	kamieński	zachodniopomorskie	0,360
12. Goczałkowice Zdrój	pszczyński	śląskie	0,360
13. Jerzmanowa	głogowski	dolnośląskie	0,353
14. Kołbaskowo	policki	zachodniopomorskie	0,352
15. Ustronie Morskie	kołobrzeski	zachodniopomorskie	0,350
16. Krupski Młyn	tarnogórski	śląskie	0,348
17. Podkowa Leśna	grodziski mazowiecki	mazowieckie	0,347
18. Szczawno Zdrój	wałbrzyski	dolnośląskie	0,344
19. Kunice	legnicki	dolnośląskie	0,343
20. Kołobrzeg gmina	kołobrzeski	zachodniopomorskie	0,340
21. Łęknica	żarski	lubuskie	0,334

## cd. tabeli 2

Gmina	Powiat	Województwo	Wartość miernika syntetycznego
22. Słupno	płocki	mazowieckie	0,334
23. Polanica Zdrój	kłodzki	dolnośląskie	0,326
24. Dywity	olsztyński	warmińsko-mazurskie	0,322
25. Wielka Nieszawka	toruński	kujawsko-pomorskie	0,321
26. Puszczykowo	poznański	wielkopolskie	0,319
27. Białowieża	hajnowski	podlaskie	0,318
28. Rudna	lubliński	dolnośląskie	0,317
29. Stawiguda	olsztyński	warmińsko-mazurskie	0,317
30. Czernica	wrocławski	dolnośląskie	0,316

Źródło: opracowanie własne.

## 2.2.2. Gminy o liczbie ludności 10 001–20 000

W tej grupie wielkości znajduje się 512 gmin. Gminy, które otrzymały najwyższe wartości miernika syntetycznego, przedstawia tabela 3.

Tabela 3. Gminy o liczbie ludności 10 001–20 000

Gmina	Powiat	Województwo	Wartość miernika syntetycznego
1. Kobierzyce	wrocławski	dolnośląskie	0,637
2. Tarnowo Podgórne	poznański	wielkopolskie	0,571
3. Suchy Las	poznański	wielkopolskie	0,562
4. Dobra (Szczecińska)	policki	zachodniopomorskie	0,515
5. Lesznów	piaseczyński	mazowieckie	0,515
6. Michałowice	pruszkowski	mazowieckie	0,514
7. Władysławowo	pucki	pomorskie	0,498
8. Komorniki	poznański	wielkopolskie	0,480
9. Nadarzyn	pruszkowski	mazowieckie	0,474
10. Stare Babice	warszawski zachodni	mazowieckie	0,463
11. Raszyn	pruszkowski	mazowieckie	0,462
12. Kolbudy	gdański	pomorskie	0,453
13. Białe Błota	bydgoski	kujawsko-pomorskie	0,453
14. Ustka	słupski	pomorskie	0,449
15. Dopiewo	poznański	wielkopolskie	0,444
16. Dobrzeń Wielki	opolski	opolskie	0,441



## cd. tabeli 3

Gmina	Powiat	Województwo	Wartość miernika syntetycznego
17. Pawłowice	pszczyński	śląskie	0,432
18. Zielonki	krakowski	małopolskie	0,430
19. Ustroń	cieszyński	śląskie	0,429
20. Pruszcz Gdański	gdański	pomorskie	0,419
21. Lubin	lubiński	dolnośląskie	0,417
22. Błonie	warszawski zachodni	mazowieckie	0,416
23. Puck	pucki	pomorskie	0,415
24. Supraśl	białostocki	podlaskie	0,415
25. Rawa Mazowiecka	rawski	łódzkie	0,414
26. Świerklany	rybnicki	śląskie	0,410
27. Święta Katarzyna	wrocławski	dolnośląskie	0,409
28. Bieruń	bieruńsko-lędziński	śląskie	0,408
29. Człuchów	człuchowski	pomorskie	0,407
30. Solec Kujawski	bydgoski	kujawsko-pomorskie	0,407

Źródło: opracowanie własne.

### 2.2.3. Gminy o liczbie ludności 20 001–50 000

W tej grupie wielkości znajduje się 231 gmin. Gminy o najwyższych wartościach miernika syntetycznego przedstawia tabela 4.

**Tabela 4. Gminy o liczbie ludności 20 001–50 000**

Gmina	Powiat	Województwo	Wartość miernika syntetycznego
1. Polkowice	polkowicki	dolnośląskie	0,743
2. Łomianki	warszawski zachodni	mazowieckie	0,717
3. Sopot	Sopot	pomorskie	0,711
4. Swarzędz	poznański	wielkopolskie	0,704
5. Pruszcz Gdański	gdański	pomorskie	0,691
6. Świnoujście	Świnoujście	zachodniopomorskie	0,662
7. Gryfino	gryfiński	zachodniopomorskie	0,643
8. Żywiec	żywiecki	śląskie	0,640
9. Bogatynia	zgorzelecki	dolnośląskie	0,637
10. Krosno	Krosno	podkarpackie	0,635

## cd. tabeli 4

Gmina	Powiat	Województwo	Wartość miernika syntetycznego
11. Czerwonak	poznański	wielkopolskie	0,630
12. Kołobrzeg	kołobrzegi	zachodniopomorskie	0,628
13. Ożarów Mazowiecki	warszawski zachodni	mazowieckie	0,621
14. Konstancin-Jeziorna	piaseczyński	mazowieckie	0,615
15. Sandomierz	sandomierski	świętokrzyskie	0,596
16. Zakopane	tatrzański	małopolskie	0,595
17. Cieszyn	cieszyński	śląskie	0,593
18. Police	policki	zachodniopomorskie	0,592
19. Skierniewice	Skierniewice	łódzkie	0,581
20. Kościan	kościański	wielkopolskie	0,580
21. Szamotuły	szamotulski	wielkopolskie	0,574
22. Oświęcim	oświęcimski	małopolskie	0,574
23. Bolesławiec	bolesławiecki	dolnośląskie	0,572
24. Nowy Targ	nowotarski	małopolskie	0,570
25. Kozienice	kozienicki	mazowieckie	0,569
26. Goleniów	goleniowski	zachodniopomorskie	0,568
27. Dębno	myśliborski	zachodniopomorskie	0,561
28. Piastów	pruszkowski	mazowieckie	0,560
29. Brzeszcze	oświęcimski	małopolskie	0,559
30. Lubliniec	lubliniecki	śląskie	0,558

Źródło: opracowanie własne.

### 2.2.4. Miasta o liczbie ludności 50 001–100 000

W tej grupie wielkości znajdują się 53 miasta. Ich wartości miernika syntetycznego przedstawia tabela 5.

Tabela 5. Gminy o liczbie ludności 50 001–100 000

Miasto	Wartość miernika syntetycznego
1. Piaseczno	0,837
2. Leszno	0,744
3. Słupsk	0,740
4. Suwałki	0,736
5. Pruszków	0,732
6. Będzin	0,674

cd. tabeli 5

<b>Miasto</b>	<b>Wartość miernika syntetycznego</b>
7. Siemianowice Śląskie	0,664
8. Łomża	0,663
9. Konin	0,663
10. Puławy	0,660
11. Piła	0,660
12. Siedlce	0,655
13. Zamość	0,651
14. Kędzierzyn-Koźle	0,648
15. Jelenia Góra	0,641
16. Ostrołęka	0,640
17. Głogów	0,637
18. Świdnica	0,635
19. Nowy Sącz	0,631
20. Jaworzno	0,630
21. Racibórz	0,629
22. Ostrów Wielkopolski	0,629
23. Tarnobrzeg	0,624
24. Lubin	0,623
25. Chełm	0,620
26. Elk	0,614
27. Stargard Szczeciński	0,611
28. Gniezno	0,610
29. Zgierz	0,607
30. Ostrowiec Świętokrzyski	0,606
31. Biała Podlaska	0,602
32. Zawiercie	0,600
33. Tczew	0,599
34. Jastrzębie Zdrój	0,594
35. Chrzanów	0,593
36. Olkusz	0,592
37. Piotrków Trybunalski	0,591
38. Grudziądz	0,586
39. Mysłowice	0,586
40. Nysa	0,581
41. Żory	0,580
42. Tomaszów Mazowiecki	0,575
43. Tarnowskie Góry	0,572

## cd. tabeli 5

Miasto	Wartość miernika syntetycznego
44. Inowrocław	0,571
45. Przemyśl	0,565
46. Starachowice	0,561
47. Legionowo	0,548
48. Bełchatów	0,541
49. Mielec	0,536
50. Pabianice	0,532
51. Stalowa Wola	0,513
52. Piekary Śląskie	0,513
53. Świętochłowice	0,509

Źródło: opracowanie własne.

## 2.2.5. Miasta o liczbie ludności 100 001–248 000

W tej grupie wielkości znajduje się 26 miast. Ich wartości miernika syntetycznego przedstawia tabela 6.

**Tabela 6. Gminy o liczbie ludności od 100 tys. do 248 tys.**

Miasto	Wartość miernika syntetycznego
1. Olsztyn	0,818
2. Opole	0,813
3. Bielsko-Biała	0,801
4. Płock	0,761
5. Rzeszów	0,760
6. Gliwice	0,751
7. Zielona Góra	0,749
8. Toruń	0,746
9. Koszalin	0,737
10. Kalisz	0,732
11. Dąbrowa Górnicza	0,728
12. Gorzów Wielkopolski	0,727
13. Rybnik	0,711
14. Włocławek	0,703
15. Elbląg	0,702
16. Ruda Śląska	0,701
17. Legnica	0,697
18. Zabrze	0,694
19. Tarnów	0,684

**cd. tabeli 6**

<b>Miasto</b>	<b>Wartość miernika syntetycznego</b>
20. Sosnowiec	0,678
21. Tychy	0,656
22. Bytom	0,644
23. Kielce	0,630
24. Chorzów	0,625
25. Radom	0,592
26. Wałbrzych	0,582

Źródło: opracowanie własne.

**2.2.6. Miasta o liczbie ludności powyżej 248 000**

W tej grupie wielkości znajduje się 26 miast. Ich wartości miernika syntetycznego przedstawia tabela 7.

**Tabela 7. Gminy o liczbie ludności powyżej 248 000**

<b>Miasto</b>	<b>Wartość miernika syntetycznego</b>
1. Warszawa	0,890
2. Katowice	0,788
3. Poznań	0,780
4. Wrocław	0,773
5. Kraków	0,768
6. Gdańsk	0,755
7. Gdynia	0,747
8. Białystok	0,694
9. Bydgoszcz	0,690
10. Łódź	0,637
11. Częstochowa	0,637
12. Szczecin	0,633
13. Lublin	0,624

Źródło: opracowanie własne.

Wyniki rankingu gmin wydają się przełamywać ogólnie funkcjonujące przekonanie o podziale kraju na „Polskę A” i „Polskę B”, głównie w zależności od odległości od zachodniej granicy, czy od położenia względem Wisły. O ile czynnik ten, jak się wydaje, ma znaczenie, to podział na Polskę „A” i „B” uzależniony jest raczej od położenia peryferyjnego w stosunku do aglomeracji dużych miast.

Najwyraźniejszymi przykładami takich obszarów peryferyjnych są:

- Karpaty,
- okolice Chełma i Zamościa,
- okolice Radomia i duża część woj. świętokrzyskiego,
- północna część woj. lubelskiego wraz z przygraniczem woj. mazowieckiego,
- okolice Ostrołęki,
- północno-zachodnia część woj. mazowieckiego,
- okolice Kutna.

Oprócz nich można jednak wskazać obszary już nie tak wyraźne i jedno-rodne w ocenie, ale wciąż cechujące się słabszymi ocenami gmin:

- okolice Zielonej Góry,
- południowa część woj. pomorskiego,
- okolice południowej części granicy województw opolskiego i dolnośląskiego.

W kontekście przedstawionej tezy na szczególną uwagę zasługują gminy woj. podlaskiego, położone w okolicach Białegostoku, które przemawiają za postawioną tezą o słabszych gminach w ramach aglomeracji, natomiast w południowej – peryferyjnej części – województwa przeciwko tej tezie.

Ogólnie należy stwierdzić jednak wysokie zróżnicowanie poziomu rozwoju społeczno-gospodarczego miast i gmin w Polsce. Wyrazem tego jest bardzo wysoka zmienność i rozpiętość wartości ocen syntetycznych zaprezentowanych na kartogramach oraz w powyższych zestawieniach. Wyjątkiem jest jedynie najliczniejsza grupa gmin najmniejszych, gdzie oceny koncentrują się w przedziale [0,184; 0,253], co z kolei świadczy o bardzo niskim poziomie rozwoju społeczno-gospodarczego tej grupy gmin.

### 3. Podsumowanie

W badaniu statutowym dokonano oceny zmian w poziomie i stopniu zróżnicowania rozwoju społeczno-gospodarczego miast i gmin w Polsce w latach 1996–2004. Oceny tej dokonano w podziale na: kategorie gmin (wiejskie, miejsko-wiejskie i miejskie), wielkość gmin (do 10 tys. mieszkańców, 10–20 tys. mk, 20–50 tys. mk, 50–100 tys. mk, 100–248 tys. mk i powyżej 248 tys. mk) oraz poszczególne województwa. Analizą objęto następujące zagadnienia (jej zakres determinowany był przez dostępność porównywalnych danych statystycznych dla wszystkich gmin i przyjętego przedziału czasowego – lata 1996–2004):

- demografię – liczba ludności, struktura ludności według grup ekonomicznych,
- bazę ekonomiczną – podmioty gospodarcze, liczba pracujących, liczba rejestrowanych bezrobotnych,

- infrastrukturę komunalną – wodociągi, kanalizacja, oczyszczanie ścieków, drogi gminne,
- finanse – wielkość i źródła dochodów, poziom i struktura wydatków bieżących i inwestycyjnych, struktura działowa wydatków, wyniki finansowe budżetów, źródła finansowania inwestycji, wielkość zadłużenia,
- stosowanie instrumentów zarządzania strategicznego – strategia rozwoju, wieloletnie plany inwestycyjne i finansowe, studia i plany przestrzenne.

W badaniu statutowym opracowano także ranking miast i gmin (według autorskiej metodyki) uwzględniający 10 cech, charakteryzujących ich poziom rozwoju społeczno-gospodarczego.

Na tle przeprowadzonej analizy można stwierdzić, że mimo niewątpliwych postępów w latach 1996–2004 nadal utrzymują się znaczne różnice w poziomie rozwoju społeczno-gospodarczego gmin w Polsce. Omawiane czynniki w różny sposób i w zróżnicowanym stopniu wpływają na rozwój społeczno-gospodarczy i potencjał rozwojowy gmin. Każda gmina lub grupa gmin kumuluje oddziaływania zarówno pozytywne, jak i negatywne, a ostateczny rezultat zależy od relacji i siły tych oddziaływań. Precyzyjne określenie wpływu oddziaływań pozytywnych i negatywnych na sytuację gospodarczą i możliwości rozwoju gmin jest bardzo trudne. Mimo to wydaje się, że głównymi czynnikami określającymi potencjał rozwojowy gmin jest ich baza ekonomiczna oraz stopień wyposażenia w infrastrukturę komunalną. Tym samym w mniejszym lub większym stopniu są realizowane cele funkcjonowania sfery użyteczności publicznej. Przyczyny tego stanu rzeczy są wielorakie. Wynikają one m.in. z:

- zaszłości historycznych,
- położenia geograficznego,
- zróżnicowań bazy ekonomicznej,
- sytuacji demograficznej,
- potencjału finansowego,
- umiejętności zarządzania gminą.

Ogólnie można stwierdzić, że poziom rozwoju społeczno-gospodarczego i potencjał rozwojowy gmin zwiększa się w miarę wzrostu ich wielkości. Najlepsza sytuacja pod tym względem jest w największych miastach i w gminach z nimi sąsiadujących (aglomeracje miejskie) oraz w województwach zachodnich, południowo-zachodnich i północnych. Świadczy o tym zarówno rosnąca atrakcyjność lokalizacyjna, jak i malejąca, wraz ze wzrostem wielkości gminy, stopa bezrobocia.

Publikowane dotychczas wyniki badań oceniających sytuację społeczno-gospodarczą i finansową gmin w Polsce oraz rankingujących gminy ograniczają się do wyboru wskaźników charakteryzujących wybrane elementy sytuacji finansowej, czy też atrakcyjności lokalizacyjnej gmin. Brakuje natomiast podejścia komplek-

sowego, ujmującego walory gospodarcze i infrastrukturalne, sytuację finansową, stosowanie nowoczesnych metod zarządzania gminą (zarządzanie strategiczne).

Tę lukę próbuje wypełnić niniejsze badanie statutowe. Autorzy starali się wziąć pod uwagę jak największą liczbę cech, aby jak najbardziej kompleksowo przedstawić potencjał społeczno-gospodarczy i finansowy gmin w Polsce. Dokonany tu ranking miast i gmin został oparty na 10 cechach, chyba dobrze odzwierciedlających ich aktualny poziom rozwoju społeczno-gospodarczego.



## **Rynek fuzji i przejęć w Polsce na początku XXI wieku**

### **1. Wprowadzenie**

Fuzje i przejęcia są alternatywą dla wewnętrznego wzrostu przedsiębiorstw. Wartość transakcji fuzji i przejęć jest związana z wartością inwestycji w gospodarce, a w konsekwencji jest uzależniona od cyklu gospodarczego.

Płynny rynek fuzji i przejęć jest niewątpliwie istotny dla gospodarki. W aspekcie rozwoju przedsiębiorstw daje on możliwość uzyskania skokowego wzrostu skali działania oraz korzyści synergii, pozwalających na bardziej efektywne używanie dotychczasowych aktywów firmy. Z punktu widzenia akcjonariuszy sprzedających umożliwia on zakończenie inwestycji inwestorom, którzy bądź to zdecydowali się na zrealizowanie wartości, bądź nie są w stanie efektywnie zarządzać przedsiębiorstwem.

Należy oczywiście zwrócić uwagę na fakt, że transakcje fuzji i przejęć nie powinny być oceniane jako jednoznacznie pozytywne dla gospodarki. W szczególności korzyści synergii widziane przez pryzmat akcjonariuszy jako sposób zwiększenia wartości ich akcji, z punktu widzenia innych interesariuszy przedsiębiorstwa mogą nieść negatywne konsekwencje. Fuzja dwóch dużych podmiotów może prowadzić do: zmniejszenia zatrudnienia w połączonej firmie, polepszenia pozycji negocjacyjnej w stosunku do dostawców, przekładającej się na obniżenie marż uzyskiwanych przez dostawców oraz polepszenie pozycji negocjacyjnej w stosunku do klientów, które może powodować podwyższenie cen produktów i usług oferowanych klientom oraz obniżenie jakości oferowanych usług.

Biorąc pod uwagę aktualność i kontrowersyjność tematu, pozwolę sobie zaprezentować analizę sytuacji i trendów na rynku fuzji i przejęć w Polsce oraz ocenę podstawowych barier i czynników wpływających na dalszy rozwój tego rynku.

### **2. Rynek fuzji i przejęć – rys historyczny**

Do 1990 roku rynek fuzji i przejęć w Polsce praktycznie nie istniał. Decyzje dotyczące łączenia i podziału przedsiębiorstw miały charakter administracyjny, a nie rynkowy. Rozwój rynku fuzji i przejęć jest więc nierozzerwalnie związany z transformacją polskiej gospodarki.

W pierwszej połowie lat 90. rynek fuzji i przejęć był związany z prywatyzacją przedsiębiorstw państwowych. Najważniejszym nabywcą tego rodzaju przedsiębiorstw były duże firmy zagraniczne. Podstawowym motywem realizacji transakcji była chęć zdobycia udziału w rynku, który wcześniej był dla tych firm niedostępny. Najważniejszym graczem na tym rynku były w konsekwencji koncerny transnarodowe.

Wraz z rozwojem krajowego sektora prywatnego w drugiej połowie lat 90. coraz większe znaczenie zaczęły odgrywać transakcje nie związane z prywatyzacją. Akumulacja krajowego kapitału prowadziła do zwiększenia znaczenia inwestorów krajowych, a wzrost atrakcyjności inwestycyjnej polskiej gospodarki zachęcał do angażowania środków inwestorów finansowych, w tym funduszy podwyższonego ryzyka. Uczestnikami rynku fuzji i przejęć stali się polscy przedsiębiorcy oraz holdingi tworzone najczęściej na bazie byłych centrali handlu zagranicznego.

Kryzys rosyjski z 1998 roku spowodował chwilowe zmniejszenie zainteresowania zagranicznych przedsiębiorstw inwestowaniem w Polsce. Wynikało to, z jednej strony, z pogorszenia sytuacji gospodarczej, z drugiej zaś ze zmiany postrzegania przez nie atrakcyjności inwestycji na rynkach wschodzących, do których również zaliczali rynek polski.

W latach 1999–2000 można było obserwować kolejną falę wzrostu na rynku fuzji i przejęć w Polsce. Była ona związana z globalnym przyspieszeniem procesów konsolidacyjnych, zwłaszcza w sektorach nowych technologii (telekomunikacja, Internet, media) oraz w sektorze finansowym.

W latach 2001–2003 można było zaobserwować znaczącą dekonjunkturę na rynku fuzji i przejęć w Polsce. Ich liczba zmniejszyła się o 34%, a wartość o 57% (por. tabela 1)<sup>1</sup>. Spadek ten był niewątpliwie rezultatem zachodzących na skalę globalną procesów recesyjnych, jak również obniżenia tempa wzrostu na rynku krajowym. W tym okresie istotnie zmniejszyła się wartość zagranicznych transakcji fuzji i przejęć. Symptomatyczne jest to, że spadek wartości fuzji i przejęć był skorelowany ze spadkiem wartości inwestycji w gospodarce.

W 2003 roku można było zauważyć zwiększenie tempa wzrostu gospodarczego, któremu towarzyszył wzrost wartości indeksu giełdowego WIG. Wzrost gospodarczy przełożył się na wzrost wartości realizowanych transakcji fuzji i przejęć z jednorocznym opóźnieniem. W konsekwencji 2004 rok okazał się przełomowy. W roku tym wartość zawartych transakcji zwiększyła się ponad dwukrotnie do poziomu 6,2 mld PLN (szczegółowe dane zaprezentowano w tabeli 1). Najważniejszymi czynnikami wpływającymi na rozwój rynku w 2004 roku było

<sup>1</sup> Badanie dotyczące transakcji kapitałowych w Europie Środkowej i Wschodniej, w przewidywaniu tendencji spadkowej, PricewaterhouseCoopers, Warszawa 2002, s. 2–12.

wejście Polski do Unii Europejskiej oraz znacznie lepsza koniunktura gospodarcza, co skłaniało przedsiębiorstwa do podejmowania decyzji co do ekspansji rynkowej, w tym poprzez fuzje i przejęcia.

**Tabela 1. Liczba i wartość transakcji fuzji i przejęć w Polsce w latach 2001–2004**

Wyszczególnienie	2001	2002	2003	2004
Liczba transakcji	207	259	245	293
Wartość transakcji (w mln USD)	2800	3100	2900	6220
Wartość transakcji z udziałem inwestora zagranicznego (w %)		56	46	45
Wartość transakcji z przejęciem pakietu kontrolnego (w %)		42	50	b.d.

Źródło: Badanie fuzji i przejęć w regionie w 2002, 2003, 2004 roku, raporty opublikowane na stronie internetowej, 2003, 2004, 2005, 2006 [www.pwc.com](http://www.pwc.com)

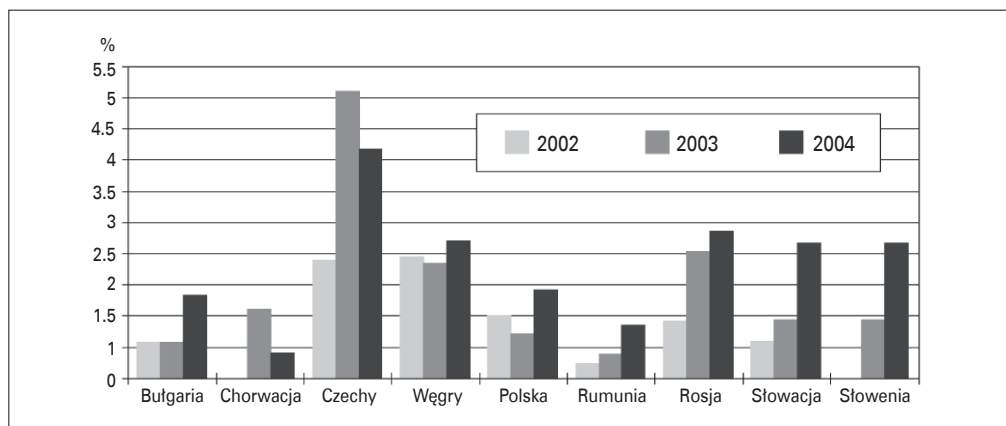
Analiza dotychczasowej historii krajowego rynku fuzji i przejęć pozwala wysnuć następujące wnioski:

- 1) rynek fuzji i przejęć w warunkach polskich podlega wahaniom cyklicznym podobnie jak w krajach rozwiniętych. Wartość rynku fuzji i przejęć jest więc uzależniona od koniunktury gospodarczej oraz inwestycji brutto w gospodarce;
- 2) cechą szczególną rynku polskiego, po 2003 roku, w porównaniu z krajami ościennymi jest stosunkowo duży udział krajowych inwestorów, jako firm przejmujących, na rynku fuzji i przejęć. Zjawisko to należy ocenić pozytywnie, oznacza bowiem, że krajowe przedsiębiorstwa stają się aktywnymi graczami na tym rynku.

### 3. Rynek fuzji i przejęć – znaczenie w gospodarce

Znaczenie rynku fuzji i przejęć w gospodarce oraz jego płynność mogą być określane za pomocą relacji wartości rynku fuzji i przejęć do wartości PKB. W latach 2002–2004 relacja ta wahała się między 0,8% a 1,5% – mniej niż w krajach „starej” Unii Europejskiej, gdzie wskaźnik wynosił w tym okresie 7–8%<sup>2</sup>. Oznacza to, że krajowy rynek fuzji i przejęć jest znacznie mniej płynny niż w Unii Europejskiej.

<sup>2</sup> Badanie fuzji i przejęć w regionie w 2002, 2003, 2004 roku, raporty opublikowane na stronie internetowej, 2003, 2004, 2005, [www.pwc.com](http://www.pwc.com)

**Rysunek 1. Wartość transakcji fuzji i przejęć w stosunku do PKB w latach 2002–2004**

Źródło: Badanie fuzji i przejęć w regionie w 2004 roku. Jeden krok wyżej, raport opublikowany na stronie internetowej, 2005, [www.pwc.com](http://www.pwc.com), s. 5.

Warto rozważyć czynniki, które wpływają na wciąż niski udział rynku fuzji i przejęć w gospodarce.

**Pierwszym elementem**, na który należy zwrócić uwagę, jest relatywnie niskie zainteresowanie angażowaniem kapitału w naszym kraju przez inwestorów zagranicznych. Podczas gdy udział transakcji fuzji i przejęć w PKB jest jednym z najniższych wśród naszych sąsiadów, to jednocześnie udział krajowych transakcji fuzji i przejęć jest jednym z najwyższych.

**Po drugie**, relatywnie niski jest udział transakcji fuzji i przejęć realizowanych przez aktywnych inwestorów finansowych – fundusze podwyższonego ryzyka. Do 2002 roku średnia roczna wartość transakcji wykupów lewarowanych i menedżerskich nie przekraczała 80 mln PLN, czyli zaledwie około 1% wartości wszystkich realizowanych w Polsce transakcji fuzji i przejęć. Należy porównać to z krajami UE, w których wskaźnik ten średnio jest nawet 10-krotnie wyższy.

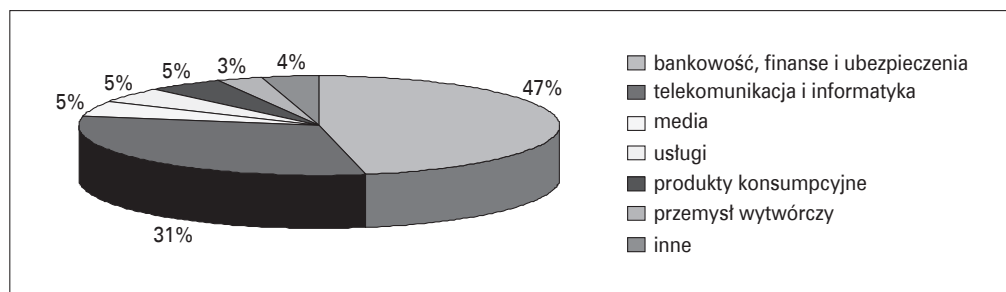
Do 2003 roku polskie przedsiębiorstwa rzadko decydowały się na rozwój zewnętrzny. Ta sytuacja, zdaniem autora, była związana ze splotem kilku niekorzystnych czynników.

- utrudnione były możliwości finansowania transakcji fuzji i przejęć. Z jednej strony banki i instytucje finansowe bardzo selektywnie udzielały kredytów przeznaczonych na finansowanie transakcji fuzji i przejęć (ang. *leveraged finance*). Z drugiej zaś dekonunktura na rynku w latach 2001–2003 powodowała, że bardzo utrudniona była możliwość sfinansowania nabycia przedsiębiorstw poprzez publiczną emisję akcji na giełdzie papierów wartościowych;

- polskie firmy nie miały odpowiedniego doświadczenia ani wzorców wypracowanych wewnątrz organizacji, które by zachęcały firmy do podejmowania transakcji fuzji i przejęć, jako realnej alternatywy wzrostu wewnętrznego;
- również skala działania i zgromadzone zasoby kapitałowe w większości polskich przedsiębiorstw nie pozwalały na skuteczną realizację transakcji.

Należy również wspomnieć o skoncentrowaniu transakcji fuzji i przejęć w kilku branżach gospodarki. Większość transakcji fuzji i przejęć do 2001 roku była realizowana w sektorze finansowym i telekomunikacyjnym, które to dwa sektory, przykładowo, w 2001 roku stanowiły aż 78%<sup>3</sup> całości transakcji. Oznacza to, że rozwój rynku fuzji i przejęć w Polsce miał w tym okresie charakter selektywny i dotyczył tylko kilku sektorów gospodarki.

### Rysunek 2. Rynek fuzji i przejęć w podziale według sektorów gospodarki (dane na 2001 rok)



Źródło: Badanie dotyczące transakcji..., *op. cit.*, s. 3.

Z przeprowadzonej przez autora analizy wynika jednak, że obecnie perspektywy rozwoju rynku fuzji i przejęć są znacznie bardziej korzystne.

Wejście Polski do UE spowodowało istotny wzrost zainteresowania przejmowaniem polskich przedsiębiorstw przez podmioty zagraniczne. Jest to, z jednej strony, związane ze zmniejszeniem się percepcji ryzyka inwestycyjnego przez zagranicznych inwestorów, a z drugiej strony z wysoką konkurencyjnością polskich przedsiębiorstw. Sprawia to, że przedsiębiorstwa zagraniczne inwestują w Polsce zarówno dla pozyskania udziału w dużym i rosnącym rynku krajowym, jak i w celu realokacji produkcji do naszego kraju, co jest ukierunkowane na obniżenie kosztów działalności.

Warto zwrócić uwagę na rosnące znaczenie inwestorów finansowych, szczególnie funduszy podwyższonego ryzyka, na polskim rynku fuzji i przejęć. Coraz częściej decydują się one na przejęcie kontroli nad przedsiębiorstwem w drodze wykupu, a nie inwestycje w pakiet mniejszościowy. Podczas gdy w latach

<sup>3</sup> Badanie dotyczące transakcji... *op. cit.*, s. 3.

1999–2001 wartość transakcji wykupu stanowiła 20–40%<sup>4</sup> całości inwestycji funduszy podwyższonego ryzyka, to w latach 2003–2004 wartość ta istotnie wzrosła i osiągnęła poziom 70–80%<sup>5</sup>. Dalszy wzrost znaczenia inwestorów finansowych na rynku fuzji i przejęć byłby możliwy w przypadku spadku wycen rynkowych spółek na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Niższe ceny oznaczałyby dla inwestorów finansowych możliwość zrealizowania wyższego zwrotu na inwestycjach w przyszłości. Również z punktu widzenia sprzedających mogłoby to z kolei prowadzić do zwiększenia atrakcyjności funduszy kapitału podwyższonego ryzyka jako potencjalnych kupujących.

Najistotniejsze i niewątpliwie pozytywne zmiany dotyczące rynku fuzji i przejęć zachodzą w segmencie przedsiębiorstw krajowych. Jest kilka czynników, które mają pozytywny wpływ na te zmiany.

**Po pierwsze**, powstała grupa polskich przedsiębiorstw, które efektywnie realizują transakcje fuzji i przejęć. Do godnych uwagi przykładów należy zaliczyć firmę Maspex, producenta soków i markowych produktów suchych, która sukces na rynku krajowym osiągnęła za sprawą akwizycji kilku firm spożywczych (w tym firm Tymbark i Lubella). Maspex rozpoczął dynamiczną ekspansję zagranicą, przejmując czeskie i węgierskie firmy działające w sektorze soków. Innym przykładem jest firma PKM Duda, która korzystając z kapitału zgromadzonego na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, rozpoczęła strategię akwizycji. Sukces był związany z przejęciami w obszarach komplementarnych do podstawowej działalności PKM Duda. Firma przejęła kilku dystrybutorów produktów mięsnych, stając się jednocześnie liderem na rynku produkcji surowego mięsa i jego dystrybucji. Takie przykłady są niewątpliwie budujące i tworzą podwaliny do śmielszego rozważania akwizycji przez inne polskie firmy. Już dziś możemy mówić o kilku firmach, których menedżerowie mają kompetencje w zakresie skutecznego prowadzenia transakcji fuzji i przejęć oraz efektywnej integracji pofuzyjnej.

**Po drugie**, znacznie obniżone zostały dotychczasowe ograniczenia finansowe dla realizacji transakcji fuzji i przejęć. Wiele podmiotów pozyskuje kapitał na Giełdzie Papierów Wartościowych z zamiarem wykorzystania go na przejęcia innych przedsiębiorstw. Co interesujące, w przeciwieństwie do sytuacji na zachodnich rynkach finansowych, gdzie ogłoszenie o zamiarze przeprowadzenia transakcji fuzji i przejęć jest na ogół dość chłodno przyjmowane przez akcjonariuszy firmy nabywającej, inwestorzy na GPW w Warszawie przeważnie pozytywnie traktują tego rodzaju informacje.

<sup>4</sup> Reszę stanowiły inwestycje w firmy we wczesnej fazie rozwoju oraz w fazie ekspansji.

<sup>5</sup> Badanie dotyczące transakcji..., *op. cit.*

W długim okresie rozwój polskiego rynku fuzji i przejęć będzie powiązany bezpośrednio z rozwojem tego rynku w krajach Unii Europejskiej. Zmniejszenie ryzyka inwestycyjnego Polski po wejściu do UE oraz liberalizacja rynku mogą stać się bodźcami do jego długoterminowego rozwoju.

#### 4. Rynek fuzji i przejęć – bariery rozwoju i sposoby ich eliminacji

Niewątpliwie kluczowym problemem polskiego rynku fuzji i przejęć, który tu został zdefiniowany, jest jego wciąż niskie znaczenie w gospodarce. Przeprowadzona przez autora wstępna analiza poszczególnych segmentów nabywców (krajowych, zagranicznych oraz finansowych) wskazuje, że rynek ten w najbliższych latach powinien dynamicznie się rozwijać. Sprawny rozwój rynku może dodatkowo stymulować eliminacja niektórych istniejących ograniczeń zarówno o charakterze krótkoterminowym, jak i strukturalnym.

Paradoksalnie jednym z ograniczeń o charakterze krótkoterminowym może być sytuacja na giełdzie papierów wartościowych. Dobra koniunktura giełdowa, której jesteśmy świadkami od połowy 2003 roku, sprawia, że firmom notowanym znacznie łatwiej jest pozyskać środki na przejęcia przedsiębiorstw. Z drugiej strony, w związku z relatywnie wysokimi wycenami spółek notowanych pozyskanie lub sprzedaż akcji na giełdzie może być dla właścicieli interesującą alternatywą w stosunku do sprzedaży całej firmy. W konsekwencji wielu właścicieli polskich przedsiębiorstw zamiast zaakceptować ofertę nabycia, decyduje się na wejście na giełdę papierów wartościowych i dalsze samodzielne funkcjonowanie. Czynniki te mają jednak charakter jedynie tymczasowy, w długim okresie ceny akcji przedsiębiorstw powinny dążyć do wartości rzetelnej (ang. *fair value*), a w konsekwencji przejęcie kontroli przez zewnętrznego inwestora powinno być interesującą alternatywą dla właścicieli firm, również tych notowanych na giełdzie.

Istnieją również ograniczenia dotyczące zawierania transakcji z firmami notowanymi na GPW. Są one związane zarówno z ograniczeniami o charakterze prawnym, jak i z kwestiami finansowymi.

W zakresie kwestii o charakterze prawnym inwestorzy często wskazują, że dodatkowym ograniczeniem dla przeprowadzania transakcji publicznych są uregulowania dotyczące ustalania cen akcji nabywanych publicznie. Inwestorzy szczególnie kwestionują konieczność ogłoszenia wezwania po cenie nie wyższej niż 6-miesięczny średni kurs akcji, co może uniemożliwiać przejęcie kontroli nad firmą w przypadku gdy wartość rzetelna firmy różni się od 6-miesięcznej średniej z notowań giełdowych.

Z kolei w zakresie kwestii finansowych istotnym problemem jest skoncentrowanie akcjonariatu firm publicznych. Większość polskich firm notowanych

posiada akcjonariusza wiodącego, którym może być Skarb Państwa, prywatny przedsiębiorca – założyciel, bądź inwestor zagraniczny. Tego rodzaju struktura własności zmniejsza możliwość nabycia firm notowanych na giełdzie i oznacza praktyczny brak możliwości zastosowania wrogich przejęć na rynku polskim.

Zbyt rygorystyczne są również regulacje dotyczące konieczności uzyskiwania zgód administracyjnych przy transakcjach fuzji i przejęć. Podobnie jak w większości krajów Unii Europejskiej, transakcje nabycia znaczących pakietów akcji muszą uzyskać zgody odpowiednich instytucji administracyjnych. W Polsce do efektywnego transferu własności pakietu ponad 25% akcji bądź udziałów konieczna jest zgoda Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumenta. Dodatkowo przy nabywaniu firm przez podmioty zagraniczne, pochodzące spoza UE, konieczna jest zgoda Ministerstwa Spraw Wewnętrznych i Administracji<sup>6</sup>, w przypadku firm notowanych publicznie – zgoda Komisji Papierów Wartościowych<sup>7</sup>, a w przypadku banków – Komisji Nadzoru Bankowego<sup>8</sup>.

Nie należy kwestionować ważności tego rodzaju uregulowań, jednak pewne szczegółowe rozwiązania utrudniają realizację transakcji fuzji i przejęć. Szczególnie w przypadku uregulowań UOKiK nie ma jasno sprecyzowanej definicji rynku, w którym przedsiębiorstwo ma mieć dominujący udział, co może oznaczać kontrowersje dotyczące tego, czy zgoda UOKiK jest w danym przypadku konieczna. Brak jest również precyzyjnie zdefiniowanego okresu, w którym zgoda powinna być wydana. Teoretycznie w ustawie jest to 60 dni, jednak w praktyce urząd może pracować nad decyzją znacznie dłużej, ponieważ te 60 dni nie obejmuje okresu przygotowywania odpowiedzi na pytania zadane firmie przez UOKiK. Z kolei, jeśli chodzi o zgodę MSWiA, brak jest sprecyzowania czasu, w jakim musi on podjąć decyzje odnośnie do udzielenia zgody na daną transakcję. W konsekwencji dość często zdarzało się, że strony transakcji na uzyskanie tego rodzaju zgody oczekiwały ponad 6 miesięcy, co jest niekorzystne, biorąc pod uwagę szybko zmieniającą się w Polsce rzeczywistość gospodarczą<sup>9</sup>.

Istotnym ograniczeniem naszego rynku jest również czas zawierania transakcji. W warunkach polskich doprowadzenie transakcji do skutku trwa nawet dwa razy dłużej niż w krajach rozwiniętych. Wynika to z braku doświadczenia w tym zakresie stron zawierających transakcje.

<sup>6</sup> Tego rodzaju zgoda występowała, gdy podmioty zagraniczne nabywały ponad 50% akcji lub udziałów firm posiadających nieruchomości. Od momentu wejścia Polski do Unii Europejskiej taką zgodę w przypadku firm pochodzących z UE ograniczono do sytuacji, w której przejmowana firma posiada nieruchomości rolne.

<sup>7</sup> W przypadku nabywania akcji spółek notowanych publicznie.

<sup>8</sup> M. Wrzesiński, *Kapitał podwyższonego ryzyka, proces inwestycyjny i efektywność*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2006.

<sup>9</sup> *Ibidem*.



Biorąc pod uwagę istniejące ograniczenia, można zakładać, że pewne zmiany w ustawodawstwie mogą wesprzeć rozwój transakcji fuzji i przejęć w Polsce. Szczególnie chodziłoby o zmianę niektórych przepisów prawnych dotyczących wezwań publicznych oraz przepisów antymonopolowych. Pozytywny wpływ na rozwój rynku powinno mieć również tworzenie infrastruktury doradczej związanej z rynkiem, która mogłaby spełniać funkcję stymulowania rozwoju transakcji.

## 5. Podsumowanie

Niewątpliwie jesteśmy świadkami kolejnej fali wzrostowej na rynku fuzji i przejęć w Polsce. Kontynuacja wzrostu na tym rynku będzie uzależniona od utrzymania wysokiego tempa wzrostu gospodarczego oraz wzrostu inwestycji brutto. Postępującą koncentrację polskich przedsiębiorstw należy uznać za czynnik pozytywny, umożliwiający konkurencję z posiadającymi bardzo mocną bazę kapitałową i dużą skalę działania firmami z Unii Europejskiej. Wzrost transakcji fuzji i przejęć w Polsce w najbliższych latach może być nawet wyższy niż w Europie, a to z kolei powinno być spowodowane następującymi czynnikami:

- 1) należy spodziewać się stopniowego wzrostu zaangażowania inwestorów zagranicznych na polskim rynku fuzji i przejęć. Istotnym motywem podejmowania decyzji co do realizacji transakcji może być dla nich dążenie do obniżenia kosztów produkcji lub usług. Szczególnie interesujące dla inwestorów mogą się okazać sektory, charakteryzujące się wysokim udziałem kosztów pracy w całości kosztów, niskim udziałem kosztów transportu w stosunku do wartości sprzedaży oraz długim terminem wykorzystania (lub przydatności do spożycia) produktów. Do przykładów firm zagranicznych wchodzących na polski rynek w celu uzyskania niskich kosztów produkcji należy zaliczyć np. inwestycje brytyjskiego producenta ciastek firmy InterLink w firmę Zakłady Mistrza Jana (produkcja w Polsce i eksport ciastek do Wielkiej Brytanii);
- 2) należy podkreślić, że niskie koszty produkcji nie będą jedynym motywem wejścia inwestorów zagranicznych na rynek polski. Dla wielu podmiotów zagranicznych nasz kraj jest obiecującym nowym rynkiem zbytu o bardzo korzystnych parametrach makroekonomicznych. W obliczu saturacji rynków krajowych dla wielu firm zagranicznych interesujące może być rozpoczęcie działalności w Polsce. W tym kontekście przedmiotem transakcji fuzji i przejęć mogą stać się firmy w sektorach, w których wskaźnik wartości odtworzeniowej do wartości rynkowej ( $Q$  Tobina) jest wysoki (jak np. przemysł stalowy), firmy działające w sektorach o wysokich

barierach wejścia (jak np. bankowość uniwersalna), firmy posiadające istotne i trudne do skopiowania aktywa niematerialne (np. unikatową markę produktu) oraz trudny do pozyskania majątek trwały (np. lokalizacje punktów sprzedaży);

- 3) można również oczekiwać wzrostu wartości i liczby transakcji realizowanych przez firmy krajowe zorientowane na wzrost skali działalności. Tego rodzaju transakcje powinny dotyczyć szczególnie firm w rozdrobnionych sektorach, w których potrzebna jest konsolidacja. Należy do nich zaliczyć takie sektory, jak np. sektor spożywczy, handel hurtowy;
- 4) trzeba również spodziewać się wzrostu udziału firm giełdowych w transakcjach fuzji i przejęć, zarówno jako kupujących, kupowanych, jak i łączących się. Istotnym motywem tego rodzaju transakcji może być sytuacja na rynku (np. niedowartościowanie danej firmy) lub presja inwestorów (np. decyzja o fuzji z innym podmiotem, ukierunkowana na wykorzystanie korzyści synergii). Przykładem tego rodzaju sytuacji jest połączenie firm giełdowych Vistula i Wólczanka;
- 5) można również spodziewać się zwiększenia zagranicznej aktywności akwizycyjnej polskich firm. Krajowe podmioty mogą przede wszystkim starać się przejmować firmy zagraniczne, które będą mogły wspomóc ich dotychczasową sprzedaż eksportową.

## 6. Bibliografia

1. Badanie dotyczące transakcji kapitałowych w Europie Środkowej i Wschodniej, w przewidywaniu tendencji spadkowej, PricewaterhouseCoopers, Warszawa 2002, s. 2–12.
2. Badanie fuzji i przejęć w regionie w 2002, 2003, 2004 roku, raporty opublikowane na stronie internetowej, 2003, 2004, 2005, [www.pwc.com](http://www.pwc.com)
3. Badanie fuzji i przejęć w regionie w 2004 roku. Jeden krok wyżej, raport opublikowany na stronie internetowej, 2005, [www.pwc.com](http://www.pwc.com), s. 5.
4. Wrzesiński M., Kapitał podwyższonego ryzyka, proces inwestycyjny i efektywność, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2006.

Maria Aluchna  
Szkola Główna Handlowa

## **Struktura własności a efektywność przedsiębiorstwa. Przypadek polskich spółek giełdowych**

### **1. Wprowadzenie**

Niniejsze opracowanie koncentruje się na analizie i znaczeniu struktury własności przedsiębiorstwa z perspektywy nadzoru korporacyjnego oraz współwystępowania określonej struktury własności z wynikami realizowanymi przez spółkę. Badania porównawcze, obejmujące zarówno różne typy przedsiębiorstw charakteryzujących się różną strukturą własności, jak i określony typ struktury własności spółki występujący w poszczególnych krajach, pozwalają na formułowanie ogólnych wniosków w kontekście efektywności i zyskowności analizowanych firm. Dodatkowo, określona struktura własności wywiera wpływ na politykę i styl postępowania przedsiębiorstwa, zawiązywane alianse, stosunek do akcjonariuszy czy realizowaną strategię. Struktura własności jest jednym z najistotniejszych elementów wchodzących w skład struktury nadzorczej.

Kwestie związane ze strukturą własności są szeroko badane i analizowane na całym świecie. Warto podkreślić duże znaczenie tego typu badań w Polsce ze względu na trwający proces przekształceń własnościowych oraz powstawanie nowych firm. Analiza struktury własności pozwala bowiem odpowiedzieć na wiele pytań. Przede wszystkim charakterystyka polskich spółek wskazuje na to, jaka grupa podmiotów jest dominująca w strukturze własności – czy większe znaczenie mają instytucje finansowe, jak banki, fundusze inwestycyjne czy fundusze emerytalne, czy przedsiębiorstwa branżowe, czy może osoby prywatne. Dodatkowo, analiza taka pokazuje, jaki jest stopień koncentracji własności – czy przedsiębiorstwa cechuje struktura rozdrobniona, czy raczej częściej występują akcjonariusze dominujący. Wreszcie, badania nad strukturą własności pozwalają powiązać daną strukturę z osiąganymi wynikami, wskazując przy tym, jaki właściciel okazuje się być najlepszy z punktu widzenia efektywności i zyskowności firmy.

Te elementy, które przyczyniają się do zrozumienia przeprowadzonych reform oraz wskazują kierunek rozwoju w przyszłości, zostały ujęte w niniejszym artykule w odniesieniu do polskich spółek akcyjnych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Przedstawię w nim: ramy teoretyczne odnoszące się do znaczenia oraz typów struktury własności, jaka występuje w poszczególnych krajach;

przegląd wcześniejszych badań nad strukturą polskich spółek akcyjnych; opis badań empirycznych przeprowadzonych na próbie wybranych spółek akcyjnych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie; interpretacje uzyskanych wyników.

## 2. Ramy teoretyczne

### 2.1. Struktura własności w kontekście nadzoru korporacyjnego

Struktura własności jest jednym z kluczowych elementów charakterystyki przedsiębiorstwa, który silnie wpływa na styl oraz sposób postępowania, a także może oddziaływać na podejmowane przez spółkę decyzje. Kwestie odnoszące się do tego, kto posiada udziały w spółce i jaką ma w niej pozycję, pozwalają na zrozumienie motywów i przyczyn określonego działania. Tematyka ta ma szczególne znaczenie w odniesieniu do spółek giełdowych, które są w posiadaniu wielu różnych akcjonariuszy, a działanie menedżerów będzie stanowiło siłę wypadkową wielu procesów zachodzących pomiędzy właścicielami, jak i na linii akcjonariusze–menedżerowie. W literaturze przedmiotu wskazuje się, że struktura własności z punktu widzenia mechanizmów i instytucji nadzorczych decyduje o rozdziale praw rezydualnych, co dotyczy zarówno aspektów ryzyka rezydualnego, jak i praw do roszczeń rezydualnych. W efekcie bowiem to posiadacze tych praw (właściciele) ponoszą ryzyko z nieudanych inwestycji lub cieszą się z wypracowanych przez firmę zysków. Ogromne znaczenie struktury własności wynika przede wszystkim z faktu, że posiadacze udziałów są właścicielami praw rezydualnych i dążą do posiadania wpływu na decyzje podejmowane przez firmę, co egzekwują poprzez zasiadanie w radach (nadzorczych, dyrektorów) lub zarządach bądź poprzez delegowanie do tych organów swoich reprezentantów.

W badaniach nad strukturą własności przede wszystkim uwzględnia się wysokość posiadanych udziałów przez poszczególnych akcjonariuszy, stopień koncentracji oraz tożsamość poszczególnych inwestorów, która jest wyrazem tego, jakie grupy i w jaki sposób mogą decydować o działaniach podejmowanych przez przedsiębiorstwo. W efekcie analizy struktury własności w kontekście nadzoru korporacyjnego prowadzone są w odniesieniu do następujących, najczęściej poruszanych, zagadnień:

- stopień rozdrobnienia struktury własności – mimo wielu problemów związanych z rozdrobnieniem struktury własności (głównie ograniczenia wpływu akcjonariuszy na decyzje podejmowane w przedsiębiorstwie) wskazuje się na ogromne możliwości pozyskiwania funduszy oraz dywersyfikacji ryzyka przez inwestorów;
- koncentracja struktury własności – wskazuje się, że znaczna koncentracja własności, choć ogranicza problemy rozdrobnionej struktury, może pociąg-

nać za sobą dominację jednego z udziałowców. Dominujący akcjonariusz może dążyć do realizacji przede wszystkim własnych interesów, działając na szkodę inwestorów mniejszościowych poprzez stosowanie różnorodnych praktyk, jak: wprowadzane licencje, loga, ceny transferowe, doradztwo, przy jednoczesnym unikaniu wypłacania dywidendy. Dominujący udziałowiec może doprowadzić do obsadzenia zarządu/rady swoimi reprezentantami, którzy będą prowadzili jednostronną politykę;

- aktywizm inwestorów instytucjonalnych związany z rosnącą obecnością funduszy emerytalnych, inwestycyjnych i wzajemnych w strukturze własności wielu przedsiębiorstw. W literaturze przedmiotu wskazuje się, że ze względu na posiadaną wiedzę i umiejętności oraz wysokość udziałów instytucje mają większe możliwości i większą motywację do aktywnego monitoringu poczynąń spółki;
- udział innych grup w strukturze własności przedsiębiorstwa, takich jak pracownicy i menedżerowie. W literaturze spotkać można wiele wątpliwości co do efektywności własności pracowniczej, natomiast posiadanie udziałów przez zarządzających jest traktowane jako ważny mechanizm motywujący najwyższą kadrę menedżerską do działania w interesie właścicieli.

## 2.2. Stopień koncentracji własności

Koncentracja własności charakteryzuje większość gospodarek światowych. Analiza porównawcza wykazuje bowiem, że najbardziej rozdrobniona struktura własności występuje w krajach anglosaskich (głównie w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii), natomiast przedsiębiorstwa europejskie cechuje koncentracja własności. Tabela 1 prezentuje medianę największego pakietu głosów w zależności od grupy analizowanych spółek.

Z tabeli 1 wynika, że spółki notowane na giełdach amerykańskich i brytyjskich cechuje znaczne rozdrobnienie własności w porównaniu z przedsiębiorstwami europejskimi. Koncentracja własności w Europie wynika z kilku czynników: przede wszystkim wiąże się to z występowaniem akcji uprzywilejowanych, którym przypisuje się większą liczbę głosów na jedną akcję. W krajach anglosaskich najczęściej stosuje się zasadę jedna akcja = jeden głos. Dodatkowo, czynnikiem sprzyjającym koncentracji jest słabsza ochrona prawna inwestorów, związana z systemem prawa cywilnego, co zachęca inwestorów do zakupów większych pakietów akcji, gdyż pozwala na realizację własnej strategii. Firmy europejskie są też mniejsze niż amerykańskie i często kontrolowane przez rodziny założycieli, nawet w przypadku ich obecności na giełdzie. Warto dodać, że na przestrzeni ostatnich 20 czy 30 lat obserwuje się pewną koncentrację własności także w krajach anglosaskich,

w których bardzo aktywnymi akcjonariuszami okazują się fundusze inwestycyjne i emerytalne.

**Tabela 1. Koncentracja własności w wybranych krajach**

Kraj	Liczba firm	Mediana największego pakietu głosów
Austria	50	52,0
Belgia	121	50,6
Belgia – BEL 20	20	45,1
Niemcy	374	52,1
Niemcy – DAX 30	30	11,0
Hiszpania	193	34,2
Francja – CAC 40	40	20,0
Włochy	216	54,53
Holandia	137	43,5
Wielka Brytania	250	9,9
Stany Zjednoczone – NYSE	1309	0,0
Stany Zjednoczone – NASDAQ	2831	0,0

Źródło: M. Becht, A. Röell, Blockholdings in Europe: An international comparison, „European Economic Review”, Vol. 43, 1999, s. 1052.

Można zadać pytanie, która forma własności – rozdrobniona czy skoncentrowana – jest bardziej efektywna dla firmy. Badania pokazują, że obie formy mają zarówno słabe, jak i mocne strony. W przypadku struktury rozdrobnionej wskazuje się na tak zwany problem jazdy na gapę (ang. *free rider problem*), który oznacza, że akcjonariusze posiadający niewielką liczbę akcji nie mają motywacji do dokładnego kontrolowania poczynąń kadry zarządzającej<sup>1</sup>. Niewielka liczba posiadanych akcji oznacza partycypację w zyskach w niewielkim stopniu i chęć ograniczenia ewentualnych kosztów związanych ze zbieraniem danych o poczynaniach zarządu. Dlatego drobni inwestorzy będą kopiowali zachowania większych. Rozdrobniona struktura własności ma jednak wielką zaletę, jaką jest możliwość dywersyfikacji ryzyka przez akcjonariuszy i pozyskiwanie większych ilości kapitału niezbędnego dla rozwoju firmy. Koncentracja własności ogranicza jednak możliwości rozkładania ryzyka, choć dominujący akcjonariusz jest bardziej skłonny do angażowania się w aktywny monitoring poczynąń zarządu.

<sup>1</sup> S. J. Grossman, O. D. Hart, One share-one vote and the market for corporate control, „Journal of Financial Economics”, Vol. 20, 1988, s. 175–202.

### 2.3. Typ inwestora

Drugim kryterium analizy struktury własności jest tożsamość głównych akcjonariuszy. Analizy międzynarodowe wykazują znaczne zróżnicowanie w tym zakresie, co przedstawia tabela 2.

**Tabela 2. Struktura własności ze względu na typ akcjonariuszy w wybranych krajach (w %)**

Kraj	Inwestorzy indywidualni	Fundusze emerytalne	Instytucje finansowe	Instytucje spoza s. fin.	Państwo	Inwestorzy zagraniczni
Stany Zjednoczone	50	20	5	14	0	5
Wielka Brytania	20	31	30	3	4	12
Japonia	23	0	41	25	1	4
Francja	34	0	23	21	2	20
Niemcy	17	0	22	42	5	14

Źródło: F. Allen, G. Douglas, Comparing financial systems, The MIT Press, Cambridge 2000, s. 104.

Jak wynika z tabeli 2 gospodarkę amerykańską charakteryzuje znaczny udział inwestorów indywidualnych w strukturze własności spółek publicznych. W Wielkiej Brytanii odnotowuje się wysoką obecność funduszy emerytalnych (najsilniej rozwinięty rynek funduszy emerytalnych na świecie) oraz innych instytucji z sektora finansowego. Zupełnie inne podmioty dominują natomiast w gospodarce niemieckiej, gdzie firmy są w posiadaniu instytucji spoza sektora finansowego, czyli głównie innych przedsiębiorstw branżowych. Instytucje finansowe, głównie banki i firmy ubezpieczeniowe, są częstymi udziałowcami firm japońskich. Związki typu bank–przedsiębiorstwo są głównie obserwowane w przypadku potężnych grup kapitałowych keiretsu. Jak wynika z tabeli 2 strukturę własności we Francji cechuje znaczny udział inwestorów indywidualnych oraz relatywnie wysoki udział inwestorów zagranicznych. Warto zaznaczyć, że ta ostatnia tendencja związana z internacjonalizacją rynków kapitałowych jest obserwowana we wszystkich krajach.

### 2.4. Struktura własności a efektywność spółki

Przedstawione powyżej wymiary struktury własności dostarczają wiele interesujących informacji i obserwacji. Jednakże celem tych analiz jest najczęściej odnośnienie danej struktury własności do wyników osiągniętych przez spółki i szukanie zależności, czy udział danych grup akcjonariuszy może przełożyć się na większą efektywność działania. Poniżej przytoczono główne kierunki tych analiz.

### 2.4.1. Koncentracja własności

W literaturze przedmiotu często koncentrację własności zalicza się do centralnego mechanizmu nadzorczego, którego rola jest wciąż duża i, co ciekawsze, rosnąca. Jednakże rola udziałowca dominującego w danej strukturze własności spotyka się z dość różną oceną. Pojawia się wiele wątpliwości co do tego, czy koncentracja własności przyczynia się do wzrostu wartości firmy i czy służy również pozostałym (mniejszościowym) udziałowcom. Przede wszystkim inwestorom dominującym zarzuca się dążenie do realizacji własnego interesu kosztem pozostałych udziałowców poprzez obsadzanie swoimi reprezentantami ważnych organów firmy<sup>2</sup>. Badania wykazują również, że zbyt duże udziały jednego akcjonariusza mogą prowadzić do jego działania w kierunku transferu wartości z firmy poprzez stosowanie cen transferowych, wykorzystane licencje, stosowane loga czy prowadzone różnego rodzaju usługi doradcze. Uznaje się, że do pewnego poziomu, wynoszącego około 52%, udział akcjonariusza dominującego przyczynia się do wzrostu firmy, po czym tendencja ta zostaje zahamowana<sup>3</sup>.

### 2.4.2. Inwestorzy instytucjonalni

W obliczu rosnącej roli inwestorów instytucjonalnych pojawiło się wiele opinii, że ich udział we własności będzie pozytywnie wpływał na efektywność firmy. Inwestorzy instytucjonalni mają być bowiem bardzo dobrym rozwiązaniem na konflikty agencji ze względu na ich możliwości realizowania korzyści skali i korzyści dywersyfikacji<sup>4</sup>. Ze względu na wysokość swoich inwestycji, a także posiadane zasoby i wiedzę<sup>5</sup>, mają też efektywnie monitorować i dyscyplinować zarządy<sup>6</sup>, a także ograniczać ich tendencje do realizacji własnych interesów. Badania pokazują, że aktywna postawa inwestorów instytucjonalnych przyczynia się do mniejszych manipulacji księgowych oraz zmniejsza wahania realizowanych przez firmę zysków.

### 2.4.3. Menedżer

Według badań udział kadry zarządzającej we własności jest pozytywnie skorelowany z efektywnością wykorzystywania aktywów, choć nie znaleziono zależności

<sup>2</sup> E. F. Fama, M. C. Jensen, Separation of Ownership and Control, „Journal of Law and Economics”, Vol. XXVI, 1983.

<sup>3</sup> S. P. Neun, R. E. Santerre, Dominant stockownership and profitability, „Managerial and Decision Economics”, Vol. 7, 1986, s. 207–210.

<sup>4</sup> M. Faccio, A. Lasfer, Do occupational pension funds monitors companies in which they hold large stakes?, „Journal of Corporate Finance”, Vol. 6, 2000, s. 71–110.

<sup>5</sup> R. A. G. Monks, N. Minow, Corporate governance, Blackwell Business, 2004.

<sup>6</sup> A. Shleifer, R. W. Vishny, A survey of Corporate Governance, „Journal of Finance”, Vol. 52, 1997, s. 737–783.



z poziomem wydatków reprezentacyjnych<sup>7</sup>. Wykazano również pozytywne zależności między udziałami posiadanymi przez menedżera a wartością firmy, jeśli udziały te mieszczą się w przedziałach do 0 do 5% oraz powyżej 25%. Natomiast udział w strukturze własności w wysokości od 5% do 25% udziałów w firmie negatywnie wpływa na jej wartość<sup>8</sup>. Pozytywne efekty w przedziale 0–5% są wynikiem zbieżności interesów menedżera i właściciela. Gdy udział menedżera w firmie mieści się w przedziale 5–25% pojawiają się problemy związane z dążeniem menedżerów do realizacji własnych interesów (ang. *entrenchments effects*) i wartość firmy spada. Powyżej 25% koszty oportunistycznego zachowania menedżerów są kompensowane przez coraz większe efekty zbieżności interesów, co powoduje ponowny wzrost wartości firmy. Pojawiają się pozytywne efekty obecności dominującego udziałowca.

### 3. Struktura własności w Polsce – wcześniejsze badania

#### 3.1. Koncentracja własności

Badania nad strukturą własności polskich przedsiębiorstw zaczęły mieć sens naukowy od procesu przemian ustrojowych. Naturalnie w początkowym okresie zmiany były bardzo niewielkie, a informacje mało precyzyjne, dlatego pierwsze większe analizy rozpoczęto około 2000 roku. Głównym przedmiotem tych badań są spółki giełdowe ze względu na znaczny dostęp do danych i rzetelność uzyskiwanych informacji. Już pierwsze analizy wykazały przede wszystkim znaczną koncentrację własności firm polskich (zob. tabela 3).

**Tabela 3. Akcjonariusze dominujący w przedsiębiorstwach notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych**

Pakiet głosów (w %)	Liczba firm	% firm	Pakiet głosów (w %)	Liczba firm	% firm
0–5	2	1,0		210	100,0
5–25	47	22,4	>5	208	99,0
25–50	86	41,0	>25	161	76,7
50–75	48	22,9	>50	75	35,7
75–100	27	12,9	>75	27	12,9

Źródło: M. Dzierżanowski, P. Tamowicz, Własność i kontrola polskich korporacji, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk 2001, <http://www.pfcg.org.pl/pfcg/download/dopdf.pdf>

<sup>7</sup> J. S. Ang *et al.*, Agency costs and ownership structure, „Journal of Finance”, Vol. 55, 2000, No. 1, s. 81–106.

<sup>8</sup> R. Mock *et al.*, Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis, „Journal of Financial Economics”, 1988, No. 20.

W innych badaniach<sup>9</sup> zauważono, że dominujący akcjonariusz posiada ponad 50% udziałów w 75% firm, przy czym w 27% przypadków udziały te przekraczają 75%. W rezultacie największy akcjonariusz posiada między 20–75% udziałów w prawie 2/3 firm<sup>10</sup>. Tak znaczna koncentracja własności ogranicza liczbę udziałowców – w prawie połowie przypadków występuje ich zaledwie maksymalnie dwóch. Mediana największego pakietu głosów waha się od 33% (średnia 38%)<sup>11</sup> do 39,5% (średnia 44,6%)<sup>12</sup>. W przypadku drugiego największego pakietu głosów wielkość ta wynosi 10,4% (średnia 15,6%)<sup>13</sup>. Warto przy tym zauważyć, że to inwestorzy instytucjonalni, w tym zagraniczni, a nie indywidualni, są autorami koncentracji własności. Wynika z tego, że udziałowcy zagraniczni, jeżeli angażują się w przedsiębiorstwo, dążą do znaczącej dominacji i sprawowania władzy, bez konieczności dzielenia się nią z innymi inwestorami.

**Tabela 4. Struktura własności firm**

Kategoria	Firmy nowe (50) (w %)	Firmy sprywatyzowane (139) (w %)
Wskaźniki koncentracji		
Rozproszona	28	20,1
20–50%	40	53,9
Powyżej 50%	32	28
Udziałowcy		
Skarb Państwa	0	42,1
NFI	6,6	21,7
CEO	50	11,2
Bank	29,4	45,7
Udziałowiec dominujący		
NFI	0	18,3
Bank	0	9,3
Inwestor indywidualny (inny niż CEO)	18,6	4
CEO	25,9	4,7
Skarb Państwa	0	8,8
Firma spoza sektora finansowego	27,1	34,3

Źródło: I. Grosfeld, T. Tressel, *Competition...*, *op. cit.*, s. 31.

<sup>9</sup> I. Grosfeld, T. Tressel, *Competition and corporate governance: Substitutes or complements? Evidence from the Warsaw Stock Exchange*, William Davidson Institute, Working Paper, 2001, No. 369, <http://eres.bus.umich.edu/docs/workpap-dav/wp369.pdf>

<sup>10</sup> *Ibidem.*

<sup>11</sup> *Ibidem.*

<sup>12</sup> M. Dzierżanowski, P. Tamowicz, *Własność i kontrola...*, *op. cit.*

<sup>13</sup> *Ibidem.*

Koncentracja własności jest mniejsza w przypadku firm nowo założonych, choć tu zaznacza się silniejsza pozycja CEO we własności. Udział banków we własności jest niewielki i kształtuje się na średnim poziomie 15,6%<sup>14</sup>, przy czym jest wyższy dla firm sprywatyzowanych<sup>15</sup>. Zaangażowanie funduszy emerytalnych szacuje się na około 15%, jednak nie oczekuje się od nich aktywnej postawy w systemie nadzoru korporacyjnego. Charakterystyki te przedstawia tabela 4.

Kolejne analizy dowodzą, że koncentracja własności rośnie na przełomie ostatnich lat – średni udział największego akcjonariusza wzrósł z 54,2% na początku 1998 roku, do 55,7% w 1999 roku i 59,1% w 2000 roku, podczas gdy udział pięciu największych udziałowców wzrósł odpowiednio z 78,2% do 78,7% i 80,7%<sup>16</sup>. W przypadku nowo powstałych firm zaobserwowano silną pozycję CEO, podczas gdy udział pracowników we własności jest raczej niewielki, w przeciwieństwie do przedsiębiorstw na przykład czeskich czy rosyjskich<sup>17</sup>. Najnowsze badania<sup>18</sup> potwierdzają te obserwacje w analizowanym okresie 1997–2002, choć widać lekkie tendencje zahamowania wzrostu koncentracji, a nawet nieznaczny jej spadek. Wyniki te przedstawia tabela 5.

W 2002 roku średni udział największego udziałowca w przypadku badanych firm kształtował się na poziomie 40%. Trzech największych udziałowców posiadało w 2002 roku średnio 59% udziałów, a dla pięciu największych udział wyniósł około 65%. Jednocześnie spada rozproszenie struktury, czyli udziały pozostające w posiadaniu akcjonariuszy, których udziały kształtują się poniżej 5%. Jak wynika z tabeli 5, około połowa badanych spółek stosuje akcje uprzywilejowane co do głosu.

<sup>14</sup> *Ibidem.*

<sup>15</sup> I. Grosfeld, T. Tressel, *Competition...*, *op. cit.*

<sup>16</sup> P. Kozarzewski, *Changes in corporate governance structures in Polish privatized companies*, Centre for the Study of Economic and Social Change in Europe, School of Slavonic and East European Studies, Working Paper, No. 8, 2002.

<sup>17</sup> *Ibidem.*

<sup>18</sup> M. Aluchna, *Mechanizmy nadzorcze wykorzystywane w polskich spółkach akcyjnych*, rozprawa doktorska, SGH, Warszawa 2004.

**Tabela 5. Wskaźniki koncentracji własności, wartości średnich**

Wskaźnik koncentracji/rok	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Liczba udziałowców	3,03 (3) [0,5]	3,2 (3) [1,89]	3,2 (3) [1,95]	3,2 (3) [1,95]	3,27 (3) [1,73]	3,47 (3) [2,49]
Jedna akcja = jeden głos	0,61 (1) [0,5]	0,56 (1) [0,5]	0,56 (1) [0,5]	0,55 (1) [0,5]	0,56 (1) [0,5]	0,56 (1) [0,5]
Stopień rozproszenia	43,19 (43) [24,98]	43,9 (43) [23,16]	39,85 (38) [21,65]	37,64 (37) [19,26]	33,53 (34,5) [18,34]	33,13 (33) [19,65]
Udział akcjonariusza dominującego	33,76 (32) [20,45]	33,4 (29) [21,06]	36,33 (32) [21,8]	37,84 (33) [21,4]	41,69 (37) [22,08]	40,64 (34) [22,65]
Udział drugiego największego akcjonariusza	13,36 (13) [9,39]	12,67 (12) [9,08]	12,98 (13) [8,85]	13,34 (13) [9,15]	13,27 (13) [8,69]	13,02 (12) [8,94]
Udział trzech największych akcjonariuszy razem	52,05 (51) [24,6]	51,22 (52) [22,41]	54,24 (55) [20,76]	56,23 (56) [19,47]	60,12 (59,5) [19,13]	58,9 (58,5) [20,44]
Udział pięciu największych akcjonariuszy razem	56,39 (57) [24,69]	55,44 (57) [22,47]	58,84 (60,5) [20,88]	60,67 (61,5) [18,71]	64,78 (65) [18,28]	64,64 (65) [19,13]

w nawiasie ( ) – mediana,

w nawiasie [ ] – odchylenie standardowe.

Źródło: M. Aluchna, *Mechanizmy...*, *op. cit.*

### 3.2. Typ udziałowców

Prowadzone dotychczas analizy struktury własności polskich spółek giełdowych dostarczają także informacji na temat typów największego akcjonariusza. Tabela 6 przedstawia taką charakterystykę w okresie 1997–2002.

W 2002 roku w badanej próbie znalazło się najwięcej firm, których największym akcjonariuszem była firma zagraniczna (23%) i polska (22%). Należy zauważyć rosnącą obecność firm zagranicznych, co jest wynikiem przeprowadzanych programów prywatyzacyjnych oraz dążeniem firm zagranicznych do uzyskiwania znacznej pozycji w spółkach, w których zdecydowali się zaangażować. Uwagę zwraca jednocześnie spadek NFI w kategorii największego akcjonariusza, co łączy się z wejściem firm biorących udział w programie NFI, i co jest związane z końcem Programu Powszechnej Prywatyzacji. W badanym okresie odnotowuje się również spadek inwestorów indywidualnych, wynikający ze spadku osób prywatnych obecnych w strukturze firm. Należy także podkreślić relatywnie stałe w badanym okresie

zaangażowanie insiderów we własność przedsiębiorstw. Menedżerowie i pracownicy są największymi akcjonariuszami w odpowiednio około 15% i około 14% badanych firm (potwierdzone także w badaniach Kozarzewskiego<sup>19</sup>). Powtarza się również obserwacja o niewielkim spadku znaczenia instytucji finansowych w badanym okresie, z czego najprawdopodobniej największy udział przypada na fundusze. Jednocześnie można zauważyć wzrost obecności otwartych funduszy emerytalnych, co bezpośrednio wiąże się z gromadzeniem przez te instytucje znacznych funduszy.

**Tabela 6. Spółki giełdowe ze względu na typ największego akcjonariusza (w %)**

Typ udziałowca	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Firma polska	13,8	13,8	18,5	20	20,8	22,3
Firma zagraniczna	7,7	8,5	13,1	16,9	22,3	23,1
Bank	6,2	11,5	10	6,9	7,7	7,7
Firma ubezpieczeniowa	0	1,5	0	0	0	1,5
NFI	10	13,1	12,3	9,2	6,2	5,4
Osoba prywatna	10	10	6,2	4,6	5,4	3,1
Menedżer	11,5	11,5	14,6	16,9	16,9	14,6
Pracownicy	11,5	13,8	12,3	14,6	12,3	13,8
Fundusz/tow. kapitałowe/DM	1,5	1,5	0,8	0,8	0,8	0
Fundusz emerytalny	0	0	0	0	0	0
Udziały krzyżujące się	0	0,8	0,8	2,3	2,3	2,3
Skarb Państwa	8,5	5,4	5,4	6,2	3,8	4,6

Źródło: M. Aluchna, *Mechanizmy...*, *op. cit.*

### 3.3. Struktura własności a wyniki firmy

Obserwowana w polskich spółkach giełdowych koncentracja struktur własności jest wynikiem następujących czynników:

- strategii prywatyzacyjnych preferujących sprzedaż przedsiębiorstwa inwestorowi zagranicznemu, który byłby skłonny przeprowadzić restrukturyzację i znacząco dokapitalizować przedsiębiorstwo;
- wpływowi wzorców Europy kontynentalnej;
- tradycji prawa cywilnego, które preferuje skoncentrowaną własność<sup>20</sup>;
- etapem nadrabiania zaległości odnośnie do rozwoju gospodarczego.

W obliczu takich wyników pojawia się pytanie o efektywność takiej struktury. Choć niektóre badania wskazują, że koncentracja własności jest pozytywnym zjawiskiem z punktu widzenia restrukturyzacji i wyników osiągniętych przez polskie

<sup>19</sup> P. Kozarzewski, *Changes in corporate...*, *op. cit.*

<sup>20</sup> J. C. Coffee, Jr., *Privatization and corporate governance: The lessons from securities market failure*, Columbia Law School, Center for Law and Economics Studies, Working Paper, No. 158, 1999.

firmy<sup>21</sup>, należy jednak zauważyć, iż niesie ona za sobą także pewne zagrożenia. Przede wszystkim ogranicza płynność rynku kapitałowego, a więc także jego rolę informacyjną, może również negatywnie wpływać na poziom motywacji kadry menedżerskiej oraz, wreszcie, nakłada koszty na inwestorów, gdyż ogranicza ich możliwości dywersyfikacji inwestycji<sup>22</sup>. Badania<sup>23</sup> wskazują, że firmy ze stosunkowo rozproszoną strukturą własności odnotowują wzrost produktywności 2,27% powyżej średniej, a firmy ze średnim i wysokim poziomem koncentracji własności notują wzrosty produktywności odpowiednio 3,9% i 2,9% poniżej średniej. Warto w tym kontekście zwrócić uwagę na fakt, że wiele spółek jest w posiadaniu dominujących inwestorów, których pakiet przekracza 75%. Pojawia się obawa, że udziałowcy dominujący będą pozbawiać udziałowców mniejszościowych możliwości wpływania na losy firmy (jak obecność w radzie) czy też będą dążyli do pogorszenia ich pozycji (np. poprzez zmianę statutu, stosowanie niekorzystnych cen transferowych). Faktycznie wiele przypadków z praktyki potwierdza, że obawy są bardzo realne. Co więcej, badania sugerują, iż dominujący udziałowcy zaniżają ceny akcji<sup>24</sup>, gdyż realizują oni korzyści gdzie indziej<sup>25</sup>.

Badania nad efektywnością struktury własności nie dostarczają tak jednoznacznych wyników, jak przedstawiona w poprzednim podpunkcie charakterystyka. Analizy IBnGR nie zaobserwowały statystycznie istotnych zależności. Inne badania<sup>26</sup> wykazały istnienie następujących zależności:

- zależności krzywoliniowe między wynikami firmy a koncentracją własności mierzonych udziałem największego akcjonariusza, udziałem trzech największych akcjonariuszy oraz wskaźnikiem rozproszenia struktury. Analiza regresji wskazuje na występowanie efektów pozytywnych, gdy koncentracja własności u dominującego akcjonariusza mieści się w przedziale 25–65%. Efekty negatywne obserwuje się natomiast w przypadku, gdy dominujący akcjonariusz posiada mniej niż 25% udziałów i więcej niż 65%. W pierwszym przypadku pojawiają się problemy agencji między skonfliktowanymi udziałowcami, w drugim negatywne dominacje akcjonariusza większościowego;
- zależności między liczbą akcjonariuszy a wynikami firmy – analiza wskazuje, że pozytywne efekty pojawiają się, gdy w spółce jest trzech do sześciu

<sup>21</sup> S. Commander, *at al.*, Restructuring in transition economies: Ownership, competition and regulation, World Bank, 1999, [http://www.worldbank.org/research/abcde/washington\\_11/pdfs/stern.pdf](http://www.worldbank.org/research/abcde/washington_11/pdfs/stern.pdf)

<sup>22</sup> H. Demsetz, B. Villalongab, Ownership structure and corporate performance, „Journal of Corporate Finance”, Vol. 7, 2001, s. 209–233.

<sup>23</sup> I. Grosfeld, T. Tressel, Competition..., *op. cit.*

<sup>24</sup> A. Pajuste, Corporate governance and stock market performance in Central and Eastern Europe, 2002, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=310419](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=310419)

<sup>25</sup> S. J. Grossman, O. D. Hart, One share-one..., *op. cit.*, s. 175–202.

<sup>26</sup> M. Aluchna, Mechanizmy..., *op. cit.*

udziałowców, natomiast gdy udziałowców jest mniej niż trzech oraz więcej niż sześciu pojawiają się negatywne efekty. Interpretacja jest analogiczna do kwestii koncentracji własności;

- zgodnie z zaobserwowaną zależnością o kształcie funkcji kwadratowej lepsze wyniki firmy występowały z udziałem instytucji finansowych do poziomu około 35%. Powyżej tego poziomu efektywność przedsiębiorstwa była niższa;
- pozytywne zależności liniowe między udziałem członków rady w strukturze własności oraz wyników efektywności firmy. Wyniki te interpretuje się w kontekście większej motywacji i chęci do efektywniejszego nadzoru członków zasiadających w radzie spółki, której akcje posiadają;
- wyższą efektywność firmy obserwuje się w przypadku firm powstałych po 1989 roku w porównaniu z firmami sprywatyzowanymi.

## 4. Badania empiryczne

### 4.1. Hipotezy badawcze

Opierając się na przytoczonych powyżej badaniach struktury własności w kontekście efektywności przedsiębiorstwa trudno postawić jednoznaczne hipotezy badawcze dla niniejszej analizy, która ma charakter replikacji prowadzonych wcześniej projektów. Należy się spodziewać, że uzyskiwane wyniki mogą się różnić w zależności od długości okresu branego pod uwagę, jak i grupy przedsiębiorstw wyselekcjonowanych do analizy. Niemniej jednak na potrzeby niniejszego artykułu sformułowano następujące hipotezy badawcze:

- pomiędzy koncentracją własności a wynikami firmy wystąpi współzależność krzywoliniowa (słabe wyniki przy dużym rozproszeniu, poprawa wyników przy średniej koncentracji, następnie ich pogorszenie przy znacznej koncentracji własności);
- między udziałami menedżera we własności a efektywnością spółki wystąpi współzależność krzywoliniowa, choć oczekuje się, że poziomy zmiany wartości funkcji będą odpowiednio wyższe niż w przypadku tych obserwowanych w przypadku rynków rozwiniętych;
- obecność zagranicznego inwestora strategicznego powinna współwystępować z lepszymi wynikami firmy;
- wyższa efektywność firmy jest oczekiwana w przypadku firm powstałych po 1989 roku w porównaniu z firmami sprywatyzowanymi.

## 4.2. Metodologia badania

Badanie było prowadzone od lipca do września 2006 roku. Analiza objęła wybrane polskie spółki publiczne notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Do próby włączono wszystkie spółki wchodzące pod koniec 2004 roku do głównego indeksu giełdy, WIG-u, i przeanalizowano dane tych spółek za lata 1997–2004. Głównym celem było przeanalizowanie zależności struktury własności i efektywności dla największych spółek giełdowych w Polsce. Dodatkowo, brano pod uwagę dłuższy okres, by uzyskane dane nie były obciążone zarzutem pewnej sezonowości. W przypadku około jednej trzeciej spółek uzyskano dane za okres krótszy niż badane dziewięć lat, ze względu na fakt, że część spółek weszła na giełdę po 1997 roku. W efekcie analiza objęła około 500 obserwacji. W badaniu wykorzystano dane pochodzące z raportów rocznych analizowanych spółek, dotyczące struktury własności oraz wybranych wskaźników efektywności. Na podstawie tych informacji stworzono kategorie w badanych aspektach i zbudowano zmienne zależne, oparte na wskaźnikach księgowych, opisujące efektywności działania (ROE, ROA, ROS, rentowność operacyjna) oraz zmienne niezależne, odnoszące się do charakterystyki struktury własności badanych spółek. Dodatkowo, zebrano dane o wysokości aktywów badanych spółek za wszystkie analizowane lata i wykorzystano ten wskaźnik jako zmienną kontrolną.

## 4.3. Uzyskane wyniki – charakterystyka struktury własności

Przeprowadzone badanie umożliwiło w pierwszej kolejności scharakteryzowanie struktury własności największych polskich spółek giełdowych pod względem koncentracji własności oraz typów inwestorów dominujących. Dane dotyczące koncentracji własności przedstawiono w tabeli 7.

**Tabela 7. Charakterystyka badanych spółek ze względu na koncentrację własności (2004 rok)**

Aspekt	Średnia	Minimum	Maksimum
Spółki stosujące akcje uprzywilejowane (w %)	64	Nd.	Nd.
Liczba akcjonariuszy	2,92	1	8
Udział największego akcjonariusza (w %)	40,12	6	85
Udział drugiego największego akcjonariusza (w %)	12	0	40
Udział trzech największych akcjonariuszy (w %)	57,50	11	98
Udział pięciu największych akcjonariuszy (w %)	60,44	11	98
Liczba spółek objętych badaniem	90	Nd.	Nd.

Źródło: opracowanie własne.



Jak wynika z tabeli 7, udział dominującego udziałowcy wyniósł w 2004 roku około 40%, łączny udział trzech największych akcjonariuszy wyniósł około 58%, a łączny udział pięciu największych akcjonariuszy kształtował się na poziomie 60%.

W tabeli 8 przedstawiono podział badanych spółek ze względu na typ akcjonariusza dominującego.

**Tabela 8. Charakterystyka badanych spółek ze względu na typ dominującego akcjonariusza (2004 rok)**

Typ dominującego akcjonariusza	Liczba spółek	Udział w próbie (w %)
Firma polska	19	21
Firma zagraniczna	12	13
Członek zarządu	25	28
Osoba prywatna	6	6
Bank	4	4
Inna instytucja finansowa	15	17
Skarb Państwa	8	8
Pracownicy	1	1

Źródło: opracowanie własne.

Opierając się na informacjach z tabeli 8, wyraźnie widać, że w porównaniu z wcześniej przytaczanymi wynikami wzrosła liczba spółek, w których dominującym akcjonariuszem jest członek lub członkowie zarządu. Zmiana ta wynikała z wejściem na giełdę wielu spółek założonych po 1989 roku, które są nadal kontrolowane przez założyciela zasiadającego w zarządzie. Jednocześnie 47 badanych spółek to firmy powstałe po 1989 roku, natomiast 43 spółki w próbie to przedsiębiorstwa sprywatyzowane.

## 4.4. Uzyskane wyniki – struktura własności a efektywność przedsiębiorstwa

### 4.4.1. Koncentracja własności

Analizy regresji między wybranymi wskaźnikami efektywności a zmiennymi opisującymi koncentrację własności nie przyniosły żadnych wyników statystycznie istotnych. W celu dalszej analizy wykorzystano testy nieparametryczne.

Zebrane obserwacje podzielono na trzy grupy, w zależności od wysokości udziałów posiadanych przez dominującego akcjonariusza:

- pierwsza grupa objęła spółki, w których dominujący akcjonariusz posiadał do 25% udziałów;
- w drugiej grupie udział dominującego akcjonariusza wahał się między 26% a 48%;

- w trzeciej grupie znalazły się spółki z udziałem dominującego akcjonariusza powyżej 48%.

Wykorzystując Test Kruskala Wallisa, zaobserwowano statystycznie istotne różnice w osiąganych przez badane spółki wskaźnikach ROE ( $\chi^2(2) = 5,71$ ;  $p = 0,057$ ) i rentowności operacyjnej ( $\chi^2(2) = 10,16$ ;  $p = 0,006$ ). Średnie rangi ROE i rentowności operacyjnej przedstawiono w tabeli 9.

**Tabela 9. Średnie rangi ROE i rentowności operacyjnej**

Wskaźnik		Średnia ranga
ROE	1	227,73
	2	249,81
	3	265,13
Rentowność operacyjna	1	218,68
	2	258,62
	3	264,18

Źródło: opracowanie własne.

Największe różnice zanotowano między grupą 1 i 2 (dla wskaźnika rentowności operacyjnej  $p = 0,01$ ;  $U = 11800,5$ ) oraz między grupą 1 i 3 (dla wskaźnika ROE  $p = 0,018$ ;  $U = 11310$ , dla wskaźnika rentowności operacyjnej  $p \leq 0,004$ ;  $U = 10888,5$ ).

Zebrane obserwacje podzielono na trzy grupy, w zależności od wysokości udziałów posiadanych przez trzech największych akcjonariuszy:

- pierwsza grupa objęła spółki, w których trzech największych akcjonariuszy posiadało do 46% udziałów;
- w drugiej grupie udział trzech największych akcjonariuszy wahał się między 47% a 67%;
- w trzeciej grupie znalazły się spółki z udziałem trzech największych akcjonariuszy powyżej 67%.

Wykorzystując Test Kruskala Wallisa, zaobserwowano statystycznie istotne różnice w osiąganych przez badane spółki wskaźnikach rentowności operacyjnej ( $\chi^2(2) = 13,36$ ;  $p = 0,001$ ). Średnie rangi rentowności operacyjnej przedstawiono w tabeli 10.

**Tabela 10. Średnie rangi ROE i rentowności operacyjnej**

Wskaźnik		Średnia ranga
Rentowność operacyjna	1	214,30
	2	266,32
	3	260,21

Źródło: opracowanie własne.

Największe różnice zanotowano między grupą 1 i 2 ( $p = 0,001$ ;  $U = 10992,5$ ) oraz między grupą 1 i 3 ( $p = 0,05$ ;  $U = 10858,5$ ).

#### 4.4.2. Typ akcjonariusza

Analizy regresji między wybranymi wskaźnikami efektywności a zmiennymi opisującymi typ dominujących akcjonariuszy nie przyniosły wielu wyników statystycznie istotnych. Zaobserwowano współwystępowanie wyższego wskaźnika rentowności operacyjnej i większych udziałów posiadanych przez polską firmę i stosowaniem przez spółkę akcji uprzywilejowanych. Uzyskany model jest przedstawiony w tabeli 11 ( $F(3,481) = 5,08$ ;  $p = 0,002$ ;  $R^2 = 0,031$ ).

**Tabela 11. Wyniki regresji**

Wyszczególnienie	Rentowność operacyjna		
	Beta	t	p
Firma polska	0,13	2,90	0,004
Jedna akcja = jeden głos	-0,09	-2,12	0,033
Aktywa (zm. kontrolna)	0,015	0,33	0,74

Źródło: opracowanie własne.

Zaobserwowano współwystępowanie wyższej efektywności spółki mierzonej wskaźnikiem ROS i wyższych udziałów posiadanych przez polską firmę. Uzyskany model jest przedstawiony w tabeli 12 ( $F(2,482) = 8,3$ ;  $p = 0,000$ ;  $R^2 = 0,033$ ).

**Tabela 12. Wyniki regresji**

Wyszczególnienie	Rentowność operacyjna		
	Beta	t	p
Firma polska	0,1	3,29	0,001
Aktywa (zm. kontrolna)	0,1	2,31	0,021

Źródło: opracowanie własne.

Zaobserwowano wyższy wskaźnik ROA współwystępujący ze spółkami stosującymi akcje uprzywilejowane. Uzyskany model jest przedstawiony w tabeli 13 ( $F(2,482) = 4,36$ ;  $p = 0,013$ ;  $R^2 = 0,02$ ).

Tabela 13. Wyniki regresji

Wyszczególnienie	Rentowność operacyjna		
	Beta	t	p
Jedna akcja = jeden głos	-0,12	-2,67	0,008
Aktywa (zm. kontrolna)	0,67	1,48	0,14

Źródło: opracowanie własne.

W celu dalszej analizy wykorzystano testy nieparametryczne. Dla analizy zależności między udziałami menedżera a efektywnością spółki pod uwagę wzięto jedynie te obserwacje, w których udział członków zarządu był wyższy od zera. Zebrane obserwacje podzielono na trzy grupy, w zależności od wysokości udziałów posiadanych przez członków zarządu:

- pierwsza grupa objęła spółki, w których menedżerowie posiadali do 33% udziałów;
- w drugiej grupie udział menedżerów wahał się między 34% a 54%;
- w trzeciej grupie znalazły się spółki z udziałem menedżera powyżej 54%.

Wykorzystując Test Kruskala Wallisa, zaobserwowano statystycznie istotne różnice w osiągniętych przez badane spółki wskaźnikach ROA ( $\chi^2(2) = 6,49$ ;  $p = 0,04$ ) oraz rentowności operacyjnej ( $\chi^2(2) = 5,24$ ;  $p = 0,073$ ). Średnie rangi ROA i rentowności operacyjnej przedstawiono w tabeli 14.

Tabela 14. Średnie rangi ROA i rentowności operacyjnej

Wskaźnik		Średnia ranga
ROA	1	64,82
	2	83,94
	3	65,91
Rentowność operacyjna	1	61,12
	2	80,11
	3	72,24

Źródło: opracowanie własne.

Największe różnice zanotowano między grupą 1 i 2 (dla wskaźnika ROA  $p = 0,022$ ;  $U = 840$ , dla wskaźnika rentowności operacyjnej  $p = 0,02$ ;  $U = 833$ ) oraz między grupą 2 i 3 (dla wskaźnika ROA  $p = 0,036$ ;  $U = 808$ ).

W ostatnim etapie analizy porównano efektywność przedsiębiorstwa ze względu na genezę, czyli kwestię, czy firma została sprywatyzowana, czy powstała po 1989 roku. Test U Manna Whitneyego wykazał, że w firmach powstałych po 1989 roku wartości wskaźnika ROE są wyższe niż w firmach sprywatyzowanych

( $U = 25684,50$ ;  $p = 0,05$ ). Wartości średnich rang wyniosły odpowiednio: 262,88 oraz 237,21.

## 5. Dyskusja wyników

### 5.1. Interpretacja wyników

Uzyskane wyniki w większości potwierdziły stawiane hipotezy, choć w przypadku zastosowanych obecnie metod badawczych część zależności można było zaobserwować po głębszych analizach, gdyż analizy regresji wykazały jedynie trzy współzależności.

Zaobserwowano, że wzrost koncentracji własności współwystępuje z lepszymi wynikami badanych spółek. Wykorzystany Test Kruskala Wallisa wskazał współwystępowanie wyższych wskaźników ROE i rentowności operacyjnej wraz ze wzrostem udziałów posiadanych przez dominującego akcjonariusza. Warto zauważyć, że średnie rangi wykazują pewne wyhamowanie tego wzrostu przy koncentracji udziałów powyżej 50%, choć współzależności te po przekroczeniu 50% głosów są statystycznie nieistotne. Krzywoliniowe zależności między koncentracją własności a wynikami firmy zostały potwierdzone w analizie udziałów posiadanych przez trzech największych akcjonariuszy. Test Kruskala Wallisa wykazał wzrost rentowności operacyjnej wraz ze wzrostem koncentracji przez trzech największych akcjonariuszy. Choć wyniki wskazują zdecydowanie pozytywny efekt koncentracji własności, to wzrost ten zostaje wyhamowany lub efektywność nawet nieznacznie spada, gdy koncentracja jest nadmierna. Wyniki te można tłumaczyć realizacją własnych interesów przez akcjonariuszy dominujących i działaniem na koszt akcjonariuszy mniejszościowych. Trzeba jednak podkreślić, że zauważone wcześniej współzależności gorszych wyników i silnej pozycji dominującego akcjonariusza<sup>27</sup> nie zostały zaobserwowane w niniejszym badaniu przy zastosowaniu innej metody analizy (brano pod uwagę poszczególne obserwacje, a nie firmy).

Analizy koncentrujące się na typie inwestora w kontekście efektywności firmy wykazały dwie współzależności. Analiza regresji wykazała współwystępowanie większych udziałów w posiadaniu polskich inwestorów strategicznych i branżowych z lepszymi wynikami firmy. Obserwacja ta podważa wcześniejsze rozważania (np. Frydman i Rapaczyński) krytykujące polskie firmy i uznające zagranicznych inwestorów strategicznych za najbardziej efektywnych właścicieli. Jak zaobserwowano w Teście Kruskala Wallisa wyższe udziały pozostające w posiadaniu polskich inwestorów strategicznych i branżowych współwystępowały z wyższymi wskaźnikami ROE, ROA i ROS.

<sup>27</sup> M. Aluchna, *Mechanizmy...*, *op. cit.*

Uzyskane wyniki potwierdzają natomiast hipotezę zaobserwowaną przez Shleifera i Vishnego<sup>28</sup> o współzależności krzywoliniowej między udziałami menedżera we własności a efektywnością spółki mierzoną wskaźnikami ROA i rentowności operacyjnej. Inaczej niż oczekiwano poziomy zależności te mają odwrotny kierunek niż w przypadku tych obserwowanych na rynkach rozwiniętych – efektywność firmy jest niższa, gdy menedżer posiada do 33% oraz powyżej 54% udziałów we własności. Zaobserwowano wyższe wskaźniki ROE i rentowności operacyjnej, gdy udziały menedżera we własności kształtują w przedziale 34–54%.

Dodatkowo, wyraźnie została potwierdzona ostatnia hipoteza, zakładająca wyższą efektywność firmy w przypadku firm powstałych po 1989 roku w porównaniu z firmami sprywatyzowanymi. Wyniki takie można tłumaczyć wysokimi kosztami związanymi z prywatyzacją i restrukturyzacją dawnych przedsiębiorstw państwowych oraz wysoką przedsiębiorczością firm powstałych po 1989 roku, które nie są obciążone bagażem przeszłych systemów zarządzania i produkcji.

## 5.2. Problemy metodologiczne

Uzyskane wyniki należy także odnieść do pewnych problemów metodologicznych, jakie pojawiają się w analizach nad efektywnością struktury własności. Przede wszystkim nasuwają się wątpliwości co do zależności i niezależności zmiennych. Drugim aspektem są metody pomiaru efektywności przedsiębiorstwa. Część badaczy wykorzystuje wskaźniki oparte na danych księgowych, które mają charakter historyczny, część natomiast posługuje się wskaźnikiem Q Tobina, które w bazują na kursie akcji i zależą od efektywności rynku kapitałowego. Warto zauważyć, że posługiwanie się wyłącznie wskaźnikami opartymi na rynku kapitałowym w przypadku polskich firm niesie za sobą niemało wątpliwości z uwagi na wiele ograniczeń naszej wciąż rozwijającej się giełdy (niska płynność). Dodatkowo, podkreśla się wykorzystywanie innych wskaźników, jak np. stopień manipulowania zyskami czy budowanie złożonych modeli ekonometrycznych<sup>29</sup>. Wreszcie, pojawia się pytanie o kierunek tych zależności – czy struktura własności wpływa na wyniki firmy, czy może to określone wyniki spółki przyciągają konkretny typ inwestorów i wpływają na stopień koncentracji. Różnice w strukturze własności poszczególnych firm zależą także od ekonomii skali, regulacji i stabilności otoczenia w jakim przyszło im działać.

Inne wątpliwości, o których należy wspomnieć, dotyczą doboru próby oraz metody analizy. Oczywiście najlepszym rozwiązaniem jest jak najdłuższy czas obserwacji, do czego dążono w niniejszym badaniu. Jednakże powstaje pytanie, czy należy badać jedynie firmy wchodzące w skład WIG, czy też wszystkie spółki,

<sup>28</sup> A. Shleifer, R. W. Vishny, A survey of Corporate..., *op. cit.*

<sup>29</sup> M. Gruszczyński, Nadzór korporacyjny – badania ilościowe, „Przegląd Corporate Governance”, No. 3 (7), 2006, s. 83–88.

czy dobór próby powinien zakładać równomierny skład firm sprywatyzowanych i powstałych po 1989 roku. Innym rozwiązaniem jest także analizowanie firm największych nie dla danego roku (np. tu 2004 rok), ale spółek największych w każdym roku. To drugie rozwiązanie z kolei prowadzi do większej fluktuacji w obrębie próby i, tym samym, uniemożliwia analizę wielu firm na przestrzeni wybranego okresu (np. 10 lat). Naturalnie pojawiają problemy ze zbieraniem danych – zakup danych jest albo niemożliwy, gdyż instytucje nie gromadzą takich informacji, albo ceny są niezmiernie wysokie. Dodatkowo, należy rozpatrzyć sposób analizy – czy koncentrować się na obserwacjach (co zwiększa w próbie udział spółek dłużej obecnych na giełdzie), czy badać poszczególne firmy i dążyć do uśredniania wyników efektywności. Oba podejścia mają swoje mocne i słabe strony, jednakże niewielki okres, z jakiego pochodzą dane, jeszcze bardziej sytuację komplikuje. Warto także podkreślić pewną dodatkową trudność, jaką jest niska jakość danych lub często ich niedostępność za lata wcześniejsze (przed 2002 rokiem).

## 6. Podsumowanie

Niniejsze opracowanie omawia zagadnienie efektywności struktury własności koncentrując się na zależnościach między koncentracją własności i typem dominujących akcjonariuszy a wynikami firmy. Przegląd badań międzynarodowych wskazuje, że mimo znacznego zróżnicowania charakterystyki struktury własności, wiele zależności między strukturą własności a wynikami firmy zachodzi na całym świecie. Badania nad efektywnością struktury własności są niezwykle interesujące w gospodarkach transformujących się, w tym w Polsce, z uwagi na możliwość oceny wdrażanych programów przekształceń własnościowych i rozwoju przedsiębiorczości. Badania nad identyfikacją struktury własności polskich przedsiębiorstw oraz znaczenia danej struktury w kontekście uzyskiwanych wyników są prowadzone w Polsce od około 6 lat. Tak krótki okres badań oraz dynamiczny proces rozwoju polskiego sektora przedsiębiorstw założonych po 1989 roku wymaga kolejnych analiz i testowania zanotowanych współzależności. Niniejsze badanie przeprowadzone na wybranych spółkach akcyjnych, notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, miało na celu przyczynienie się do zrozumienia właśnie tych zależności. Uzyskane wyniki wskazują na pozytywny wpływ koncentracji własności, udziału polskich inwestorów strategicznych oraz odnotowują krzywoliniowe zależności między udziałem menedżera we własności a efektywnością firmy, jednakże w kierunku odwrotnym niż w przypadku gospodarek rozwiniętych. Dodatkowo, potwierdzono wcześniejszą obserwację o lepszych wynikach osiąganych przez spółki założone po 1989 roku.

Tematyka struktury własności jest niezmiernie interesującym obszarem badawczym nie tylko z uwagi na ciągłe zmiany w obrębie własności wielu firm na całym świecie, ale także ze względu na coraz nowocześniejszy warsztat metodologiczny, który umożliwia prowadzenie wielu analiz. Dalsze badania są zatem niezwykle istotne i potrzebne dla zrozumienia omawianych tu zależności.

## 7. Bibliografia

1. Allen F., Douglas G., *Comparing financial systems*, The MIT Press, Cambridge 2000.
2. Aluchna M., *Mechanizmy nadzorcze wykorzystywane w polskich spółkach akcyjnych*, rozprawa doktorska, Kolegium Zarządzania i Finansów SGH, Warszawa 2004.
3. Ang J. S., Cole R. A., Wuh Lin J., *Agency costs and ownership structure*, „*Journal of Finance*”, Vol. 55, 2000, No. 1, s. 81–106.
4. Becht M., Röell A., *Blockholdings in Europe: An international comparison*, „*European Economic Review*”, Vol. 43, 1999, s. 1049–1056.
5. Coffee J. C. Jr., *Privatization and corporate governance: The lessons from securities market failure*, Columbia Law School, Center for Law and Economics Studies, Working Paper, No. 158, 1999, <http://www2.law.columbia.edu/law-economicstudies/papers/workp158.pdf>
6. Commander S., Dutz M., Stern N., *Restructuring in transition economies: Ownership, competition and regulation*, World Bank, 1999, [http://www.worldbank.org/research/abcde/washington\\_11/pdfs/stern.pdf](http://www.worldbank.org/research/abcde/washington_11/pdfs/stern.pdf)
7. Demsetz H., Villalongab B., *Ownership structure and corporate performance*, „*Journal of Corporate Finance*”, Vol. 7, 2001, s. 209–233.
8. Demsetz H., Lehn K., *The structure of corporate ownership: Causes and consequences*, „*Journal of Political Economy*”, Vol. 93, 1985, s. 1155–1177.
9. Dzierżanowski M., Tamowicz P., *Własność i kontrola polskich korporacji*, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk 2001, <http://www.pfcg.org.pl/pfcg/download/dopdf.pdf>
10. Faccio M., Lasfer A., *Do occupational pension funds monitors companies in which they hold large stakes?*, „*Journal of Corporate Finance*”, Vol. 6, 2000, s. 71–110.
11. Fama E. F., Jensen M. C., *Separation of Ownership and Control*, „*Journal of Law and Economics*”, 1983, Vol. XXVI.
12. Grosfeld I., Tressel T., *Competition and corporate governance: Substitutes or complements? Evidence from the Warsaw Stock Exchange*, William Davidson Institute, Working Paper, No. 369, 2001, <http://eres.bus.umich.edu/docs/work-pap-dav/wp369.pdf>



13. Grossman S. J., Hart O. D., One share-one vote and the market for corporate control, „Journal of Financial Economics”, Vol. 20, 1988, s. 175–202.
14. Gruszczyński M., Nadzór korporacyjny – badania ilościowe, „Przegląd Corporate Governance”, Nr 3 (7), 2006, s. 83–88.
15. Halpern P. J. N., Systemic perspectives on corporate governance, w: S. S. Cohen, G. Boyd, Corporate Governance and Globalization. Long Range Planning Issues, Edward Elgar, Northampton, MA, USA 2000.
16. Kozarzewski P., Changes in corporate governance structures in Polish privatized companies, Centre for the Study of Economic and Social Change in Europe, School of Slavonic and East European Studies, Working Paper, No. 8, 2002.
17. Mock R., Shleifer A., Vishny R. W., Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis, „Journal of Financial Economics”, No 20, 1988.
18. Monks R. A. G., Minow N., Corporate governance, Blackwell Business, 2004.
19. Neun S. P., Santerre R. E., Dominant stockownership and profitability, „Managerial and Decision Economics”, Vol. 7, 1986, s. 207–210.
20. Pajuste A., Corporate governance and stock market performance in Central and Eastern Europe, 2002, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=310419](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=310419)
21. Shleifer A., Vishny R. W., A survey of Corporate Governance, „Journal of Finance”, Vol. 52, 1997, s. 737–783.

## Typologia powiązań kooperacyjnych przedsiębiorstw

### 1. Wprowadzenie

We współczesnym świecie gospodarczym coraz częściej zauważane są jednoczesne relacje konkurencji i kooperacji między przedsiębiorstwami tworzące zjawisko kooperencji. Za kooperencję uznaje się układ strumieni jednoczesnych i współzależnych relacji konkurencji i kooperacji między konkurentami zachowującymi swoją odrębność organizacyjną. Relacje kooperacyjne tworzone są do realizacji konkretnych celów strategicznych w określonym horyzoncie czasowym, a ich konsekwencje mają istotny wpływ na strategię rozwoju zaangażowanych stron<sup>1</sup>. Kooperencja odnosi się do relacji kooperacyjnych i konkurencyjnych o charakterze ciągłym i kompleksowym. Ciągłość tych relacji wynika z długookresowości ich trwania oraz aktywności ich funkcjonowania. Kompleksowość kooperencji bierze się z wielostronności powiązań, których kontekst jest rozpatrywany nie tylko w ramach bezpośrednio zaangażowanych stron, ale również grup przedsiębiorstw (w strukturach, których są istotnym elementem) oraz całych sektorów. Relacje kooperacyjne i konkurencyjne analizowane są jako układ ich strumieni, niż rozdzielne umowy, czy jednostkowe działania.

Kooperencja może zawierać powiązania formalne, jak i niesformalizowane. Jednakże jedynie część kooperacyjna może (ale nie musi) przyjąć formę sformalizowanych relacji. M. Zineldin zauważa, że oprócz umów sformalizowanych, relacje kooperacyjne są również tworzone w wyniku wszelkich umów nieformalnych o charakterze porozumień społecznych, przypieczętowanych „uściśnięciem dłoni”<sup>2</sup>.

Współpraca między konkurentami może przyjąć rozmaite formy. W ramach kooperencji, konkurencji mogą współdziałać m.in. w formie licencji, *franchisingu*, *nonequity alliances* (współpraca obejmująca pojedyncze lub kilka funkcji łańcucha wartości, np. *B+R*, marketingu, produkcji), umów outsourcingowych, *joint ventures*, częściowego wykupu, ale również korzystać ze wspólnych montowni i wymieniać się pomocą techniczną. Współpraca może przyjąć formy zarówno kapi-

---

<sup>1</sup> J. Cygler, Kooperencja – nowy typ relacji między konkurentami, „Organizacja i Kierowanie”, Nr 2/2007 (w druku).

<sup>2</sup> M. Zineldin, Co-opetition: the organization of the future, „Marketing Intelligence & Planning”, 2004, Vol. 22, No. 7, s. 782.

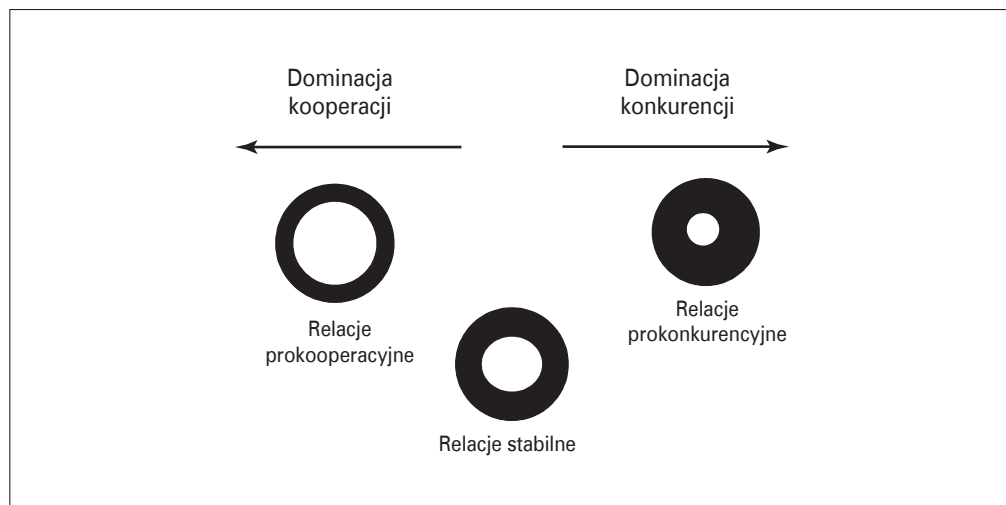
tałowe (*joint venture*, częściowy wykup), jak i niekapitałowe (pozostałe). Wybór formy współpracy zależy m.in. od przyjętych celów, zakresu współpracy, istotności dla kształtowania przewag konkurencyjnych oraz od poziomu wzajemnego zaufania i rywalizacji. Często w relacjach kooperacyjnych spotykane są powiązania kooperacyjne o charakterze mieszanym, w których występują zarówno umowy kapitałowe, jak i związki niekapitałowe, porozumienia formalne oraz relacje nieformalne. Wzrost nasilenia zjawiska kooperacji w gospodarce światowej jest zauważany od lat 80. XX wieku. W ostatnich latach dynamika rozwoju kooperacji znacząco zyskała na sile. Oprócz zwiększenia częstotliwości występowania kooperacji, relacje konkurencyjno-kooperacyjne uległy również znacznemu zróżnicowaniu, rozszerzając gamę możliwych typów ich występowania.

## 2. Przegląd typów kooperacji

### 2.1. Typy kooperacji ze względu na układ relacji kooperacji i konkurencji

Relacje kooperacyjne można podzielić na kilka typów, w zależności od przyjętych kryteriów wyboru. Kryteria te charakteryzują się zróżnicowanym stopniem ogólności oraz złożoności. Jednym z najważniejszych i jednocześnie najbardziej ogólnych kryteriów selekcji typów kooperacji jest stopień konkurencji oraz kooperacji. Można wyróżnić kooperacyjne relacje prokooperacyjne, prokonkurencyjne oraz stabilne (por. rysunek 1).

**Rysunek 1. Typy relacji kooperacyjnych między konkurentami**



Źródło: opracowanie własne na podstawie: M. Bengtsson, S. Kock, „Coopetition” in Business Networks – Cooperate and Compete Simultaneously, „Industrial Marketing Management”, 2000, Vol. 29, s. 416.

Kooperacyjne relacje prokooperacyjne charakteryzują się dominacją związków współpracy w stosunku do działań konkurencyjnych. Układ taki w dłuższym horyzoncie czasowym będzie miał tendencje do przejścia lub fuzji partnerów układu.

Kooperacyjne relacje prokonkurencyjne cechuje dominacja zjawisk i działań rywalizacyjnych nad współdziałaniem. Układ ten charakteryzuje się krótkotrwałością powiązań, powodujących powstanie sytuacji konfliktowych między stronami. W rezultacie partnerzy będą skłonni rozstać się, a w skrajnych przypadkach dążyć do wrogich przejęć.

Relacje stabilne w układzie kooperacyjnym tworzą sytuację zrównoważenia stopnia działań konkurencyjnych i kooperacyjnych między stronami. Przedsiębiorstwa mogą realizować swoje cele dzięki zapewnieniu koniecznych warunków organizacyjnych oraz częściowemu ograniczeniu ich zachowań oportunistycznych w granicach wystarczających do podjęcia stabilnych działań kooperacyjnych.

Poziom relacji konkurencyjnych i kooperacyjnych jest również podstawą identyfikacji czterech podstawowych typów kooperencji, które wymagają zróżnicowanych zachowań strategicznych przedsiębiorstw (zob. tabela 1).

**Tabela 1. Typy kooperencji ze względu na poziom konkurencji i kooperacji**

Poziom konkurencji	wysoki	Wojownik	Integrator
	niski	Samotnik	Partner
		niski	wysoki
		Poziom kooperacji	

Źródło: opracowanie własne na podstawie: A. A. Lado, N. G. Boyd, S. C. Hanlon, Competition, Cooperation, and the search for Economic Rents: A Syncretic Model, „Academy of Management Review”, 1997, Vol. 22, No. 1, s. 110–141; Y. Luo, Coopetition in International Business, Copenhagen Business School Press, Copenhagen 2004, s. 32–33.

W sytuacji, kiedy poziom konkurencji i kooperacji należą do niskich przedsiębiorstwa przyjmują strategię samotników<sup>3</sup>. Jest ona charakterystyczna dla firm bardzo wąsko wyspecjalizowanych. Korzyści wynikające z dominującej pozycji w zajmowanych segmentach rynku (zarówno w wymiarze lokalnym, jak i międzynarodowym) nie skłaniają przedsiębiorstwa do nawiązywania szerokiej współpracy. Uprzywilejowana pozycja stwarza korzystne warunki również do tworzenia

<sup>3</sup> Y. Luo, Coopetition in International Business..., *op. cit.*, s. 32–33.

podwyższonych barier wejścia dla konkurentów – naśladowców. Kluczowym czynnikiem sukcesu strategii samotnika jest posiadana wiedza z zakresu produkcji, zarządzania i działań marketingowych w wybranym segmencie oraz *know-how*. Dzięki temu samotnik jest w stanie utwierdzić swoją pozycję poprzez unikatowość oferty produktowej i rynkowej, trudnej do naśladowania. Ponadto strategia samotnika może być umocniona w wyniku korzyści skali dzięki internacjonalizacji działań, przyjmując podobną strategię działań w odpowiednich segmentach rynków kilku krajów. Istotnym warunkiem powodzenia strategii samotnika jest dążenie do uzyskiwania korzyści wynikających z integracji pionowej, nakierowanej na ochronę unikalnej wiedzy i *know-how* oraz minimalizację kosztów koordynacji.

Przedsiębiorstwa będą skłonne wybrać strategię wojownika w sytuacjach wyróżniających się silnymi relacjami konkurencyjnymi oraz słabymi powiązaniem kooperacyjnymi. Powstaje ona najczęściej w sektorach charakteryzujących się konkurencją oligopolistyczną, deregulacją przemysłową, wyrafinowanym popytem (nie tylko na skalę jednego kraju)<sup>4</sup>. Ponadto sytuacja sprzyjająca wyborowi strategii wojownika powstaje wtedy, gdy występują ograniczenia w dyferencjacji produktów, działań rynkowych i dostępnych zasobów. Powstają wtenczas tendencje zniechęcające do zawiązywania porozumień kooperacyjnych i wzmagają zachowania konkurencyjne. Przykładem takiej sytuacji są relacje korporacji Coca-Cola i Pepsi.

Kluczowym czynnikiem sukcesu strategii wojownika jest dogłębna i kompleksowa analiza otoczenia, ze szczególnym uwzględnieniem planów, zamierzeń i strategii konkurentów. Działania wojownika będą silnie oparte na scenariuszach rozwiązań, w zależności od podjętych działań innych graczy. Sukces tej strategii również zależy od szybkości i elastyczności działania. Wojownik będzie bacznie obserwował swoich konkurentów i natychmiast reagował, wykorzystując ich błędy i spóźnione reakcje. Będzie on uczestniczył w swego rodzaju grze wojennej.

W ramach strategii wojownika istotna wydaje się również próba wykorzystania pogłębionej segmentacji, wyszukiwanie lub tworzenie nowych nisz rynkowych oraz koncentracja na tworzeniu tzw. mistrzostwa technologicznego. Niebagatelne jest również wykorzystanie międzynarodowego cyklu życia produktu. W krajach Ameryki Łacińskiej (np. Meksyku, Peru, Kolumbii) oferuje się produkty, które w krajach G-8 uznane są za technologicznie i rynkowo dojrzałe lub schyłkowe. Do ważnych elementów strategii wojownika należą: unifikacja kanałów dystrybucji (tworzenie sieci dystrybucji), systemu logistycznego, tworzenie i przewożenie standardom technicznym i jakościowym, bilansowanie portfela działalności w skali

<sup>4</sup> G. Hamel, C. K. Prahalad, Collaborate with Your Competitors – and Win, „Harvard Business Review”, 1989, January–February, s. 133–139.

międzynarodowej, łamanie lojalności klientów wobec konkurentów oraz optymalizacja kosztowa.

Przedsiębiorstwa zdecydują się na strategię integratora w sytuacji, gdy poziom relacji konkurencyjnych i kooperacyjnych jest wysoki. Powstaje ona, gdy przedsiębiorstwa współpracują ze sobą w zakresie jednej funkcji łańcucha wartości (np.  $B+R$ ), a jednocześnie konkurują w ramach innej (np. oferty produktowej, kanałów dystrybucji, poszczególnych instrumentów marketingowych). Rzadko się zdarza, żeby konkurenci współzawodniczyli bezpośrednio ze sobą w każdej grupie produktowej, każdym segmencie odbiorców, czy rynku geograficznym. Istnieje duża możliwość wyznaczenia obszarów współpracy, która przyniesie zaangażowanym stronom wymierne korzyści. Szczególnie jest to powszechne w sektorach zaawansowanych technologicznie, jak: biotechnologia, półprzewodniki, telekomunikacja, elektronika użytkowa i wojskowa, sektor lotniczy. Dzięki związkom kooperacyjnym strony zwiększają swoją konkurencyjność m.in. poprzez obniżanie kosztów  $B+R$ , logistyki (wewnętrznej i zewnętrznej), pozyskiwania zasobów, redukcję ryzyka działania, zwiększenie liczby źródeł przewag konkurencyjnych oraz proces wzajemnego uczenia się<sup>5</sup>. Układy kooperacyjne stymulują relacje konkurencyjne m.in. jako reakcja na zawierane związki. Zadaniem strategii integratora jest stworzenie właściwych proporcji między relacjami konkurencyjnymi a kooperacyjnymi, by osiągnąć założone cele strategiczne. Proporcje te nie dotyczą tylko tych konkurentów, z którymi zawiązywana jest współpraca, ale wszystkich uczestników gry. Istotne wydają się więc kwestie właściwej alokacji zasobów, rozproszenia ryzyka, kształtowania skutecznych kanałów informacji oraz koordynacji działań kooperacyjnych i konkurencyjnych.

Przedsiębiorstwa będą skłonne wybrać strategię partnera w sytuacji, gdy poziom kooperacji jest wysoki, przy osłabionych relacjach konkurencyjnych. Okoliczności sprzyjające wyborowi strategii partnera powstają w przypadku znacznej komplementarności zasobów oraz rozdzielności rynkowej. Komplementarność zasobów partnerów powoduje, że kierując się logiką transakcyjną, przedsiębiorstwa będą dążyły do zacieśnienia związków kooperacyjnych. Natomiast rozdzielność rynkowa sprzyja osłabieniu zachowań konkurencyjnych<sup>6</sup>.

W ramach strategii partnera przedsiębiorstwa będą dążyły do zacieśnienia związków kooperacyjnych, by zdobyć korzyści wynikające z efektu synergii. Gdy pierwsze kontakty w ramach współpracy (formalnej i nieformalnej) przyniosą efekty, strony będą dążyły do zacieśnienia związków oraz rozszerzenia ich

<sup>5</sup> C. Clarke-Hill, H. Li, B. Davis, The Paradox of Co-Operation and Competition In Strategic Alliances: Towards a Multi-Paradigm Approach, „Management Research News”, 2003, Vol. 26, No. 1, s. 1–20.

<sup>6</sup> M. Romanowska, Sojusze strategiczne przedsiębiorstw, „Organizacja i Kierowanie”, 1992, Nr 1–2 (67–68).

zakresu. Powolna konsolidacja jest bardziej korzystna, niż poszukiwanie innego partnera do kolejnego układu (ograniczone są koszty m.in. negocjacji warunków umowy, poznawania i dostosowania systemów zarządzania nowych partnerów). Równie istotną kwestią w tworzeniu trwałych i stabilnych relacji kooperacyjnych jest kompatybilność wartości, kultur organizacyjnych między stronami. Poznanie dążeń partnera, jego filozofii działania i misji coraz częściej staje się kluczowym czynnikiem utrwalającym współpracę. Dlatego też w wielu przypadkach strony próbują tworzyć wspólne wartości i wydarzenia istotne dla stron, które jeszcze mocniej wzmocniłyby ich relacje.

## 2.2. Typy kooperacji ze względu na kompatybilność kulturową i strategiczną

R. Rijamampianina i T. Carmichael reprezentują pogląd o kluczowości znaczenia kompatybilności kulturowej oraz komplementarności strategicznej dla stabilności relacji kooperacyjnych<sup>7</sup>. Kompatybilność kulturowa wskazuje na stopień spójności kultur organizacyjnych stron układu oraz skłonność do ich zmian. Stopień kompatybilności kultur jest wysoki, gdy kluczowe wartości hołdowane przez strony są podobne. Natomiast kompatybilność kultur ulega radykalnemu obniżeniu, gdy kluczowe wartości kulturowe są znacząco odmienne oraz ich adaptacja i zmiany będą należały do skomplikowanych i trudnych do realizacji. Zdaniem G. Hofstede najłatwiej ulegają zmianie takie elementy kultury, jak symbole, później zaś rytuały i bohaterowie<sup>8</sup>.

Komplementarność strategiczna wyraża się w zbieżności posiadanych przez strony możliwości i zamiarów strategicznych, komplementarności i kompletności zasobów strategicznych oraz kluczowych kompetencji (zob. tabela 2).

W sytuacji, gdy strategie partnerów układu kooperacyjnego nie wykazują podobieństw oraz nie są komplementarne nie ma podstaw do nawiązywania bezpośrednich kontaktów gospodarczych (pole E w tabeli 2). Warunkiem koniecznym do utworzenia relacji kooperacyjnych jest podobieństwo imperatywu strategicznego lub jego kompatybilność w przypadku odmienności.

Organizacje, których kultury organizacyjne są kompatybilne, a ich imperatywy strategiczne podobne (pole A) będą tworzyły relacje kooperacyjne oparte na podstawach kulturowych. Układ ten może mieć przewagę relacji konkurencyjnych nad kooperacyjnymi. Jednakże należy on do stabilnych.

<sup>7</sup> R. Rijamampianina, T. Carmichael, A Framework for Effective Cross-cultural Co-opetition between Organizations, „Problems and Perspectives in Management”, 2005, Vol. 4, s. 92–103.

<sup>8</sup> G. Hofstede, Problem Remain, but Theories will Change: the Universal and The Specific in 21<sup>st</sup> – century Global Management, „Organizational Dynamics”, 1999, Vol. 28 (1), s. 34–45.

**Tabela 2. Typy relacji kooperacyjnych, w zależności od kompatybilności kulturowej i komplementarności strategicznej stron**

		Kultury		
		kompatybilne	niekompatybilne	
Imperatyw strategiczny	podobny	Kooperacja oparta na kulturze (A)	Kooperacja oparta na praktyce (B)	
	odmienny	komplementarny	Kooperacja (C)	Kooperacja oparta na strategii (D)
		niekomplementarny	Brak relacji gospodarczych (E)	

Źródło: R. Rijamampianina, T. Carmichael, A Framework for Effective..., *op. cit.*, s. 97.

Relacje kooperacyjne, w których występuje zbieżność zamiarów strategicznych przy różnicach kulturowych, określane są jako oparte na praktyce (B). Kluczowym czynnikiem sukcesu układu jest zdolność partnerów do wzajemnego uczenia się i elastyczność kultur organizacyjnych. W innym przypadku strony mogą pozostać jawnymi konkurentami.

Obszar C charakteryzuje sytuację, w której strony posiadają strategie komplementarne oraz kultury kompatybilne. Są to doskonałe warunki do tworzenia stabilnej i trwałej współpracy, w której elementy konkurencyjne mogą zniknąć całkowicie<sup>9</sup>.

Sytuacja, w której występuje komplementarność strategiczna i brak kompatybilności kulturowej (D), tworzy warunki do tworzenia i rozwoju relacji kooperacyjnych opartych na zasadach strategicznych. W relacjach typu D mogą wystąpić nieco silniejsze związki kooperacyjne niż konkurencyjne, które odgrywałyby rolę

<sup>9</sup> Ten przypadek nie jest brany pod uwagę jako przykład kooperacji, gdyż nie są spełnione warunki definicji o jednoczesnym występowaniu relacji konkurencji i kooperacji.



stymulatora w procesach uczenia się, transferu wiedzy oraz adaptacji elementów kultury organizacyjnej stron.

Kluczowym czynnikiem powodzenia realizacji powiązań kooperacyjnych typu A, B i D jest właściwe i wzajemne kształtowanie elementów kultury organizacyjnej przedstawionych w koncepcji G. Hofstede. Warunkiem właściwego kształtowania tych elementów jest dogłębne poznanie i kształtowanie wzajemnych motywacji, interakcji, wizji, czy determinantów procesu uczenia się.

### 2.3. Typy kooperencji ze względu na złożoność powiązań i liczbę uczestników

Powiązania kooperacyjne mogą przyjmować zróżnicowane typy, w zależności od stopnia złożoności powiązań oraz liczby uczestniczących stron (zob. tabela 3). Wyróżnić można kooperencję dwustronną oraz wielostronną (sieciową)<sup>10</sup>. W przypadku kooperencji dwustronnej rozróżnia się prostą kooperencję dwustronną oraz złożoną kooperencję dwustronną. Prosta kooperencja dwustronna występuje, gdy relacje konkurencyjne i kooperacyjne angażują dwie strony na jednym poziomie łańcucha wartości. Taki typ powiązań występuje w konsorcjach w zakresie  $B+R$ . Prosta kooperencja dwustronna jest często kojarzona z aliansami utworzonymi do realizacji określonego projektu (najczęściej badawczego), które mają ograniczony zakres funkcji łańcucha wartości oraz horyzontu czasowego.

Złożona kooperencja dwustronna powstaje wtedy, gdy dwie strony tworzą relacje kooperacyjne wokół kilku funkcji łańcucha wartości. Przykładem tego typu kooperencji są relacje w globalnym sektorze samochodowym, gdzie współpraca może być realizowana w zakresie  $B+R$ , czy produkcji, a konkurencja odbywa się w obszarze dystrybucji samochodów. Przykładami tego typu relacji są związki: BMW-Daimler Chrysler, Honda-Isuzu, Renault-Nissan, PSA-Toyota. Porozumienia te reprezentują różne formy i zakres łańcucha wartości relacji kooperacyjnych. Najczęściej jednak złożona kooperencja dwustronna w tym sektorze obejmuje takie funkcje, jak:  $B+R$ , technologia i technika wytwarzania poszczególnych komponentów, projektowanie linii produkcyjnych (np. automatyczne skrzynie biegów, silniki HDI, produkcja modułowa, optymalizacja oferty produktowej, optymalizacja zakupów i innych kosztów). Jednak działania czysto rynkowe pozostają relacjami konkurencyjnymi między partnerami. Ten typ stosunków można określić jako „sprzymierzeni w kosztach, rywale na rynku”.

<sup>10</sup> G. B. Dagnino, G. Padula, Coopetition Strategy; A New Kind of Interfirm Dynamics For Value Creation, Second Annual Conference: „Innovative Research in Management”, The European Academy of Management, Stockholm, 9–11 maja 2002, s. 14.

**Tabela 3. Typy kooperencji ze względu na liczbę uczestników oraz zakres relacji kooperacyjnych**

		Liczba firm w układzie	
		Dwie firmy	Więcej niż dwie
Poziom łańcucha wartości	Jeden	Prosta kooperacja dwustronna	Prosta kooperacja wielostronna
	Kilka	Złożona kooperacja dwustronna	Złożona kooperacja wielostronna

Źródło: G. B. Dagnino, G. Padula, *Coopetition Strategy...*, op. cit., s. 30.

Natomiast kooperacja wielostronna (sieciowa) przyjmuje bardziej skomplikowaną strukturę powiązań między partnerami, których jest więcej niż tylko dwa podmioty. Tutaj również można wyróżnić prostą kooperację wielostronną oraz złożoną kooperację wielostronną. Prosta kooperacja wielostronna angażuje kilka przedsiębiorstw lub ich grupy (sieci) wokół jednego poziomu łańcucha wartości. Przykładem takiej struktury relacji są powiązania typu dostawca–odbiorca, znane również jako *parallel sourcing*. Prosta kooperacja wielostronna najczęściej jest spotykana w powiązaniach sieciowych japońskich producentów samochodowych. Dla przykładu, Toyota ma kilku dostawców jednego komponentu, z czego co najmniej jeden jest członkiem tej grupy kapitałowej. Taki wybór pozwala wytwórcom samochodów na stawianie warunków dostaw (zakresu i sposobu realizacji współpracy). Jednocześnie powiązania z dostawcami są na tyle trwałe, że sposób działania producenta wywiera nacisk na system zarządzania dostawcy i konieczność dostosowania do specyfiki odbiorcy. Nie oznacza to jednak rezygnacji z relacji konkurencyjnych. Sekret jednoczesnego funkcjonowania zjawisk konkurencyjnych i kooperacyjnych polega na gotowości pracy z dostawcami, w celu rozwiązania problemów technicznych i ekonomicznych, oraz na unikaniu zachowań czysto oportunistycznych, wyrażających się w nagłych zmianach dostawcy. Jednak świadomość funkcjonowania współpracy producenta z kilkoma konkurencyjnymi dostawcami powoduje występowanie zjawisk konkurencyjnych między nimi na stosunkowo wysokim poziomie.

Złożona kooperacja wielostronna (sieciowa) powstaje w przypadku angażowania wielu firm (ich sieci) wokół kilku funkcji łańcucha wartości. Najczęściej ten typ relacji jest spotykany w porozumieniach wielostronnych (np. Wspólnota Andyjska), czy gronach (*clustry*). Złożona kooperacja wielostronna jest widoczna

w powiązaniach sieciowych producentów opon: Michelin, Goodyear, Pirelli i Dunlop. Mimo zaciętej konkurencji na rynku opon, produkty różnych firm są dostarczane równocześnie do tego samego odbiorcy (Renault Scenic, Audi).

Rozpatrując występowanie wielostronnych powiązań kooperacyjnych zauważyć można, że stały się one istotną częścią rozwoju struktur sieciowych. Analiza związków o charakterze sieciowym w krajach azjatyckich dowodzi etapowości ewolucji struktur sieciowych, w których integralną częścią stały się relacje kooperacyjne. C. Y-Y. Lin i J. Zhang, prowadząc badania w sektorze wydawniczym Tajwanu, zaobserwowali ogromne znaczenie elastyczności oraz ciągłej ewolucji strukturalnej powiązań sieciowych, jako ich kluczowego czynnika sukcesu<sup>11</sup>. Wskazali oni na trzy podstawowe etapy rozwoju struktur sieciowych: sieci zdominowane (*centre-satelite structure*), sieci kooperacyjne (*co-opetition structure*) oraz sieci o strukturze pajęczyny (*spider-web structure*). Sieci o strukturze zdominowanej powstawały głównie w latach 80. XX wieku i przeżywały swój rozwój aż do połowy lat 90. Sieć zdominowana była tworzona wokół przedsiębiorstwa, które w nowej strukturze przyjmowało rolę centrum dowodzenia. Firmy satelickie miały różną wielkość, a ich znaczenie w strukturze było uzależnione od udziału w decyzjach strategicznych całego układu (por. rysunek 2).

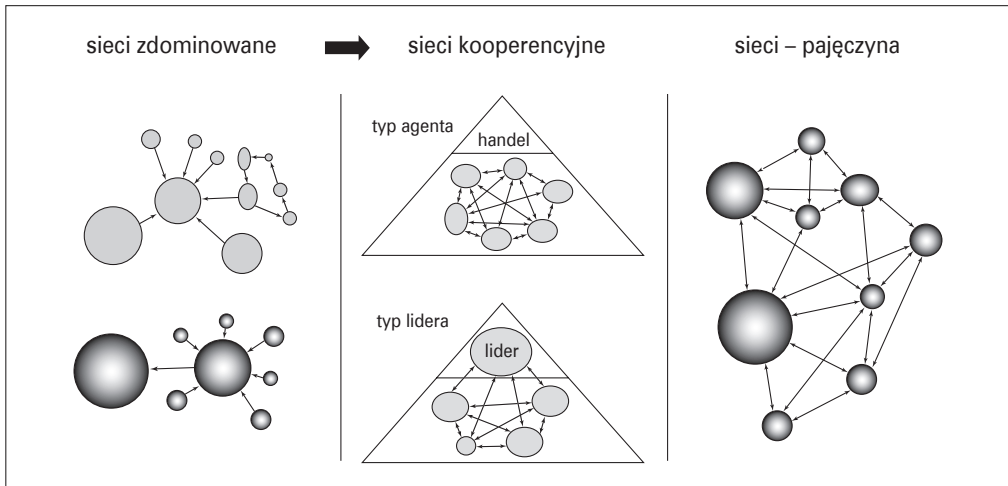
Struktury kooperacyjne to etap bilansowania relacji kooperacyjnych i konkurencyjnych w powiązaniach sieciowych. Struktury zaczęły rozwijać się dynamicznie od połowy lat 90. XX wieku jako reakcja na zaostrzającą się konkurencję globalną. Sieci kooperacyjne były konsekwencją ewolucyjną sieci zdominowanych, dzięki którym uczestnicy układu znacznie podnieśli swoją konkurencyjność (przebieg rozwoju powiązań w Tajwanie).

W kooperacyjnych sieciach można wyróżnić dwa zasadnicze typy struktur: typ agenta i typ lidera. Typ agenta charakteryzuje współpracę przedsiębiorstw lokalnych na rynku globalnym z udziałem agenta handlowego. W przypadku konkurencji przedsiębiorstw na rynku wewnętrznym, jak i rynkach zagranicznych, wojny cenowe obniżają zyski tych firm oraz agenta handlowego. Dla wszystkich stron znacznie korzystniejsze jest zawarcie współpracy wielostronnej (pod przewodnictwem agenta), pozwalającej na wspólne ustalanie cen oraz wzajemne wsparcie w razie potrzeby. Typ lidera dotyczy podobnych przypadków konkurencji, jednak

<sup>11</sup> Badania obejmowały rejestrację przekształceń strategicznych przedsiębiorstw związanych z sektorem wydawniczym w Tajwanie w latach 1996–2004. Analizami objęto około 100 firm tworzących pięć struktur sieciowych. Większość z nich to małe i średnie przedsiębiorstwa, czyli organizacje z kapitałem mniejszym niż 2,5 mln USD, zatrudniające mniej niż 200 osób. W Tajwanie 98% wszystkich przedsiębiorstw należy do tej grupy. Zaprezentowane wnioski są wynikiem przeprowadzonych wywiadów z prezesami 21 korporacji, ekspertami w zakresie powiązań sieciowych oraz analizy dostępnej na ten temat literatury. C. Y-Y. Lin, J. Zhang, *Changing Structures of SME Networks: Lessons from the Publishing Industry in Taiwan*, „Long Range Planning”, 2005, Vol. 38, s. 145–162.

liderem jest przedsiębiorstwo, które produkuje podobne produkty (lub usługi) jak i pozostałe podmioty sieci (zob. rysunek 2).

**Rysunek 2. Typy wielostronnych powiązań kooperacyjnych wśród innych relacji sieciowych**



Źródło: opracowanie własne na podstawie: C. Y-Y. Lin, J. Zhang, *Changing Structures...*, *op. cit.*, s. 155.

Ostatnim etapem rozwoju powiązań sieciowych są struktury pajęczynowe. Charakteryzują się znacznie luźniejszymi powiązaniem między podmiotami, większą ich autonomią i osłabieniem znaczenia podmiotu dominującego. Dzięki temu przedsiębiorstwa zyskały na indywidualnej elastyczności (mogą więcej współpracować z podmiotami spoza układu), przy zachowaniu korzyści wynikających z udziału w powiązaniach sieciowych.

Badania sektora wydawniczego Tajwanu wykazały, że powiązania sieciowe utworzone w latach 80. miały charakter sieci zdominowanych. Późniejsze zaś przyjmowały postać kooperacyjnych. Obserwacje ostatnich lat wykazały silne tendencje ewolucyjne sieci zdominowanych w kierunku kooperacyjnych.

### 3. Podsumowanie

Przedstawiona typologia kooperacji została wyodrębniona poprzez kryteria związane ze specyfiką samego zjawiska (konkurencja i kooperacja), relacjami kluczowych czynników sukcesu (np. dopasowanie kulturowe i strategiczne) oraz organizacyjnym zakresem występowania tego zjawiska (wielostronność i złożoność relacji). Mnogość przyjmowanych kryteriów w badaniach nad typologią kooperacji

wskazuje na złożoność tego zjawiska oraz jego charakterystyki. W zależności od przyjętych kryteriów poszczególne relacje kooperacyjne mogą być zakwalifikowane do różnych ich typów. Zaprezentowana typologia relacji kooperacyjnych jest próbą dokonania przeglądu różnych ich typów występujących w gospodarce światowej. Większość z zaprezentowanych typów kooperencji ma charakter uniwersalny i występują one w wielu częściach globu. Pojawiają się również relacje kooperacyjne, które zostały zidentyfikowane dotychczas w konkretnych gospodarkach i regionach świata (przykład Tajwanu). Należy jednak zauważyć, że zjawisko kooperencji, mimo wzrostu jej znaczenia dla rozwoju korporacji, nie jest jeszcze dostatecznie poznane i zbadane. Dlatego też listę zaprezentowanych typów relacji kooperacyjnych powinno się traktować za otwartą i należy oczekiwać na rychłe jej wzbogacenie.

## 4. Bibliografia

### Wydawnictwa zwarte:

1. Luo Y., *Coopetition in International Business*, Copenhagen Business School Press, Copenhagen 2004.

### Artykuły:

1. Bengtsson M., Kock S., „Coopetition” in Business Networks – Cooperate and Compete Simultaneously, „Industrial Marketing Management”, 2000, Vol. 29, s. 416.
2. Clarke-Hill C., Li H., Davis B., The Paradox of Co-Operation and Competition In Strategic Alliances: Towards a Multi-Paradigm Approach, „Management Research News”, 2003, Vol. 26, No. 1, s. 1–20.
3. Cygler J., Kooperencja – nowy typ relacji między konkurentami, „Organizacja i Kierowanie”, Nr 2/2007 (w druku).
4. Dagnino G. B., Padula G., Coopetition Strategy; A New Kind of Interfirm Dynamics For Value Creation, Second Annual Conference: „Innovative Research in Management”, The European Academy of Management, Stockholm, 9–11 maja 2002, s. 14.
5. Hamel G., Prahalad C. K., Collaborate with Your Competitors – and Win, „Harvard Business Review”, 1989, January–February, s. 133–139.
6. Hofstede G., Problem Remain, but Theories Will Change: the Universal and The Specific in 21<sup>st</sup> – century Global Management, „Organizational Dynamics”, 1999, Vol. 28 (1), s. 34–45.
7. Lado A. A., Boyd N. G., Hanlon S. C., Competition, Cooperation, and the search for Economic Rents: A Syncretic Model, „Academy of Management Review”, 1997, Vol. 22, No. 1, s. 110–141.

8. Lin C. Y-Y., Zhang J., Changing Structures of SME Networks: Lessons from the Publishing Industry in Taiwan, „Long Range Planning”, 2005, Vol. 38, s. 145–162.
9. Luo Y., Coopetition in International Business, Copenhagen Business School Press, Copenhagen 2004.
10. Rijamampianina R., Carmichael T., A Framework for Effective Cross-cultural Co-opetition between Organizations, „Problems and Perspectives in Management”, 2005, Vol. 4, s. 92–103.
11. Romanowska M., Sojusze strategiczne przedsiębiorstw, „Organizacja i Kierowanie”, 1992, Nr 1–2 (67–68).
12. Zineldin M., Co-opetition: the organization of the future, „Marketing Intelligence & Planning”, 2004, Vol. 22, No. 7, s. 782.

## **Nauczanie makroekonomii na przełomie stuleci**

### **1. Wprowadzenie**

Na przełomie stuleci odbyła się bardzo ważna dyskusja na temat, na podstawie jakiego modelu należy prowadzić nauczanie makroekonomii na poziomie podstawowym i średnim. W centrum sporu znalazła się przydatność modelu IS-LM-AD-AS. Nowe wyniki badań empirycznych z lat 80. i 90. ujawniły istotne ograniczenia tradycyjnych wyjaśnień fluktuacji gospodarczych opartych na tym modelu. Podstawowa słabość tradycyjnego modelu była upatrywana w nieadekwatnym, w stosunku do praktyki, ujmowaniu podaży pieniądza jako zmiennej egzogenicznej, będącej pod pełną kontrolą banku centralnego. Badania pokazywały, że podaż pieniądza jest raczej zmienną endogeniczną podporządkowaną, realizowanemu przez bank centralny, celowi inflacyjnemu. Postęp wiedzy stał się na tyle znaczący, że pojawiły się postulaty zastąpienia w wykładzie z makroekonomii tradycyjnego modelu IS-LM-AS-AD nowym modelem, opartym na endogenicznej podaży pieniądza. Niniejszy szkic poświęcony jest prezentacji głównych idei nowego wykładu o krótkookresowych fluktuacjach.

### **2. „Mały model” w dydaktyce kursu średniego**

Modele ekonomiczne są podstawowym narzędziem w nauczaniu teorii makroekonomii. Specyfika kursu podstawowego i średniego (licencjackiego) makroekonomii wymaga, z uwagi na poziom zaawansowania matematycznego studentów, znacznych uproszczeń formalnych. Jak pisze Taylor, stosowane w obrębie obydwu kursów narzędzia powinny być proste, zrozumiałe i łatwe do zapamiętania, dzięki czemu miałyby zastosowanie w interpretacji rzeczywistości gospodarczej<sup>1</sup>. Wymagania te skłaniają więc do stosowania modeli o większej intuicyjności. Ceną przystępnego wykładu jest w tym przypadku mniej dokładna specyfikacja równań modeli, co w praktyce sprowadza się do rezygnacji z mikropodstaw na rzecz apriorycznie ustalonych wielkości agregatowych. Dochodzimy w ten sposób do definicji „małego

---

<sup>1</sup> J. B. Taylor, Teaching Modern Macroeconomics at the Principles Level, „American Economic Review, Papers and Proceedings”, 2000, May (90), s. 90–94.

modelu”, który przekazuje „esencję argumentacji” większego odpowiednika wyprowadzonego z mikropodstawy<sup>2</sup>. Dodać należy, że to właśnie „małe modele” stanowią podstawę codziennych dyskusji na temat zagadnień makroekonomicznych w obrębie instytucji i prasy gospodarczej<sup>3</sup>. W tym też świetle powinno się oceniać zadania stawiane przed nauczaniem na poziomie średnim i podstawowym.

W roli „małych modeli” od przeszło 50 lat występują narzędzia o genezie keynesowskiej. Do tej grupy zaliczymy modele AE-AP (Aggregate Expenditures-Aggregate Product), IS-LM (Investments-Savings, Liquidity Preference-Money Supply) i AD-AS (Aggregate Demand-Aggregate Supply). W obrębie licencjackiego kursu makroekonomii od lat 50. dominował model IS-LM, po 1970 roku rozszerzono na układ AS-AD (łącznie IS-LM-AS-AD).

### 3. Ewolucja narzędzi o genezie keynesowskiej

Podstawowa wersja modelu IS-LM reprezentuje warunki symultanicznej równowagi trzech rynków (dóbr, pieniądza i obligacji), przy czym bezpośrednia specyfikacja algebraiczna i graficzna obejmuje tylko dwa rynki (rynek obligacji jest pominięty na mocy prawa Walrasa). Równowaga na rynku pieniądza osiągana jest poprzez ustalenie stopy procentowej, przy której popyt na pieniądz i jego podaż równoważą się. Przy czym podaż pieniądza jest zmienną egzogeniczną – instrumentem polityki monetarnej banku centralnego. Natomiast równowaga na rynku dóbr nie wynika z oddziaływania popytu i podaży na ceny równowagi. Zagregowany produkt biernie dostosowuje się do popytu. Zależność ta, oparta na mechanizmie mnożnika, nazwana została później prawem Hansena<sup>4</sup>. Wielkość produktu jest przy tym ujemną funkcją stopy procentowej. Charakterystyka obu rynków (a szczególnie rynku dóbr) wyprowadzana jest na podstawie założenia o stałym poziomie cen, które podkreśla krótkookresowy charakter analizy. Ilustracją graficzną obu rynków są krzywe *IS* (rynek dóbr) i *LM* (rynek pieniądza) w przestrzeni produkt–stopa procentowa.

Specyfikacja modelu *IS-LM* odpowiada tendencjom cenowym i regułom polityki pieniężnej, obowiązującym w okresie największej popularności modelu (do końca lat 60. XX wieku). Kluczowe założenie o sztywności cen wynikało nie tylko z umiarkowanych stóp inflacji w owym okresie, ale też z powszechnie

<sup>2</sup> O. Blanchard, What Do We Know about Macroeconomics that Fisher and Wicksell Did Not?, „National Bureau of Economic Research”, 2000, Working Paper, No. 7550, s. 40.

<sup>3</sup> W. E. Becker, Teaching Economics in the 21<sup>st</sup> Century, „Journal of Economic Perspectives”, 2000, Winter (14), 1995, Summer (9), No. 1, s. 109–119.

<sup>4</sup> D. Colander, The Stories We Tell: A Reconsideration of AS/AD Analysis, „Journal of Economic Perspectives”, 1995, No. 3, s. 169–188.



akceptowanego kanonu efektywności polityki sterowania popytem. W tym kontekście rozumiano środki polityki monetarnej, która często nakierowana była na utrzymanie stabilnych niskich stóp procentowych (dostęp do taniego kredytu zachęcał do dodatkowej konsumpcji i inwestycji).

Kryzysy podażowe lat 70. i wysokie stopy inflacji ujawniły wyraźne braki modelu *IS-LM*, którego zależności i zalecenia co do polityki zupełnie nie odpowiadały zmienionym warunkom gospodarczym. Model był narzędziem na tyle rozpowszechnionym, że jego mechanizmy zostały zaadaptowane pod kątem analizy różnych poziomów cen (a nie stóp inflacji) – była to reprezentacja tzw. popytowej strony gospodarki w przestrzeni produkt–cena (krzywa *AD*). Strona zagregowanej podaży (pionowa krzywa *AS*) objęła natomiast zbiór punktów równowagi na rynku pracy, ustalonej w długim okresie w wyniku działania prawa krótszej strony rynku (przy zastosowaniu koncepcji naturalnej stopy bezrobocia – *NRU*). W krótkim okresie wielkość zatrudnienia w równowadze mogła ulegać zmianie w stosunku do *NRU* na skutek błędów w postrzeganiu ogólnego poziomu cen przez stronę podażową rynku pracy (dodatkowo nachylona krzywa *AS*). Równowaga modelu *IS-LM-AS-AD* wynikała, podobnie jak w *IS-LM*, z rozwiązania układu równań równoczesnych, przy czym liczba analizowanych rynków i zmiennych wzrosła do czterech.

Pomimo zastrzeżeń dotyczących spójności teoretycznej<sup>5</sup> model *IS-LM-AS-AD* zdawał się wykazywać znaczną zgodność z faktami empirycznymi dotyczącymi fluktuacji zmiennych makroekonomicznych (co zawdzięczał rozróżnieniom pomiędzy szokami popytowymi i podażowymi, jak również pomiędzy krótkim i długim okresem). Praktyka polityki pieniężnej w latach 70. i 80., nakierowana na zwalczanie inflacji poprzez sterowanie podażą pieniądza, znajdowała w modelu bezpośrednią interpretację. Nie bez znaczenia była też zbieżność modelu z potrzebami rynku wydawniczego. Dla wydawców podręczników nie do przecenienia okazało się graficzne podobieństwo *AD-AS* do mikroekonomicznego ujęcia popytu i podaży. Wprowadzenie *AD-AS* miało umożliwić połączenie analizy mikro- i makroekonomicznej, dostarczając jednolitego pojęciowo obrazu gospodarki. Chętniej wybierano te podręczniki, które charakteryzowały się wysokim stopniem wewnętrznej jednolitości. Jeśli posłużyć się terminologią Colandera, na rynku wydawniczym obowiązywał trend „spójności prezentacji” teorii ekonomii, nie zawsze gwarantowano przy tym „spójność logiczną” używanych narzędzi<sup>6</sup>.

Ze względu na powyższe zalety, model *IS-LM-AD-AS* znalazł szerokie zastosowanie w dydaktyce. Badania wskazują, że na uczelniach europejskich w roli „małego

<sup>5</sup> Uwagi o niespójności modelu pojawiły się już w latach 70. i doprowadziły do uformowania się regularnej debaty w latach 90. XX wieku – zbiór esejów z tego zakresu; zob. *Aggregate Demand and Supply. A Critique of Orthodox Macroeconomic Modelling*, red. B. B. Rao, Macmillan 1998.

<sup>6</sup> D. Colander, *The Stories...*, *op. cit.*, s. 478.

modelu” model *IS-LM* stosowany jest obecnie w ponad 95%, a *IS-LM-AS-AD* – 67% kursów średnich makroekonomii<sup>7</sup>. Dla porównania, na rynku amerykańskim w końcu lat 90. narzędzie *IS-LM-AS-AD* spotkać można było w blisko 85% podręczników kursu średniego – sytuacja ta nie uległa zmianie w ostatnim dziesięcioleciu<sup>8</sup>.

Pomimo szybkiego rozpowszechnienia *IS-LM-AS-AD*, potrzeba jego zastąpienia uwypukliła się już w latach 80.–90.<sup>9</sup> Okres ten przyniósł znaczne fluktuacje popytu na pieniądź, a także, wobec nowych produktów bankowych, trudności z klasyfikacją agregatów pieniężnych. W tej sytuacji banki centralne rezygnowały z podaży pieniądza jako instrumentu polityki pieniężnej. Wraz z rozpowszechnieniem strategii bezpośredniego celu inflacyjnego, podstawowym instrumentem stały się stopy procentowe. Tym samym straciła na znaczeniu dodatnio nachylna krzywa *LM*. Wątpliwości wzbudza nierealny schemat modelowania procesów cenowych w ujęciu poziomów zamiast dynamiki. Przydatność modelu ogranicza dodatkowo fakt, że jest on przedstawiony w konwencji statyki porównawczej jako układ równań jednoczesnych. Uniemożliwia to prezentację inflacji jako zjawiska międzyokresowego, a także jest źródłem kontrowersji wokół spójności poszczególnych elementów modelu. W kontekście przypadku długookresowego ujęcia *AS-AD*, w obrębie krzywej *AD* produkcja biernie dostosowuje się do wielkości efektywnego popytu (prawo Hansena), podczas gdy w obrębie krzywej *AS* wielkość produkcji wyznaczana jest poprzez czynniki podażowe (prawo Sasa). Ponieważ oba prawa przedstawiają odwrotne wobec siebie zależności, stawia to pod znakiem zapytania poprawność metodologii *AS-AD*. Kontrowersje te przyczyniły się do pojawienia się postulatu zastąpienia w wykładzie z makroekonomii tradycyjnego modelu *IS-LM-AS-AD* nowym modelem, opartym na endogenicznej podaży pieniądza<sup>10</sup>.

#### 4. Zagregowany popyt w nowym ujęciu

Krzywa zagregowanego popytu wyznaczana jest na podstawie dwóch fundamentalnych zależności. Pierwsza jest tradycyjnym opisem ujemnej zależności mię-

<sup>7</sup> M. Gärtner, Teaching Economics Undergraduates in Europe: Volume, Structure and Contents, „Journal of Economic Education”, 2002, Summer (32), No. 3, s. 219–230.

<sup>8</sup> A. K. Dutt, On an Alleged Inconsistency in Aggregate Supply/Aggregate Demand Analysis, „Eastern Economic Journal”, 1997, Fall (23), No. 4, s. 469–476; N. G. Mankiw, The Macroeconomist as a Scientist and Engineer, „National Bureau of Economic Research”, 2006, Working Paper, No. 12349.

<sup>9</sup> A. S. Blinder, Czy istnieje rdzeń praktycznej makroekonomii, w który wszyscy powinniśmy wierzyć?, „Gospodarka Narodowa”, 1998, Nr 5–6, s. 120–124.

<sup>10</sup> D. Romer, Keynesian Macroeconomics without the LM curve, „Journal of Economic Perspectives”, 2000, No. 14, s. 149–169; J. B. Taylor, Teaching Modern..., *op. cit.*; C. E. Walsh, Teaching Inflation Targeting: An Analysis for Intermediate Macro, „Journal of Economic Education”, 2002, Fall (33), s. 333–346; A. Weerapana, Intermediate Macroeconomics without the IS-LM Model, „Journal of Economic Education”, 2003, Summer (34), s. 241–262.

dzy realną stopą procentową a realnym zagregowanym produktem (standardowa krzywa *IS*). Wzrost realnej stopy procentowej zmniejsza zagregowane wydatki konsumpcyjne, inwestycyjne oraz eksport netto (dla płynnych kursów walutowych). Prowadzi to do zmniejszenia zagregowanego produktu w punkcie krótkookresowej równowagi.

Druga zależność jest pomiędzy krótkookresową realną stopą procentową a stopą inflacji i zagregowanym produktem. Zależność ta wyraża regułę postępowania banku centralnego przy ustalaniu krótkookresowej stopy procentowej. Jest to odmienne podejście do wyznaczania stopy procentowej w porównaniu do tradycyjnego modelu *IS-LM*. Podstawowym założeniem tradycyjnego modelu *IS-LM* jest przyjęcie, że celem banku centralnego jest kontrola podaży pieniądza na zadanym poziomie. Podaż pieniądza jest w tym ujęciu zmienną egzogeniczną. Wówczas stopy procentowe są ustalane przez rynek. W nowym podejściu przyjmuje się, że bank centralny stara się utrzymać zadany poziom realnej stopy procentowej, biorąc pod uwagę dwie podstawowe zmienne makroekonomiczne: inflację i zagregowaną produkcję. Podaż pieniądza jest dostosowywana do założonego celu: poziomu krótkookresowej realnej stopy procentowej, która ma zapewnić osiągnięcie celu inflacyjnego. Podaż pieniądza jest zatem w tym ujęciu zmienną endogeniczną.

Zakłada się, że bank centralny za stan pożądany uznaje stan niskiej inflacji i wysokiego wykorzystania zdolności produkcyjnych. Gdy stopa inflacji rośnie i przekracza dany poziom, bank centralny wykazuje w tym momencie troskę o powstrzymanie jej dalszego wzrostu. Decyduje się na podwyższenie realnej stopy procentowej, aby zmniejszyć zagregowany popyt i ostatecznie produkcję. W takim uproszczonym ujęciu realna stopa procentowa jest rosnącą funkcją stopy inflacji.

Bank centralny reaguje również zmianą realnej stopy procentowej na odchylenia zagregowanej produkcji od produkcji potencjalnej. Gdy faktyczna produkcja przekroczy potencjalną, co grozi wzrostem stopy inflacji, bank centralny podnosi realną stopę procentową, aby wyhamować presję inflacyjną. W odwrotnym przypadku, gdy faktyczna produkcja jest mniejsza od potencjalnej, stopa procentowa spada, aby pobudzić zagregowany popyt.

Taki opis reguły działania banku centralnego (zwany w literaturze regułą Taylora) zastępuje tradycyjną krzywą *LM* w wykładzie o krótkookresowych fluktuacjach. Odpowiedź na pytanie o wysokość stopy procentowej nie pochodzi już z analizy rynku pieniężnego ilustrowanego krzywą *LM*, lecz jest bezpośrednim wynikiem przyjętej reguły postępowania banku centralnego. Można zatem pominąć wyjaśnienie działania rynku pieniężnego i odłożyć jego analizę na wykłady poświęcone mechanizmowi kontroli stopy procentowej przez bank centralny.

Łącząc obydwie zależności w jedną całość, w jeden mechanizm, otrzymujemy negatywnie powiązane ze sobą rozmiary zagregowanej produkcji i stopy inflacji. Bank centralny na podstawie stopy inflacji wyznacza realną stopę procentową, która z kolei na krzywej *IS* określa poziom produkcji. Im wyższa stopa inflacji, tym wyższa realna stopa procentowa i niższa zagregowana produkcja. Uzyskujemy w ten sposób ujemną zależność między stopą inflacji i produkcją, która wyraża nowe ujęcie zagregowanego popytu (*AD*).

W tradycyjnym modelu *AD-AS* (który wynikał z modelu *IS-LM*) krzywa zagregowanego popytu wyrażała wpływ poziomu cen na produkcję. Powodowało to pewną komplikację w wyjaśnieniu dostosowań cen po szokach popytowych. Po negatywnym szoku popytowym musiał nastąpić niezbędny spadek poziomu cen (deflacja), aby powrócić do stanu równowagi. Natomiast dodatnie szoki cenowe wywoływały wzrost cen (inflacja), ale po osiągnięciu równowagi poziom cen stabilizował się na stałym poziomie (zerowa inflacja). We współczesnych gospodarkach nie obserwujemy, w trakcie fluktuacji produkcji, na przemian deflacji i inflacji i okresów stabilnych poziomów cen. Fluktuacjom towarzyszy zmiana nie poziomu cen, lecz zmiana wysokości stopy inflacji. Zatem nowa konstrukcja krzywej *AD* wykazuje większy związek z rzeczywistością gospodarczą.

## 5. Strona podaźowa nowego modelu

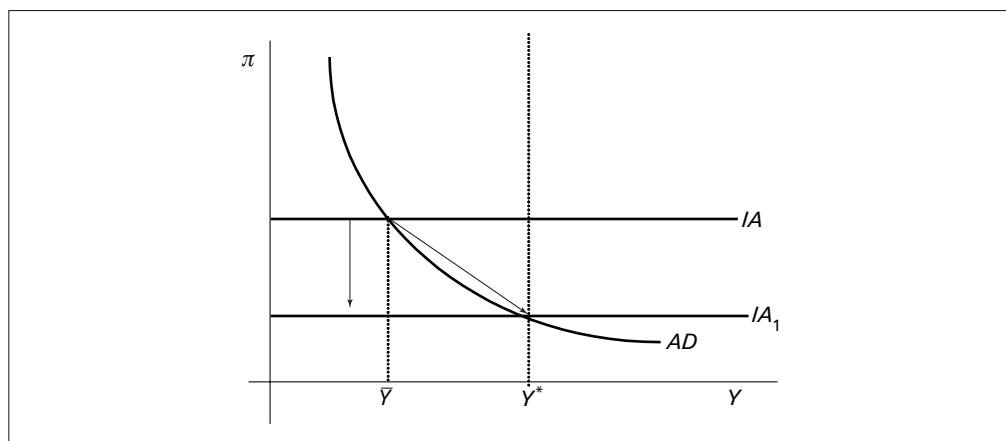
Strona podaźowa gospodarki jest opisana przez trzecią zależność, którą jest standardowa krzywą Philipsa z oczekiwaniami inflacyjnymi. Wynika z niej, że stopa inflacji rośnie, gdy produkcja jest większa od potencjalnego poziomu, spada, gdy produkcja jest poniżej potencjalnej wielkości, jest stabilna, gdy produkcja faktyczna równa się potencjalnej. Z ostatniego przypadku wynika, że występuje zjawisko inercji inflacyjnej. Stopa inflacji wykazuje naturalną tendencję do powielania swojej wysokości, gdy gospodarka rozwija się według ścieżki potencjalnej stopy wzrostu i nie występują szoki popytowe i podaźowe. To z kolei oznacza, że w normalnych warunkach nie można obniżyć stopy inflacji bez obniżenia produkcji poniżej naturalnego poziomu.

Dodatkowo zakłada się, że stopa inflacji jest dana w krótkich odcinkach czasu i zmienia się w wyniku odchyień faktycznej produkcji od jej poziomu potencjalnego. Przy czym zmiana stopy inflacji następuje z pewnym opóźnieniem w stosunku do odchyień produkcji. Oznacza to, że gdy pojawi się jakikolwiek szok wytrącający gospodarkę ze stanu równowagi, to do zmienionych warunków najpierw dostosowuje się produkcja. Powstałe odchylenie od normalnego poziomu produkcji wywołuje presję na wzrost (odchylenie dodatnie) lub spadek (odchylenie ujemne) stopy inflacji z pewnym odroczeniem (na przykład jednego okresu).

## 6. Proces dostosowawczy

W każdym okresie stopa inflacji jest ustalona jako wynik inercji inflacyjnej (dziedzictwo minionych okresów; na rysunku 1 stopa inflacji w danym okresie jest ilustrowana linią poziomą  $IA$ ). Na jej podstawie zostaje ustalona realna stopa procentowa zgodnie z regułą postępowania banku centralnego. Z kolei realna stopa procentowa wyznacza poziom produkcji w krótkookresowej równowadze. Zatem dla danej stopy inflacji uzyskujemy produkcję  $\bar{Y}$ . Jeśli, na przykład,  $\bar{Y}$  jest mniejsze od potencjalnego poziomu  $Y^*$ , to uruchomiony zostaje mechanizm dostosowawczy sprowadzający produkcję do poziomu potencjalnego oraz do odpowiadającej jej niższej stopy inflacji. Sekwencja zdarzeń jest następująca. Produkcja mniejsza od poziomu potencjalnego tworzy presję na obniżenie stopy inflacji. Linia  $IA$  przesuwa się do dołu aż do pozycji  $IA_1$ . Bank centralny obniża realną stopę procentową, co powoduje wzrost produkcji zgodnie z krzywą  $AD$ . Proces jest kontynuowany aż do osiągnięcia produkcji  $Y^*$  i powrotu do stabilnego poziomu stopy inflacji.

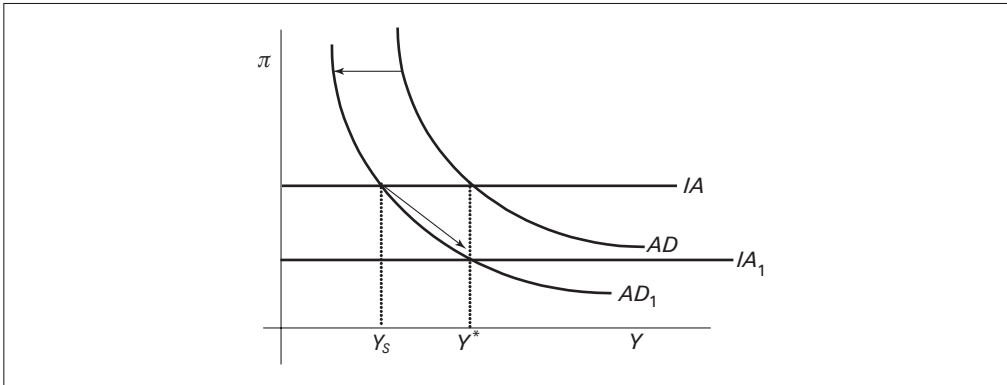
Rysunek 1. Proces dostosowawczy



Podobny przebieg ma przywracanie równowagi po szokach. Załóżmy, że krzywa  $AD$  przesuwa się do wewnątrz (zob. rysunek 2) pod wpływem szoku popytowego (np. rosnące obawy co do przyszłości skłaniają gospodarstwa domowe do obniżenia swojej konsumpcji przy danym poziomie dochodu rozporządzalnego). Pierwszym efektem jest spadek produkcji do nowego poziomu  $Y_S$ . Stopa inflacji pozostaje jeszcze niezmienną i, w konsekwencji, również niezmienną jest realna stopa procentowa. Produkcja jest jednak poniżej swojego naturalnego poziomu. Z pewnym opóźnieniem stopa inflacji zaczyna spadać pod wpływem obniżonej produkcji. Wraz z jej spadkiem bank centralny obniża realną stopę procentową,

co prowadzi do wyższej produkcji. Rozpoczyna się powolny ruch wzdłuż krzywej  $AD$  aż do powrotu produkcji do  $Y^*$ .

**Rysunek 2. Szok popytowy**



## 7. Podsumowanie

Reasumując, naszkicowany model dzięki zastąpieniu w analizie poziomu cen stopą inflacji i potraktowaniu podaży pieniądza jako zmiennej endogenicznej stwarza bardziej realistyczną podstawę do wyjaśniania krótkookresowych fluktuacji gospodarki. Jest przede wszystkim zgodny z aktualną praktyką banków centralnych, wykorzystujących krótkookresową stopę procentową do realizacji celu inflacyjnego. Dodatkową, niezwykle ważną zaletą jest zintegrowanie krzywej Philipisa (wspartej oczekiwaniami inflacyjnymi) z analizą zagregowanego popytu i podaży. Krzywa Philipisa jest po prostu integralnym składnikiem modelu makroekonomicznych fluktuacji, co w tradycyjnym modelu  $AD-AS$  było mocno ograniczone, ze względu na oparcie jego konstrukcji na poziomie cen. Powodowało to, że prezentacja modelu zagregowanej podaży była odseparowana od krzywej Philipisa.

## 8. Bibliografia

1. Aggregate Demand and Supply. A Critique of Orthodox Macroeconomic Modelling, red. B. B. Rao, Macmillan 1998.
2. Becker W. E., Teaching Economics in the 21<sup>st</sup> Century, „Journal of Economic Perspectives”, 2000, Winter (14), 1995, Summer (9), No. 1, s. 109–119.
3. Blanchard O., What Do We Know about Macroeconomics that Fisher and Wicksell Did Not?, „National Bureau of Economic Research”, 2000, Working Paper, No. 7550.

4. Blinder A. S., Czy istnieje rdzeń praktycznej makroekonomii, w który wszyscy powinniśmy wierzyć?, „Gospodarka Narodowa”, 1998, Nr 5–6, s. 120–124.
5. Colander D., The Stories We Tell: A Reconsideration of AS/AD Analysis, „Journal of Economic Perspectives”, 1995, No. 3, s. 169–188.
6. Dutt A. K., On an Alleged Inconsistency in Aggregate Supply/Aggregate Demand Analysis, „Eastern Economic Journal”, 1997, Fall (23), No. 4, s. 469–476.
7. Gärtner M., Teaching Economics Undergraduates in Europe: Volume, Structure and Contents, „Journal of Economic Education”, 2002, Summer (32), No. 3, s. 219–230.
8. Krugman P., There’s Something about Macro, <http://web.mit.edu/krugman/www>
9. Mankiw N. G., The Macroeconomist as a Scientist and Engineer, „National Bureau of Economic Research”, 2006 Working Paper, No. 12 349.
10. Romer D., Keynesian Macroeconomics without the LM curve, „Journal of Economic Perspectives”, 2000, No. 14, s. 149–169.
11. Taylor J. B., Teaching Modern Macroeconomics at the Principles Level, „American Economic Review, Papers and Proceedings”, 2000, May (90), s. 90–94.
12. Walsh C. E., Teaching Inflation Targeting: An Analysis for Intermediate Macro, „Journal of Economic Education”, 2002, Fall (33), s. 333–346.
13. Weerapana A., Intermediate Macroeconomics without the IS-LM Model, „Journal of Economic Education”, 2003, Summer (34), s. 241–262.





**CZĘŚĆ DRUGA**

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



## **Analiza zależności między koniunkturą gospodarczą a kierunkami zmian poziomu należności i płynnością finansową polskich przedsiębiorstw w latach 2000–2004**

### **1. Wprowadzenie**

W okresie transformacji polskiej gospodarki i tworzenia się w naszym kraju podstaw systemu rynkowego kilkakrotnie wystąpiło zjawisko nasilenia się zatorów płatniczych i wzajemnego zadłużenia przedsiębiorstw. Powstają one, gdy firmy nie mogą regulować swoich zobowiązań, ponieważ nie otrzymują terminowo należności. Jest to szczególnie groźne dla małych firm, które na skutek długich terminów płatności, opóźniania lub uchylania się od regulowania zobowiązań przez ich kontrahentów mogą znaleźć się na granicy bankructwa. Duże przedsiębiorstwa są w stanie lepiej poradzić sobie z tą sytuacją, jednak i one są zagrożone utratą płynności finansowej. Zatory płatnicze dezorganizują przebieg rozliczeń pieniężnych i niekorzystnie wpływają na gospodarkę.

W okresie od początku lat 90. wystąpiły w Polsce trzy okresy, w których znacznie nasiliło się zjawisko zatorów płatniczych. Na nasilenie się tej niekorzystnej sytuacji miały wpływ różne czynniki, ale niektóre z nich były decydujące:

- lata 1991–1993 – w tym okresie na poziom płynności finansowej podmiotów wpływały głównie przyczyny makroekonomiczne – załamanie się wzrostu gospodarczego oraz restrykcyjna polityka finansowa państwa. Przedsiębiorstwa w początkowym okresie transformacji miały ogromne trudności ze zbytem, co nie było tylko wynikiem recesji, ale również skutkiem restrykcyjnego zahamowania wzrostu płac za pomocą podatku od wzrostu wynagrodzeń, tzw. popiwku<sup>1</sup>.
- lata 1998–1999 – w tym przypadku główna przyczyna zatorów płatniczych miała swe źródło w mikroekonomicznej polityce przedsiębiorstw, przede wszystkim prywatnych. Finansowały się one głównie kosztem zobowiązań wobec dostawców, którzy wobec wzrastającej konkurencji godzili się na wydłużanie terminów kredytu handlowego<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Płynność finansowa w polskich przedsiębiorstwach w okresie transformacji gospodarki: aspekty makroekonomiczne i mikroekonomiczne, red. U. Wojciechowska, SGH, Warszawa 2001, s. 306.

<sup>2</sup> *Ibidem*, s. 307.

- lata 2001–2002 – przyczyny tworzenia się zatorów płatniczych w tym okresie były również związane z polityką przedsiębiorstw, polegającą na finansowaniu się w nadmiernym stopniu kredytem handlowym. Częściowo wynikało to z pogarszającej się koniunktury gospodarczej, powodującej spadek zdolności płatniczej, a także upadłość wielu firm. Ponadto utrzymywał się w tym okresie bardzo wysoki poziom realnej stopy oprocentowania kredytów bankowych. Skłaniało to przedsiębiorców do korzystania z przeterminowanych kredytów handlowych, a firmy, którym dłużnicy nie spłacali należności terminowo, zalegały ze spłatą zobowiązań u swoich dostawców<sup>3</sup>.

Podjęmowano szereg mniej lub bardziej skutecznych kroków w celu uzdrowienia sytuacji i zlikwidowania niekorzystnych skutków tworzenia się zatorów płatniczych w gospodarce, jak np. bankowe postępowanie ugodowe i pomoc publiczna jako forma ratowania i uzdrawiania kondycji przedsiębiorstw państwowych, postępowania układowe czy tworzenie stosownych aktów normatywnych.

Celem tego opracowania jest wykazanie, że jednym z czynników wpływających na poziom należności polskich przedsiębiorstw oraz ich płynność finansową jest sytuacja makroekonomiczna kraju<sup>4</sup>. Analizą objęto lata 2000–2004, wybór tego okresu uzasadniają następujące przesłanki:

- długość okresu (pięć lat) pozwala już na dokonanie miarodajnych porównań w czasie;
- okres ten obejmuje najnowsze dostępne dziś dane statystyczne;
- okres ten charakteryzował się zarówno wystąpieniem recesji gospodarczej (lata 2000–2002), jak i ożywienia gospodarczego (lata 2003–2004), daje to bazę porównawczą zmian sytuacji w poziomie należności polskich przedsiębiorstw w stosunku do zmian koniunktury gospodarczej.

Niniejsza analiza prowadzona będzie dwuetapowo, najpierw zostanie przeanalizowana sytuacja gospodarcza Polski w latach 2000–2004, a następnie zmiany poziomu należności polskich przedsiębiorstw. W celu wykazania istnienia zależności między tymi dwoma obszarami ekonomicznymi wykorzystano analizę korelacji i regresji.

<sup>3</sup> W. Bień, Windykacja należności z tytułu kredytu handlowego, „Rachunkowość”, 2002, Nr 2.

<sup>4</sup> Dalsza część opracowania będzie odnosiła się głównie do poziomu należności, jednak należy mieć na uwadze, że wskaźniki płynności finansowej są składnikami zmiennej syntetycznej opisującej stan należności polskich przedsiębiorstw. Zatem analiza ta dotyczy również problematyki płynności finansowej polskich przedsiębiorstw.

## 2. Analiza zmian koniunktury gospodarczej Polski w latach 2000–2004

Zmiany koniunktury gospodarczej w Polsce w latach 2000–2004 zostaną zobrazowane poprzez konstrukcję zmiennych syntetycznych<sup>5</sup> opisujących stan polskiej gospodarki w każdym roku.

Wstępnie wybrano 16 zmiennych opisujących stan gospodarki, z czego trzy zmienne są wskaźnikami (wzrost PKB, stopa inflacji oraz stopa bezrobocia), pozostałe zmienne są wielkościami (średni poziom stóp procentowych – stan na koniec roku, produkcja sprzedana przemysłu ogółem, handel wewnętrzny – sprzedaż detaliczna towarów ogółem, eksport towarów, import towarów, nakłady inwestycyjne ogółem, przewozy ładunków ogółem, przeladunki w portach morskich ogółem, globalna produkcja rolnicza, sprzedaż produkcji budowlano-montażowej, mieszkania oddane do użytku, przeciętne miesięczne wynagrodzenie realne brutto w gospodarce narodowej ogółem, podaż pieniądza ogółem).

Wybór zmiennych uzasadnia fakt, że są to główne i najbardziej charakterystyczne parametry, które w sposób syntetyczny opisują stan koniunktury gospodarczej. Ponadto są również odzwierciedleniem innych czynników kształtujących ten stan. Wstępna selekcja zmiennych jest pewnym uproszczeniem, mającym przyczynić się do realizacji głównego celu opracowania, czyli ukazania kierunku zmian poziomu należności przedsiębiorstw w stosunku do kierunku zmian w gospodarce. Cel ten ma zostać osiągnięty za pomocą wartości syntetycznych i mierzalnych. Należy jednak zaznaczyć, że wybiórczość danych nie daje pełnego obrazu sytuacji gospodarczej kraju, a jedynie jej zarys. Jest to niewątpliwą wadą tych upraszczających założeń i należy mieć to na uwadze przy końcowej interpretacji wyników analizy. Mogły one zostać wprowadzone tylko biorąc pod uwagę fakt, że celem tego badania nie jest dogłębna analiza makroekonomiczna polskiej gospodarki, a jedynie stworzenie jej ram dla odniesienia charakterystycznych wielkości ekonomicznych do parametrów opisujących stan należności w przedsiębiorstwach i wykazanie siły oraz kierunku zależności między tymi dwiema grupami parametrów.

Spośród wstępnie analizowanych zmiennych dokonano wyboru zmiennych reprezentatywnych (diagnostycznych), które będą tworzyć zmienną syntetyczną. Wyboru tego dokonano poprzez zastosowanie metody<sup>6</sup> polegającej na budowie macierzy korelacji między zmiennymi, obliczeniu średnich wskaźników korelacji dla danej zmiennej  $i$  według wzoru:

<sup>5</sup> Por. W. Pluta, Wielowymiarowa analiza porównawcza w badaniach ekonomicznych, PWE, Warszawa 1977, s. 45–46.

<sup>6</sup> Por. M. Cieślak, Modele zapotrzebowania na kadry kwalifikowane, PWN, Warszawa 1976, s. 114 oraz Z. Leszczyński, Zależności między rozwojem społeczno-ekonomicznym a zasobami i działalnością MSP w rozwoju regionalnym, Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Zeszyt Naukowy Nr 46, 2004.

$$r'_{i'sr.} = 1/n \sum |r_{ij}|,$$

gdzie:

$r_{ij}$  jest współczynnikiem korelacji zmiennych  $i$  oraz  $j$ ,

następnie obliczeniu średniego wskaźnika korelacji według wzoru:

$$r'_{sr.} = 1/n \sum r'_{i'sr.}.$$

Do zespołu zmiennych diagnostycznych przyjęto te zmienne, dla których spełniony był warunek:

$$r'_{sr.} > r'_{sr.}.$$

Na podstawie przeprowadzonych procedur do zespołu zmiennych diagnostycznych konstruujących zmienną syntetyczną wybrano 11 zmiennych (odrzucono następujące wielkości: przeładunki w portach morskich ogółem, globalna produkcja rolnicza, sprzedaż produkcji budowlano-montażowej, mieszkania oddane do użytku, przeciętne miesięczne wynagrodzenie realne brutto w gospodarce narodowej ogółem, podaż pieniądza ogółem). Następujące zmienne uznano za destymulanty<sup>7</sup>: stopa inflacji, stopa bezrobocia, średni poziom stóp procentowych oraz import towarów, w celu sprowadzenia ich od poziomu stymulant obliczono ich odwrotność. Następnie wybrane zmienne diagnostyczne znormalizowano według wzoru:

$$x' = x/x_{sr.},$$

gdzie:

$x'$  – zmienna znormalizowana,

$x$  – zmienna pierwotna,

$x_{sr.}$  – średnia arytmetyczna wartości zmiennej pierwotnej.

W końcowym etapie wyznaczono zmienne syntetyczne, stanowiące sumy znormalizowanych zmiennych diagnostycznych w każdym roku. Otrzymane wielkości zamieszczono w tabeli 1.

**Tabela 1. Wartość zmiennych syntetycznych opisujących stan polskiej gospodarki w latach 2000–2004**

Rok	2000	2001	2002	2003	2004
Wartość zmiennej syntetycznej	10,57	10,47	10,89	11,57	11,48

Źródło: obliczenia własne.

<sup>7</sup> Por. W. Pluta, *op. cit.*, s. 99.

Podsumowując uzyskane wartości zmiennej syntetycznej, opisującej stan polskiej gospodarki w latach 2000–2004, można wyodrębnić dwa okresy – lata 2000–2002, jako czas niekorzystny dla polskiej gospodarki, szczególnie rok 2001, oraz lata 2003 i 2004, będące początkiem ożywienia gospodarczego.

### **3. Analiza zmian poziomu należności polskich przedsiębiorstw w latach 2000–2004**

Zmiany poziomu należności polskich przedsiębiorstw w latach 2000–2004 zostaną zaprezentowane również za pomocą zmiennych syntetycznych, których konstrukcja będzie się opierała na analogicznej procedurze, jak w przypadku zmiennych syntetycznych opisujących stan polskiej gospodarki.

W celu przeanalizowania stanu należności w polskich przedsiębiorstwach zostaną wykorzystane dane agregowane i obliczane przez Główny Urząd Statystyczny. Niestety, nie gromadzi on takich danych, które w pełni obiektywnie mogłyby stanowić podstawę do jednoznacznej oceny sytuacji w zakresie należności polskich przedsiębiorstw w latach 2000–2004. Jak zostanie wskazane przy opisie poszczególnych wskaźników i wielkości wykorzystanych w tej analizie, niektóre z nich nie są całkowicie porównywalne na przestrzeni analizowanego okresu. Nie jest możliwa również pełna analiza jakości wierzytelności polskich przedsiębiorstw. Przez jakości wierzytelności rozumie się to, czy są to należności, których termin zapłaty jeszcze nie minął, czy też już przeterminowane. GUS nie publikuje wskaźnika wielkości przeterminowanych należności, a więc tak rozumianą ich jakość można oceniać jedynie pośrednio. O pogorszeniu się jakości należności handlowych może świadczyć zwiększony ich udział w majątku obrotowym i należnościach krótkoterminowych oraz szybsze ich tempo wzrostu w porównaniu z tempem wzrostu przychodów ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów, czyli zwiększenie wartości wskaźnika rotacji należności w dniach. Przyczyną tych zjawisk może być zarówno zwiększenie akcji kredytowej przedsiębiorstw, jak i nasilające się problemy z egzekwowaniem należności handlowych.

Analiza prowadzona na podstawie danych GUS cechuje się niedoskonałością, skutkuje to koniecznością zachowania pewnej rezerwy, co do uzyskanych wniosków. Do największych jej wad zalicza się:

- brak całkowitej porównywalności danych – przez takie czynniki jak zmiana liczby badanych podmiotów (spowodowana głównie zmianami zasad i kryteriów GUS odnośnie do podmiotów sprawozdawczych, których dane są gromadzone, a także zjawiskiem naturalnym w gospodarce, jakim jest powstawanie nowych podmiotów i likwidacja innych), inflacja, zmiana

sposobu liczenia niektórych wielkości, bez możliwości dokonania korekty porównywalności;

- zbyt mała szczegółowość publikowanych wskaźników oraz niewystarczająca ich wartość merytoryczna na potrzeby tej analizy, przede wszystkim w odniesieniu do braku wskaźnika wielkości należności przeterminowanych, który umożliwiałby bezpośrednią ocenę jakości należności polskich przedsiębiorstw.

Jednakże, mimo wyżej wspomnianych wad, zasadne jest przeprowadzenie analizy na podstawie danych gromadzonych i publikowanych przez GUS, gdyż tylko one zawierają informacje na temat całości zarejestrowanych podmiotów gospodarczych w Polsce prowadzących księgi rachunkowe, a więc najlepiej odzwierciedlają całość procesów w polskiej gospodarce w odniesieniu do podmiotów gospodarczych.

Do opisu stanu należności w polskich przedsiębiorstwach oraz ich płynności finansowej zostaną wykorzystane następujące wielkości:

- 1) liczba badanych w danym roku podmiotów gospodarczych<sup>8</sup>;
- 2) średnia wartość majątku obrotowego badanych podmiotów<sup>9</sup>, rozumianego zgodnie z definicją zawartą w Ustawie o Rachunkowości<sup>10</sup> (UoR);
- 3) średnia wartość należności krótkoterminowych badanych podmiotów, rozumianych zgodnie z definicją zawartą w UoR;
- 4) średnia wartość należności z tytułu dostaw i usług badanych podmiotów, rozumianych zgodnie z definicją zawartą w UoR. W tym miejscu należy odnotować, że wartość tego wskaźnika nie jest porównywalna na przestrzeni analizowanego okresu. W związku z nowelizacją UoR, która weszła w życie od 2002 roku, do należności z tytułu dostaw i usług zaczęto zaliczać również te z terminem zapłaty powyżej 12 miesięcy. Do tej pory (w tej analizie w odniesieniu do lat 2000 i 2001) były one częścią majątku trwałego, jako element należności długoterminowych. Niestety, nie jest możliwa korekta danych za lata 2000 i 2001 do pozycji porównywalnej z latami 2002–2004, gdyż wielkość należności długoterminowych publikowana przez GUS nie jest rozbita na poszczególne składowe. Nie

<sup>8</sup> Są to jednostki o liczbie pracujących 10 i więcej osób, prowadzące księgi rachunkowe i zorganizowane w formie spółek handlowych (osobowych i kapitałowych), spółek cywilnych, przedsiębiorstw państwowych, spółdzielni, oddziałów przedsiębiorców zagranicznych, osoby fizyczne wykonujące działalność gospodarczą i państwowe jednostki organizacyjne, z wyłączeniem podmiotów prowadzących działalność bankową, ubezpieczeniową, maklerską, towarzystw inwestycyjnych, emerytalnych i NFI, szkół wyższych, samodzielnych publicznych zakładów opieki zdrowotnej, instytucji kultury oraz indywidualnych gospodarstw rolnych.

<sup>9</sup> Uśrednienia analizowanych wielkości dokonano dzieląc ich wartość bezwzględną w danym roku przez liczbę badanych podmiotów w danym roku.

<sup>10</sup> Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz.U. Nr 121, poz. 591 z późn. zm.).



można zatem zsumować należności długoterminowych z tytułu dostaw i usług z należnościami krótkoterminowymi z tytułu dostaw i usług, co doprowadziłoby do porównywalności danych za lata 2000–2001 z danymi za lata 2002–2004. Biorąc jednak pod uwagę fakt, że należności handlowe z ekonomicznego punktu widzenia bardzo rzadko mają termin płatności przekraczający 12 miesięcy oraz to, że wartość należności długoterminowych, jako całość, stanowiła w 2000 roku zaledwie 10,2%, a w 2001 roku 16,3% wartości należności krótkoterminowych z tytułu dostaw i usług, można przyjąć, na potrzeby tej analizy, że wielkość długoterminowych należności z tytułu dostaw i usług w latach 2000–2001 nie miała istotnego wpływu na porównywalność tych danych w stosunku do lat 2002–2004. W związku jednak ze wspomnianą zmianą zasad rachunkowości analogiczna uwaga dotyczy również majątku obrotowego (w latach 2000–2001 długoterminowe należności z tytułu dostaw i usług były częścią majątku trwałego) i należności krótkoterminowych;

- 5) średnia wartość przychodów ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów.

W analizie wykorzystano również wskaźniki, które pokazują zmianę w poszczególnych latach pewnych relacji opisujących stan należności w porównaniu ze stanem innych wielkości, od których należności są zależne lub których stanowią część składową. Są nimi:

- udział należności krótkoterminowych w majątku obrotowym;
- udział należności z tytułu dostaw i usług w majątku obrotowym;
- udział należności z tytułu dostaw i usług w należnościach krótkoterminowych;
- wskaźnik rotacji należności w dniach, obliczony jako stosunek należności z tytułu dostaw i usług do wartości przychodów ze sprzedaży produktów, towarów i materiałów, pomnożony przez 365 dni;
- wskaźnik pokrycia zobowiązań należnościami, czyli stosunek posiadanych przez przedsiębiorstwa należności z tytułu dostaw i usług do zobowiązań z tytułu dostaw i usług, będący miernikiem poziomu płynności finansowej firm, rozumianej w ujęciu statycznym, bilansowym;
- wskaźnik płynności I stopnia, będący relacją inwestycji krótkoterminowych do zobowiązań krótkoterminowych (bez funduszy specjalnych) wyrażoną w procentach;
- wskaźnik płynności II stopnia, będący relacją inwestycji krótkoterminowych oraz należności krótkoterminowych do zobowiązań krótkoterminowych (bez funduszy specjalnych) wyrażoną w procentach.

Wielkości i wskaźniki opisujące poziom należności polskich przedsiębiorstw oraz ich płynność finansową w latach 2000–2004 przedstawia tabela 2.

Tabela 2. Poziom należności przedsiębiorstw i ich płynność finansowa w latach 2000–2004

Wyszczególnienie	2000		2001		2002		2003		2004		Średnia arytmetyczna	Odchylenie standardowe	Mediana
	wielkość	dynamika	wielkość	dynamika	wielkość	dynamika	wielkość	dynamika	wielkość	dynamika			
Liczba podmiotów	46 332	0,96	48 398	1,04	44 064	0,91	45 742	1,04	44 541	0,97	45 815,40	1705,40	45 742,00
Średnia wielkość majątku obrotowego (w mln zł)	7,32	1,14	7,19	0,98	8,40	1,17	9,12	1,09	10,45	1,15	8,50	1,35	8,40
Średnia wielkość należności krótkoterminowych* (w mln zł)	3,96	1,18	3,84	0,97	4,37	1,14	4,67	1,07	4,97	1,06	4,36	0,47	4,37
Udział należności krótkoterminowych w majątku obrotowym (w %)	54,10		53,40		51,90		51,20		47,60		51,64	2,54	51,90
Średnia wielkość należności z tytułu dostaw i usług** (w mln zł)	3,96	1,44	3,14	0,79	3,63	1,16	3,88	1,07	4,20	1,08	3,76	0,40	3,88
Udział należności z tytułu dostaw i usług w majątku obrotowym (w %)	44,20		43,70		43,20		42,50		40,20		42,76	1,56	43,20
Udział należności z tytułu dostaw i usług w należnościach krótkoterminowych (w %)	81,70		81,80		83,10		83,05		84,40		82,81	1,11	83,05
Średnia wielkość przychodów ze sprzedaży towarów, produktów i materiałów (w mln zł)	24,29	1,16	23,40	0,96	26,52	1,13	29,06	1,10	33,97	1,17	27,45	4,25	26,52
Wskaźnik rotacji należności z tytułu dostaw i usług (w dniach)	59,46		48,97		49,97		48,74		45,10		50,45	5,37	48,97
Pokrycie zobowiązań z tytułu dostaw i usług należnościami z tytułu dostaw i usług	0,95		0,96		0,96		0,97		1,02		0,97	0,03	0,96
Wskaźnik płynności I stopnia	17,10		17,10		19,50		24,20		29,80		21,54	5,45	19,50
Wskaźnik płynności II stopnia	74,00		74,50		75,30		83,70		91,30		79,76	7,57	75,30

\* w latach 2000–2001 wielkość ta nosiła nazwę „Należności i roszczenia”. Różniła się od kategorii należności krótkoterminowych, oprócz nazewnictwa, przede wszystkim tym, że w pozycji ‘należności z tytułu dostaw i usług’ nie obejmowała długoterminowych należności z tytułu dostaw i usług.

\*\* w latach 2000–2001 wielkość ta nie obejmowała długoterminowych należności z tytułu dostaw i usług.

Źródło: obliczenia własne na podstawie danych GUS.

Postępując zgodnie z procedurą opisaną w poprzednim podrozdziale, wybrano 9 zmiennych diagnostycznych (odrzucono średnią wielkość należności z tytułu dostaw i usług oraz wskaźnik rotacji należności z tytułu dostaw i usług). Za destymulanty uznano wskaźniki udziału należności krótkoterminowych w majątku obrotowym, udział należności z tytułu dostaw i usług w majątku obrotowym oraz udział należności z tytułu dostaw i usług w należnościach krótkoterminowych. Wartość zmiennych syntetycznych opisujących stan należności polskich przedsiębiorstw w latach 2000–2004 przedstawia tabela 3.

**Tabela 3. Wartość zmiennych syntetycznych opisujących stan należności polskich przedsiębiorstw w latach 2000–2004**

Rok	2000	2001	2002	2003	2004
Wartość zmiennej syntetycznej	8,28	8,25	8,77	9,38	10,31

Źródło: obliczenia własne.

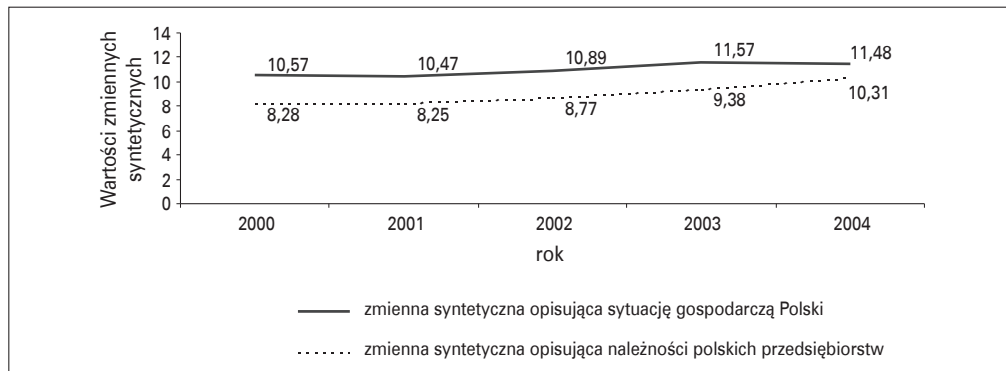
Podsumowując uzyskane wartości zmiennych syntetycznych, opisujących stan należności polskich przedsiębiorstw w latach 2000–2004, można stwierdzić, że sytuacja w tym zakresie w 2000 roku była niekorzystna, w 2001 roku nastąpiło nieznaczne jej pogorszenie, by w roku następnym ulec polepszeniu. Rok 2003 przyniósł dość znaczną poprawę, ale zdecydowanie najlepsza sytuacja w analizowanym okresie, co do należności polskich przedsiębiorstw, wystąpiła w 2004 roku.

#### **4. Analiza korelacji**

Pierwszym etapem badania istnienia zależności między poziomem należności przedsiębiorstw a ogólnym stanem gospodarki jest analiza korelacji.

Współczynnik korelacji między zmiennymi syntetycznymi opisującymi stan polskiej gospodarki a zmiennymi syntetycznymi opisującymi stan należności polskich przedsiębiorstw w latach 2000–2004 wynosi 0,9, co świadczy o silnym liniowym skorelowaniu tych zmiennych i wysokim stopniu determinacji zmiennych syntetycznych opisujących stan należności polskich przedsiębiorstw przez zmienność wartości syntetycznych opisujących stan polskiej gospodarki.

**Rysunek 1. Zestawienie wartości zmiennych syntetycznych opisujących sytuację makroekonomiczną Polski oraz stan należności przedsiębiorstw w latach 2000–2004**



Źródło: opracowanie własne.

**Tabela 4. Współczynniki korelacji między zmiennymi syntetycznymi opisującymi stan polskiej gospodarki a zmiennymi opisującymi stan należności oraz płynność finansową polskich przedsiębiorstw w latach 2000–2004**

Zmienne charakteryzujące stan należności oraz płynność finansową polskich przedsiębiorstw	Współczynniki korelacji ze zmiennymi syntetycznymi opisującymi stan polskiej gospodarki
Średnia wielkość majątku obrotowego (w mln zł)	0,91
Średnia wielkość należności krótkoterminowych (w mln zł)	0,95
Udział należności krótkoterminowych w majątku obrotowym (w %)	-0,82
Średnia wielkość należności z tytułu dostaw i usług (w mln zł)	0,66
Udział należności z tytułu dostaw i usług w majątku obrotowym (w %)	-0,80
Udział należności z tytułu dostaw i usług w należnościach krótkoterminowych (w %)	0,83
Średnia wielkość przychodów ze sprzedaży towarów, produktów i materiałów (w mln zł)	0,89
Wskaźnik rotacji należności z tytułu dostaw i usług (w dniach)	-0,60
Pokrycie zobowiązań z tytułu dostaw i usług należnościami z tytułu dostaw i usług	0,69
Wskaźnik płynności I stopnia	0,90
Wskaźnik płynności II stopnia	0,88

Źródło: obliczenia własne.

Współczynniki korelacji między zmiennymi syntetycznymi opisującymi stan polskiej gospodarki a poszczególnymi zmiennymi opisującymi stan należności i płynność finansową polskich przedsiębiorstw zestawiono w tabeli 4. Widzimy silne zależności korelacyjne między analizowanymi wielkościami (wartości od  $-0,6$  do  $0,95$ ). W zależności od charakteru zmiennej opisującej stan należności lub płynności finansowej przedsiębiorstw mają one kierunek zgodny lub przeciwny do kierunku zmian wartości zmiennych syntetycznych opisujących stan polskiej gospodarki.

Podsumowując, przeprowadzona analiza korelacji wskazuje na silną zależność liniową pomiędzy parametrami opisującymi sytuację makroekonomiczną Polski a zmiennymi charakteryzującymi należności polskich przedsiębiorstw oraz ich płynność finansową w latach 2000–2004.

## 5. Analiza modeli regresji

W analizie przyjęto liniowość równań regresji. Założenie to wynikało przede wszystkim z empirycznych rozkładów badanych zmiennych oraz wysokich współczynników korelacji między nimi, co świadczy o silnych zależnościach liniowych. Zaprezentowane tu modele regresji mają jedną zmienną objaśniającą. Badano dwie grupy modeli:

- model regresji zmiennych syntetycznych, w którym zmienną objaśnianą była zmienna syntetyczna opisująca poziom należności przedsiębiorstw, natomiast zmienną objaśniającą była zmienna syntetyczna opisująca stan gospodarki.
- modele regresji, w których zmiennymi objaśnianymi były parametry opisujące należności oraz płynność finansową przedsiębiorstw, a zmienną objaśniającą była zmienna syntetyczna opisująca stan gospodarki.

Ogólna postać modelu regresji przedstawia się następująco:

$$Y = b_1 + b_0 X,$$

gdzie:

$Y$  – zmienna objaśniana,

$X$  – zmienna objaśniająca,

$b_0$  – współczynnik regresji,

$b_1$  – wyraz wolny.

### **5.1. Model regresji zmiennych syntetycznych, w którym zmienną objaśnianą (Y) jest zmienna syntetyczna opisująca należności przedsiębiorstw, natomiast zmienną objaśniającą (X) jest zmienna syntetyczna opisująca stan gospodarki**

Postać tego modelu regresji przedstawia się następująco:  $Y = -7,79 + 1,53X$ , przy wartości współczynnika determinacji (WD) wynoszącej 0,8.

Model<sup>11</sup> ten opisuje ogólną zależność między poziomem należności przedsiębiorstw a zmianami koniunktury gospodarczej. Wartość współczynnika regresji może być tu oceniana w stosunku do jedności jako tempo zmian w poziomie należności przedsiębiorstw w stosunku do zmiennej syntetycznej opisującej stan gospodarki. Współczynnik równy jedności informuje o równomiernym tempie zmian w poziomie należności przedsiębiorstw w stosunku do zmian koniunktury, większy od jedności oznacza szybsze tempo zmian, a mniejszy od jedności wolniejsze tempo zmian poziomu należności przedsiębiorstw w stosunku do zmian koniunktury. Współczynnik regresji równy 1,53 oznacza, że w analizowanym okresie zmiany poziomu należności polskich przedsiębiorstw były szybsze niż zmiany koniunktury gospodarczej.

Współczynnik determinacji wynosi 0,8, co oznacza, że model jest dobrze dopasowany do empirycznego rozkładu wielkości. Świadczy on również, że 80% całkowitej zmienności zmiennej syntetycznej opisującej poziom należności polskich przedsiębiorstw (Y) została wyjaśniona regresją liniową względem zmiennej syntetycznej opisującej stan gospodarki (X).

### **5.2. Modele regresji, w których zmiennymi objaśnianymi (Y) są parametry opisujące poziom należności oraz płynność finansową polskich przedsiębiorstw, natomiast zmienną objaśniającą (X) jest zmienna syntetyczna opisująca stan gospodarki**

W tabeli 5 zestawiono wyniki estymacji parametrów modeli regresji, w których zmiennymi objaśnianymi są parametry opisujące poziom należności oraz płynność finansową polskich przedsiębiorstw, natomiast zmienną objaśniającą jest zmienna syntetyczna opisująca stan gospodarki.

Dopasowanie powyższych modeli regresji do danych empirycznych jest różne. Analizując wartość współczynnika determinacji, modele te można podzielić na dwie grupy:

- modele, dla których wartość WD zamyka się w przedziale 0,91–0,76, co oznacza dobre ich dopasowanie do danych empirycznych,
- modele, dla których wartość WD zamyka się w przedziale 0,67–0,36, co oznacza dość słabe ich dopasowanie do danych empirycznych.

<sup>11</sup> Por. Z. Leszczyński, Programowanie czynników wytwórczych w handlu (aspekty metodyczne), Monografie i opracowania, Nr 353, SGH, Warszawa 1992, s. 108.

**Tabela 5. Zestawienie modeli regresji ze zmiennymi dotyczącymi należności i płynności finansowej przedsiębiorstw jako zmienne objaśniane oraz zmienną syntetyczną opisującą stan gospodarki jako zmienną objaśniającą**

Zmienne objaśniane (Y)	Zmienna objaśniająca (X) – zmienna syntetyczna opisująca stan gospodarki		
	współczynnik determinacji (WD)	współczynnik regresji* – $b_0$	wyraz wolny – $b_1$
Średnia wielkość majątku obrotowego (w mln zł)	0,78	2,33 0,86	-17,01
Średnia wielkość należności krótkoterminowych (w mln zł)	0,91	0,89 0,17	-5,46
Udział należności krótkoterminowych w majątku obrotowym (w %)	0,67	-4,07 1,66	96,44
Średnia wielkość należności z tytułu dostaw i usług (w mln zł)	0,43	0,52 0,34	-1,96
Udział należności z tytułu dostaw i usług w majątku obrotowym (w %)	0,64	-2,46 1,06	69,82
Udział należności z tytułu dostaw i usług w należnościach krótkoterminowych (w %)	0,76	1,82 0,69	62,79
Średnia wielkość przychodów ze sprzedaży towarów, produktów i materiałów (w mln zł)	0,78	7,41 2,24	-54,07
Wskaźnik rotacji należności z tytułu dostaw i usług (w dniach)	0,36	-6,36 4,86	120,43
Pokrycie zobowiązań z tytułu dostaw i usług należnościami z tytułu dostaw i usług	0,47	0,04 0,02	0,56
Wskaźnik płynności I stopnia	0,81	9,64 2,71	-84,55
Wskaźnik płynności II stopnia	0,77	13,11 4,09	-64,36

\* poniżej wartości współczynników regresji podano wartość błędu standardowego ich oceny.

Źródło: obliczenia własne.

Współczynniki regresji w tych modelach mogą być interpretowane jako stopień zmian wartości poszczególnych zmiennych opisujących stan należności przedsiębiorstw i płynność finansową w stosunku do zmian parametrów opisujących koniunkturę gospodarczą, ujętych w formie zmiennych syntetycznych.

## 6. Podsumowanie

Głównym celem niniejszego opracowania było wykazanie postawionej we wstępie tezy o istnieniu zależności pomiędzy parametrami charakteryzującymi sytuację

gospodarczą kraju a kształtowaniem się poziomu należności i płynności finansowej polskich przedsiębiorstw na podstawie danych statystycznych za lata 2000–2004. Z ekonomicznego punktu widzenia istnienie takiej zależności wydaje się dość oczywiste. Niemniej jednak, aby potwierdzić naukowo tę tezę, a także oszacować siłę i kierunek tych zależności konieczne było posłużenie się określonymi metodami badawczymi.

W zaprezentowanej tu analizie wykorzystano procedury tworzenia zmiennych syntetycznych oraz analizę korelacji i regresji. Na ich podstawie można stwierdzić silną liniową zależność pomiędzy badanymi zjawiskami ekonomicznymi – wartość współczynnika korelacji między zmiennymi syntetycznymi wynosząca 0,9 oraz szybsze tempo zmian poziomu należności przedsiębiorstw w stosunku do zmian parametrów opisujących gospodarkę – współczynnik regresji wynoszący 1,53.

Rozwój badań nad siłą i kierunkiem zmian poziomu należności przedsiębiorstw pod wpływem zmian koniunktury gospodarczej jest istotny z punktu widzenia przewidywania zjawisk nasilania się zatorów płatniczych. Są one szkodliwe nie tylko dla przedsiębiorstw i ich wzajemnych relacji biznesowych, ale również dla gospodarki jako całości. Tego typu badania mogą być rozwijane również na poziomie mikroekonomicznym, gdzie analizowany będzie poziom należności i płynności finansowej przedsiębiorstw (lub konkretnego przedsiębiorstwa) pod wpływem zmian parametrów makroekonomicznych. Dalszy rozwój badań w tym zakresie może przyczynić się do prognozowania zmian w poziomie należności i płynności finansowej przedsiębiorstw w stosunku do sytuacji ekonomicznej kraju.

## 7. Bibliografia

### Pozycje zwarte:

1. Cieślak M., Modele zapotrzebowania na kadry kwalifikowane, PWN, Warszawa 1976.
2. Leszczyński Z., Programowanie czynników wytwórczych w handlu (aspekty metodyczne), Monografie i opracowania, Nr 353, SGH, Warszawa 1992.
3. Pluta W., Wielowymiarowa analiza porównawcza w badaniach ekonomicznych, PWE, Warszawa 1977.
4. Płynność finansowa w polskich przedsiębiorstwach w okresie transformacji gospodarki: aspekty makroekonomiczne i mikroekonomiczne, red. U. Wojciechowska, SGH, Warszawa 2001.

### Artykuły:

1. Bień W., Windykacja należności z tytułu kredytu handlowego, „Rachunkowość”, 2002, Nr 2.



2. Leszczyński Z., Zależności między rozwojem społeczno-ekonomicznym a zasobami i działalnością MSP w rozwoju regionalnym, Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów, Zeszyt Naukowy Nr 46, 2004, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie.

**Akty prawne:**

Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz.U. Nr 121, poz. 591 z późn. zm.).

**Zestawienia statystyczne:**

1. Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych w 2004 r., wydanie roczne, Główny Urząd Statystyczny w Warszawie.
2. Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych w 2003 r., wydanie roczne, Główny Urząd Statystyczny w Warszawie.
3. Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych w 2002 r., wydanie roczne, Główny Urząd Statystyczny w Warszawie.
4. Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych w 2001 r., wydanie roczne, Główny Urząd Statystyczny w Warszawie.
5. Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych w 2000 r., wydanie roczne, Główny Urząd Statystyczny w Warszawie.
6. Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych w 1999 r., wydanie roczne, Główny Urząd Statystyczny w Warszawie.

## Zdolność prognostyczna rynku finansowego w Polsce w zakresie rynkowych stóp procentowych

### 1. Wprowadzenie

Celem artykułu jest próba zbadania zdolności prognostycznej rynku finansowego w Polsce w zakresie rynkowych stóp procentowych. Jako instrument umożliwiający przeprowadzenie przedmiotowej analizy wybrano, powszechnie już wykorzystywane w Polsce, kontrakty terminowe na przyszłą stopę procentową, tzw. kontrakty FRA<sup>1</sup>. W celu lepszego zrozumienia tej problematyki, w części teoretycznej artykułu zaprezentowano ogólne informacje na temat stóp procentowych, teorie wyjaśniające kształt obserwowanych krzywych dochodowości, a także podstawowe wiadomości na temat sposobu funkcjonowania i wyceny kontraktów FRA.

Stopa procentowa, będąca miarą kosztu pieniądza, jest jedną z najważniejszych zmiennych determinujących funkcjonowanie gospodarki rynkowej. Jej poziom wpływa zarówno na decyzje gospodarstw domowych w zakresie alokacji zasobów pieniężnych pomiędzy bieżącą konsumpcją a oszczędnościami, jak i na decyzje podmiotów gospodarczych w zakresie przeprowadzanych inwestycji oraz pozyskania środków pieniężnych od podmiotów trzecich. Stopa procentowa, stanowiąc jeden z podstawowych instrumentów polityki pieniężnej, wpływa ponadto na aktywność depozytowo-kredytową instytucji bankowych, co z kolei znajduje przełożenie w wielkości pieniądza w obiegu.

W gospodarce rynkowej funkcjonuje system stóp procentowych, które są ze sobą wzajemnie powiązane. Wśród nich wyróżnia się m.in.:

- podstawowe stopy procentowe ustalane przez bank centralny (w Polsce przez Narodowy Bank Polski ustalane są cztery rodzaje podstawowych stóp procentowych: stopa interwencyjna, będąca stopą główną, stopa depozytowa, stopa lombardowa oraz stopa redyskonta weksli);
- stopy depozytowe i kredytowe ustalane przez banki komercyjne;
- stopy procentowe, odzwierciedlające rentowności dłużnych papierów wartościowych (skarbowych i nieskarbowych).

---

<sup>1</sup> Z uwagi na fakt, że kontrakty FRA zawierane są na rynku pozagiełdowym określane są również pojęciem transakcje FRA.

Do najważniejszych spośród powyższych stóp należą podstawowe stopy procentowe ustalane przez bank centralny, z uwagi na fakt, że determinują one politykę depozytowo-kredytową banków komercyjnych (wpływając na poziomy oprocentowania lokat i kredytów), a także dochodowości dłużnych papierów wartościowych (bonów i obligacji) emitowanych zarówno przez władze rządowe (Skarb Państwa), jak i jednostki komunalne i komercyjne.

## 2. Teorie dotyczące kształtowania się rynkowych stóp procentowych

W literaturze przedmiotu wyróżnia się najczęściej cztery teorie wyjaśniające kształt obserwowanej krzywej dochodowości<sup>2</sup>:

- 1) teorię oczekiwań (ang. *expectations theory*);
- 2) teorię płynności (ang. *liquidity premium theory*);
- 3) teorię segmentacji rynków (ang. *market segmentation theory*);
- 4) teorię preferowanego środowiska (ang. *preferred habitat theory*).

Żadna z powyższych teorii nie proponuje jednolitego i kompleksowego wyjaśnienia przedmiotowego problemu, co powoduje, że nie mogą być one traktowane jako zadowalające wytłumaczenie obserwowanych zmian rynkowych stóp procentowych. Z uwagi na to w ramach wymienionych teorii występują odmiany, które różnią się zakresem przyjmowanych założeń.

Teoria oczekiwań, sformułowana przez Irvinga Fishera w 1930 roku i następnie zmodyfikowana przez Lutza w 1940 roku oraz Meiselmana w 1962 roku, zakłada, że inwestorzy są neutralni wobec ryzyka, a jedyną zmienną wpływającą na ich postępowanie jest wysokość oczekiwanego dochodu. Ponadto zakłada się, że inwestorzy mają równy dostęp do informacji, która wskutek doskonałej efektywności rynku finansowego natychmiast znajduje odzwierciedlenie w cenie instrumentów finansowych.

Zgodnie z teorią oczekiwań, w przypadku, gdy prognozowany dochód z inwestowania środków w krótkoterminowe papiery wartościowe jest równy dochodowi z ulokowania kapitału w instrument długoterminowy, stopy krótko- i długookresowe nie są w stosunku do siebie ani relatywnie wysokie, ani relatywnie niskie. Do najważniejszych wniosków wynikających z teorii oczekiwań należą stwierdzenia, że<sup>3</sup>:

<sup>2</sup> Zob. R. S. Johnson, R. A. Zuber, J. M. Gandar, *Market Segmentation Theory – A Pedagogical Model for Explaining the Term Structure of Interest Rates*, Working Paper, University of North Carolina at Charlotte, dokument dostępny na stronie internetowej [www.abe.villanova.edu](http://www.abe.villanova.edu) w dniu 28 lutego 2006 r., s. 1.

<sup>3</sup> Zob. M. Świętoń, *Terminowa struktura dochodowości skarbowych papierów wartościowych w Polsce w latach 1998–2001*, Materiały i Studia, Narodowy Bank Polski, Nr 150, Warszawa, listopad 2002, s. 18.

- dochodowość instrumentów długoterminowych kształtuje się wyłącznie pod wpływem oczekiwań dotyczących przyszłego poziomu rynkowych stóp procentowych i nie zawiera jakiegokolwiek premii w stosunku do poziomu rentowności krótkoterminowych papierów dłużnych;
- obserwowane bieżące poziomy przyszłych stawek oprocentowania (reprezentowane na rynku w postaci stawek kontraktów na przyszłą stopę procentową – kontraktów FRA) odzwierciedlają wyłącznie oczekiwania inwestorów co do przyszłych zmian rynkowych stóp procentowych.

W wyniku wprowadzenia do teorii oczekiwań dodatkowych zmiennych, próbujących wyjaśnić obserwowane zróżnicowanie poziomu oprocentowania środków dla różnych okresów, w ramach przedmiotowej teorii wyróżnia się jej różne odmiany – tzw. obciążone wersje teorii oczekiwań (ang. *biased expectations theories*). Do najczęściej wymienianych odmian teorii oczekiwań należy<sup>4</sup>:

- teoria oczekiwań stopy zwrotu w terminie do wykupu (ang. *return-to-maturity expectations theory*), która oparta jest na założeniu braku występowania ryzyka reinwestycji kapitału – zgodnie z wymienioną tu teorią stopa zwrotu z wieloletniej strategii, polegającej na periodycznym reinwestowaniu środków w instrumenty krótkoterminowe, jest równa stopie zwrotu z inwestycji w długoterminowe papiery dłużne, których termin wykupu jest równy horyzontowi strategii – powyższe założenie oznaczałoby przyjęcie rosnącej krzywej dochodowości (krzywa normalna);
- lokalna teoria oczekiwań (ang. *local expectations theory*) – zgodnie z wymienioną teorią uzyskiwane stopy zwrotu z instrumentów o różnych terminach do wykupu, obliczane dla krótszego okresu, są sobie równe.

Założenia przyjmowane w teorii oczekiwań oraz sposób tłumaczenia przyczyn obserwowanego kształtu krzywych dochodowości spotykały się jednakże z liczną krytyką. Do głównych zarzutów kierowanych w stronę teorii oczekiwań należało pominięcie w niej zagadnień ryzyka inwestycyjnego, przyjmowanie jednorodności oczekiwań inwestorów, a także założenie braku uwzględniania przez inwestorów premii zależnej od czasu trwania inwestycji. W wyniku powyższego w 1940 roku Lutz wyodrębnił w ramach teorii oczekiwań dwie wersje<sup>5</sup>:

- czystą teorię oczekiwań (ang. *pure expectations theory*) – zakładającą, że długoterminowe stopy procentowe odzwierciedlają wyłącznie oczekiwania inwestorów i nie zawierają jakiegokolwiek premii czasowej;

<sup>4</sup> Por. F. J. Fabozzi, *Rynki obligacji. Analiza i strategie*, WIG Press, Warszawa 2000, s. 123–124.

<sup>5</sup> Por. M. Świętoń, *op. cit.*, s. 20.

- zmodyfikowaną teorię oczekiwań – stwierdzającą, że długoterminowe stopy procentowe odzwierciedlają zarówno oczekiwania inwestorów, jak i premię czasową.

Teoria płynności, stanowiąca rozwinięcie teorii oczekiwań, zakłada natomiast, że rynkowe stopy procentowe kształtowane są oczekiwaniami inwestorów co do przyszłych ich poziomów, jak również premią z tytułu ryzyka płynnościowego. Premia za ryzyko jest wynagrodzeniem za „zamrożenie” wolnych środków pieniężnych w postaci nabycia dłużnych papierów wartościowych, i jest proporcjonalna do okresu przetrzymania tych papierów w portfelu – im dłuższy okres inwestycji, tym wyższa premia za ryzyko<sup>6</sup>.

Teoria segmentacji rynków, stworzona przez Johna Culbertsona w 1957 roku na podstawie teorii segmentacji opracowanej przez Wendella Smitha w 1956 roku<sup>7</sup>, zakłada, że rynek finansowy składa się z całkowicie od siebie oddzielonych segmentów, pogrupowanych według okresu trwania instrumentów, jakimi obraca się na przedmiotowym rynku. Powyższe założenie powoduje, że instrumenty finansowe o różnym terminie do wykupu nie są substytutami, a więc nie istnieje zależność pomiędzy krótko-, średnio- i długoterminowymi stopami procentowymi. O poziomie rynkowych stóp procentowych w ramach poszczególnych segmentów decyduje natomiast reprezentowany przez inwestorów popyt i podaż na dłużne papiery wartościowe<sup>8</sup>.

Teoria preferowanego środowiska, stworzona w 1966 roku przez Modiglianiego i Sutchę oraz określana niekiedy pojęciem teorii naturalnych preferencji, stanowi z kolei połączenie teorii segmentacji rynków oraz teorii oczekiwań. Uważana jest za jedyną, obecną teorię najlepiej opisującą obserwowane w rzeczywistości poziomy kształtujących się rynkowych stóp procentowych. W teorii preferowanego środowiska, w odróżnieniu od teorii segmentacji, rynek finansowy podzielony jest nie na podstawie okresu trwania instrumentów, lecz według terminów, na jakie inwestorzy są skłonni lokować wolne środki pieniężne. Zgodnie z tą teorią poziom kształtujących się rynkowych stóp procentowych jest determinowany zarówno oczekiwanymi poziomami przyszłych stóp procentowych, jak i wysokością premii żądanej przez inwestorów za zmianę preferowanego przez nich horyzontu inwestycyjnego – im większa różnica pomiędzy dokonywaną inwestycją a ulubionym horyzontem inwestycyjnym, tym większa premia. Powoduje to, że dłużne papiery wartościowe występujące na rynku finansowym stanowią wzajemne substytuty

<sup>6</sup> Zob. K. Maes, Interest Rate Risk in the Belgian Banking Sector, dokument internetowy dostępny pod adresem [www.skynet.be](http://www.skynet.be) w dniu 28 lutego 2006 r., s. 5.

<sup>7</sup> Por. K. Snellman, From One Segment to a Segment of One – The Evolution of Market Segmentation Theory, Swedish School of Economy and Business Administration, Februari 2000, s. 2–4.

<sup>8</sup> Zob. A. J. G. Cairns, Interest-Rate Models – An Introduction, Heriot-Watt University, Edinburgh 2003, s. 24.

inwestycyjne, a stopy procentowe, bez względu na okres, który reprezentują, są wzajemnie powiązane<sup>9</sup>.

Oprócz powyższych teorii w literaturze przedmiotu spotyka się również tzw. współczesne teorie terminowej struktury stóp procentowych, które najczęściej mają charakter stochastyczny. Wśród nich wyróżnia się takie znane teorie, jak: teoria Cox'a-Ingersoll'a-Ross'a, teoria Vasicek'a, czy teoria Ho-Lee<sup>10</sup>.

Jedynym, racjonalnym instrumentem, umożliwiającym przeprowadzenie analizy zdolności prognostycznej danego rynku finansowego w zakresie rynkowych stóp procentowych, są kontrakty terminowe na przyszłą stopę procentową, tzw. kontrakty FRA (ang. *Forward Rate Agreement*). Poziomy oprocentowania wymienionych instrumentów zawierają bowiem zarówno elementy oczekiwań inwestorów co do przyszłego kształtowania się stóp procentowych, jak i premie z tytułu zawierania transakcji lokacyjno-depozytowych w przyszłości (premia z tytułu przesunięcia inwestycji w czasie). Podstawowe zagadnienia dotyczące sposobu funkcjonowania oraz wyceny wymienionych instrumentów przedstawione zostały w następnym rozdziale.

### **3. Kontrakty terminowe na przyszłą stopę procentową – konstrukcja, zastosowanie oraz metody wyceny**

Kontrakty terminowe na przyszłą stopę procentową, tzw. kontrakty FRA, należą do grupy instrumentów pochodnych i stanowią umowę zawieraną pomiędzy dwoma stronami transakcji, w której ustalona zostaje stopa procentowa obowiązująca każdą ze stron w określonym dniu w przyszłości. Podstawowym celem dokonywania transakcji z wykorzystaniem kontraktów FRA jest możliwość ustalenia z wyprzedzeniem oprocentowania depozytu lub kosztu pożyczki, jakie dokonane zostaną w przyszłości (charakter zabezpieczający transakcji). Oprócz powyższego kontrakty FRA wykorzystywane są do przeprowadzania transakcji arbitrażowych oraz spekulacyjnych.

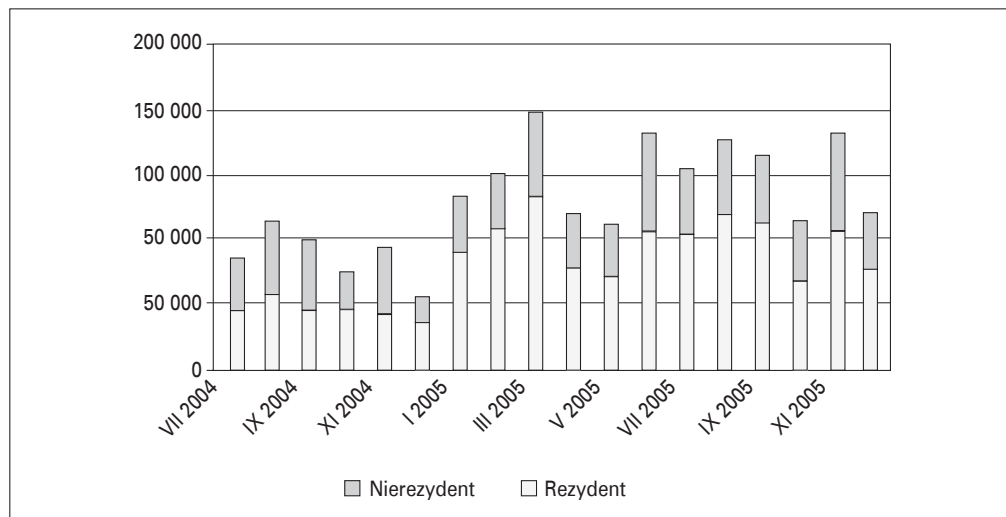
W początkowym okresie funkcjonowania rynku kontraktów FRA w Polsce obserwowano silny wzrost, zarówno pod względem realizowanych obrotów, jak i liczby uczestników, a transakcje zawierane były za pośrednictwem wyspecjalizowanych firm pośredniczących (brokerów), jak Continental Capital Markets oraz Prebon Marshall Yamane. Obecnie rynek cechuje się konsolidacją obrotów, a większość transakcji zawierana jest już bezpośrednio przez zainteresowane podmioty. Z uwagi na fakt, że polskie podmioty niefinansowe rzadko zabezpieczają się przed

<sup>9</sup> Zob. F. Riedel, *Heterogeneous Time Preferences and Interest Rates – The Preferred Habitat Theory* Revisted, Humboldt University, Berlin 1999, s. 1–2.

<sup>10</sup> Szerzej na temat przedmiotowych teorii m.in. w K. Jackowicz, *Zarządzanie ryzykiem stopy procentowej. Metoda duracji*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999.

niekorzystnymi zmianami stóp procentowych, rynek kontraktów FRA w Polsce ma przede wszystkim charakter rynku międzybankowego – standardowa wartość transakcji zawieranej na rynku międzybankowym w Polsce wynosi 100–200 mln zł.

**Rysunek 1. Wielkość oraz struktura obrotów kontraktami FRA w Polsce (w mln zł)**



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych NBP – Aktywność banków na rynkach finansowych – Raporty miesięczne.

W ramach kontraktu FRA wyróżnia się dwie strony transakcji:

- kupującego stopę procentową w kontrakcie FRA;
- sprzedającego stopę procentową w kontrakcie FRA.

Kupujący zobowiązuje się (umownie) zaciągnąć pożyczkę po ustalonej w dniu zawarcia kontraktu FRA stopie procentowej, natomiast sprzedający zgadza się (umownie) udzielić pożyczki po stopie ustalonej w kontrakcie. Jeżeli w dniu rozliczenia (który zostaje ściśle określony w dniu zawarcia kontraktu) rynkowa stopa procentowa (np. WIBOR 3M) będzie wyższa niż stopa określona w kontrakcie (stopa kontraktu FRA), kupujący otrzyma od strony sprzedającej kontrakt FRA kwotę będącą wynikiem różnicy oprocentowań (kwotę zdyskontowaną z uwagi, że wypłata następuje w dniu rozpoczęcia okresu zabezpieczanego, a nie jego końca). Oznacza to, że wysokość kwoty rozliczeniowej (kompensacyjnej) jest zależna od wartości nominalnej kontraktu FRA, umownej stopy kontraktu, faktycznej stawki referencyjnej (stopy rynkowej w momencie rozliczania transakcji) oraz okresu trwania kontraktu.

Fakt pieniężnego rozliczania kontraktów FRA stanowi ważną ich zaletę, odnosząc się bowiem do umownej kwoty depozytu lub pożyczki, za pomocą kontraktów

FRA następuje zabezpieczenie poziomów oprocentowania bez faktycznego przekazywania nominalnych kwot transakcji – w dniu rozliczenia nie dochodzi do rzeczywistego przekazania kwoty na jaką zawarty został kontrakt FRA, a jedynie do przekazania kwoty rozliczeniowej (kompensacyjnej). Brak faktycznego przepływu kapitału w kontrakcie FRA oznacza, że zalicza się je do instrumentów pozabilansowych.

Kontrakty FRA zawierane są na różne okresy w przyszłości, przy czym najbardziej odległymi kontraktami, w ramach których realizowany jest obrót na rynku, są transakcje kończące się 2 lata od momentu zawarcia transakcji. Na przykład kontrakt FRA 3x6 oznacza stopę procentową transakcji (w zależności od strony BID/OFFER – depozyt lub pożyczkę) zaczynającą się za 3 miesiące i trwającą 3 miesiące (czyli kończącą się za 6 miesięcy od dnia zawarcia transakcji).

W celu wyznaczenia stopy kontraktu FRA, tj. terminowej stopy procentowej, stosuje się poniższe wzory<sup>11</sup>:

$$r_{S,T}^{BID} = \left[ \frac{1 + r_{0,T}^{BID} \times \frac{d_{0,T}}{Baza}}{1 + r_{0,S}^{OFFER} \times \frac{d_{0,S}}{Baza}} - 1 \right] \times \frac{1}{\left( \frac{d_{S,T}}{Baza} \right)}, \quad (1)$$

$$r_{S,T}^{OFFER} = \left[ \frac{1 + r_{0,T}^{OFFER} \times \frac{d_{0,T}}{Baza}}{1 + r_{0,S}^{BID} \times \frac{d_{0,S}}{Baza}} - 1 \right] \times \frac{1}{\left( \frac{d_{S,T}}{Baza} \right)}, \quad (2)$$

gdzie:

$r_{S,T}^{BID}$  – terminowa stopa kupna dla okresu od  $S$  do  $T$ ,

$r_{S,T}^{OFFER}$  – terminowa stopa sprzedaży dla okresu od  $S$  do  $T$ ,

$r_{0,T}^{BID}$  – bieżąca stopa kupna dla okresu od 0 (dziś) do  $T$ ,

$r_{0,T}^{OFFER}$  – bieżąca stopa sprzedaży dla okresu od 0 (dziś) do  $T$ ,

$r_{0,S}^{BID}$  – bieżąca stopa kupna dla okresu od 0 (dziś) do  $S$ ,

$r_{0,S}^{OFFER}$  – bieżąca stopa sprzedaży dla okresu od 0 (dziś) do  $S$ ,

$d_{0,T}$  – liczba dni pomiędzy 0 (dziś) a  $T$ ,

$d_{0,S}$  – liczba dni pomiędzy 0 (dziś) a  $S$ ,

$d_{S,T}$  – liczba dni pomiędzy  $S$  a  $T$ ,

$Baza$  – baza naliczania odsetek dla danej waluty (np. dla PLN 365 dni),

$0 \leq S \leq T$

<sup>11</sup> Na podstawie A. Weron, R. Weron, Inżynieria Finansowa, Wydawnictwa Naukowo-Techniczne, Warszawa 1999, s. 90–92.



W czasie trwania kontraktu FRA (przed dniem, kiedy nastąpi rozliczenie kontraktu) możliwe jest przeprowadzenie bieżącej wyceny kontraktu FRA w celu wyznaczenia wysokości spodziewanej płatności z tytułu kwoty kompensacyjnej. W pierwszej kolejności przy wycenie wykorzystuje się dostępne rynkowe kwotowania kontraktów o identycznych terminach rozliczenia. Jeśli zawarty został kontrakt 3x6, wówczas po upływie miesiąca kwotowanie kontraktu 2x5 będzie miało datę rozliczenia identyczną jak kontrakt wyceniany, tzn. możliwe jest pozyskanie bezpośrednio spodziewanej stawki rozliczeniowej. W przypadku, gdy nie jest możliwe wyznaczenie kwoty kompensacyjnej kontraktu FRA metodą rynkową (tj. na podstawie kwotowań firm brokerskich lub banków na kontrakt, którego dzień rozliczenia kwoty kompensacyjnej jest taki sam jak kontraktu FRA będącego przedmiotem wyceny), konieczne jest dokonywanie odpowiednich obliczeń niezbędnych do wyznaczenia szukanej stawki forward (przyszłej stawki referencyjnej) dla wycenianego kontraktu FRA.

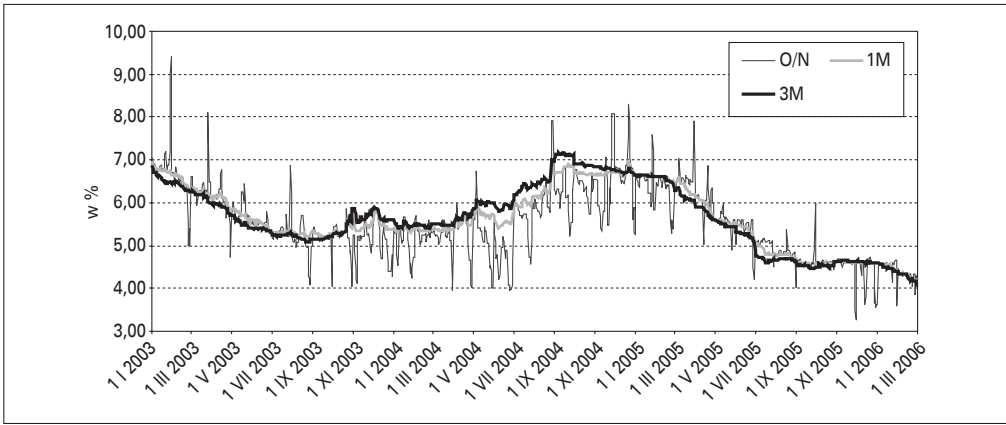
#### **4. Predykcja rynkowych stóp procentowych w Polsce za pomocą kontraktów FRA**

W celu zbadania zdolności prognostycznej rynku finansowego w Polsce w zakresie rynkowych stóp procentowych wykorzystano dane kwotowań stawek kontraktów FRA oraz stawek międzybankowych WIBOR 1M i 3M za okres od 1 stycznia 2003 roku do 28 lutego 2006 roku. Uzasadnienie wyboru stawek WIBOR 1M i 3M jest następujące:

- przedmiotowe stawki cechują się bardzo silną korelacją z podstawowymi stopami procentowymi NBP i są przez nie determinowane – wyniki badania odnoszą się więc nie tylko do predykcji stawek rynku międzybankowego (stawki WIBID/WIBOR), lecz również do podstawowych stóp procentowych, a za ich pośrednictwem do oprocentowania innych instrumentów finansowych (np. papierów dłużnych),
- w przedmiotowym okresie nastąpiły dwukierunkowe zmiany wysokości podstawowych stóp procentowych NBP przez Radę Polityki Pieniężnej – w ciągu tego okresu RPP łącznie dokonała zmiany podstawowych stóp procentowych 16 razy, z czego 13 razy obniżano stopy, a 3 razy je podwyższano,
- stawki WIBOR 1M i 3M, z uwagi na bardzo silną korelację z podstawowymi stopami procentowymi NBP, cechują się dużą stabilnością i nie podlegają chwilowym wahanom spowodowanym zarządzaniem płynnością przez banki, co wyraźnie widać w przypadku stawek o najkrótszych terminach, np. O/N (patrz rysunek 2),

- przedmiotowe stawki są podstawowymi instrumentami, na podstawie których przeprowadzane są transakcje z wykorzystaniem kontraktów FRA, zarówno w Polsce, jak i na świecie, a kontrakty FRA, niezależnie od strony transakcji (BID/OFFER), rozliczane są do stawek WIBOR.

**Rysunek 2. Kształtowanie się stawek WIBOR O/N, 1M i 3M w okresie od 1 I 2003 do 2 III 2006 roku**



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z systemu Reuters.

Badanie zdolności prognostycznej w zakresie rynkowych stóp procentowych przeprowadzone dla następujących okresów predykcji przedstawia tabela 1.

**Tabela 1. Okresy, dla których przeprowadzono prognozę w zakresie rynkowych stóp procentowych**

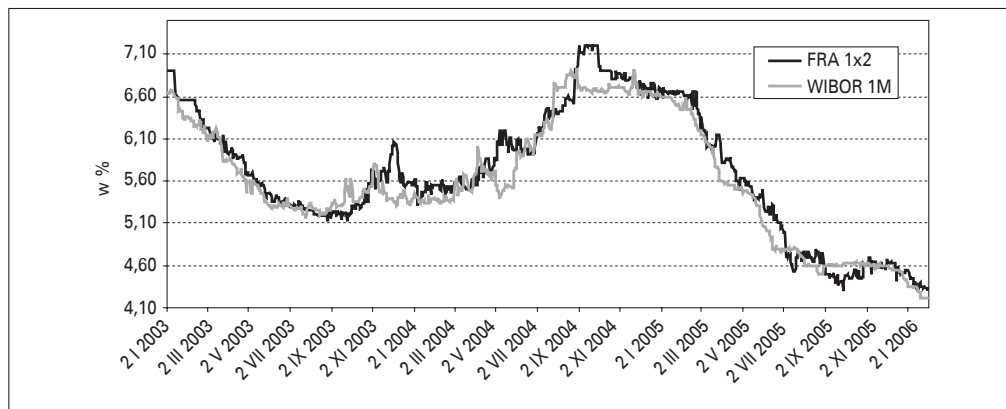
Liczba miesięcy	Stawki	Kwotowanie stawek
1	FRA 1x2 i 1x4	WIBOR 1M i 3M, przesunięcie o 1 miesiąc
2	FRA 2x5	WIBOR 3M, przesunięcie o 2 miesiące
3	FRA 3x6	WIBOR 3M, przesunięcie o 3 miesiące
4	FRA 4x7	WIBOR 3M, przesunięcie o 4 miesiące
5	FRA 5x8	WIBOR 3M, przesunięcie o 5 miesięcy
6	FRA 6x9	WIBOR 3M, przesunięcie o 6 miesięcy
7	FRA 7x10	WIBOR 3M, przesunięcie o 7 miesięcy
8	FRA 8x11	WIBOR 3M, przesunięcie o 8 miesięcy
9	FRA 9x12	WIBOR 3M, przesunięcie o 9 miesięcy

Źródło: obliczenia własne.

Kwotowania stawek WIBOR oraz kontraktów FRA pochodzą z systemu Reuters, przy czym stawki FRA pobierane były na moment publikacji stawek WIBOR, tj. o godzinie 11.00 każdego dnia roboczego.

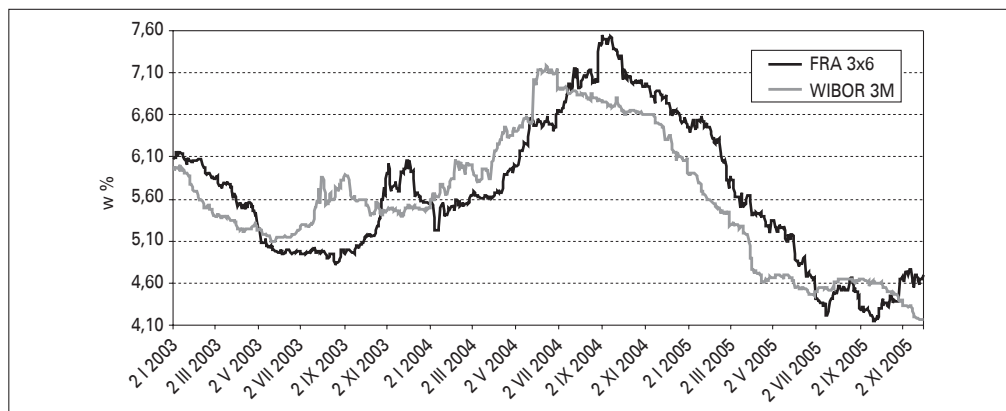
Na zamieszczonych poniżej rysunkach kształtowania się stawek FRA względem faktycznych stawek WIBOR, jakie kwotowane były w dniu rozliczenia poszczególnych kontraktów FRA, widoczna jest pewna zależność. Wraz z wydłużaniem się okresu, na jaki zawierany jest kontrakt FRA, zwiększa się wielkość niedoszacowania (na plus, na minus) stawki wyznaczonej przez kontrakt FRA (stawki prognozowanej) w stosunku do faktycznie notowanej stawki rynkowej WIBOR.

**Rysunek 3. Kształtowanie się stawek FRA 1x2 w stosunku do faktycznych stawek WIBOR**



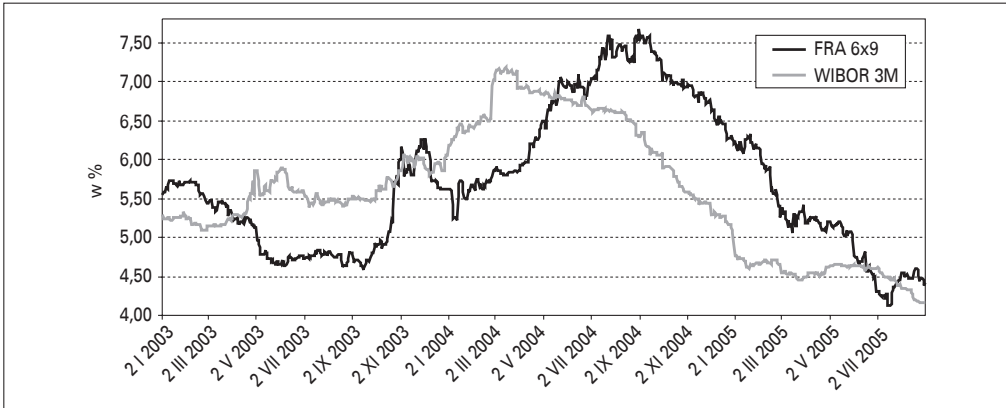
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z systemu Reuters.

**Rysunek 4. Kształtowanie się stawek FRA 3x6 w stosunku do faktycznych stawek WIBOR**



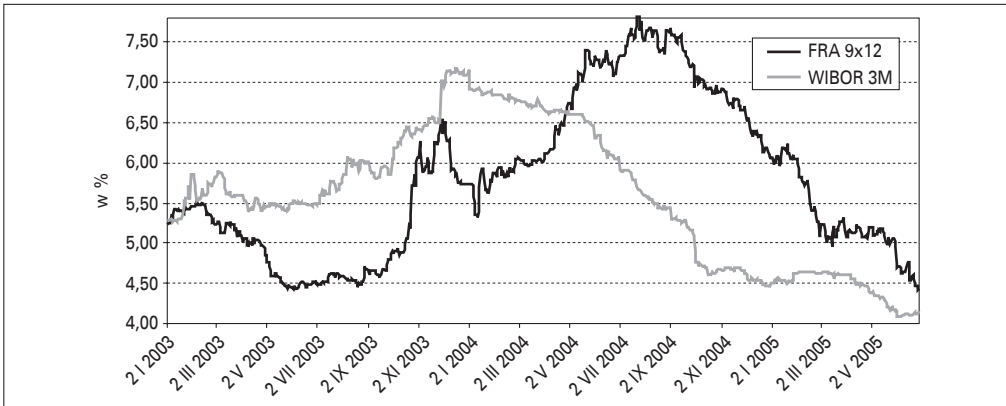
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z systemu Reuters.

**Rysunek 5. Kształtowanie się stawek FRA 6x9 w stosunku do faktycznych stawek WIBOR**



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z systemu Reuters.

**Rysunek 6. Kształtowanie się stawek FRA 9x12 w stosunku do faktycznych stawek WIBOR**



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z systemu Reuters.

Jednocześnie stwierdza się, że stawki FRA najtrafniej prognozują faktyczną, przyszłą stopę WIBOR w okresach, w których według oceny rynku cykl zmian podstawowych stóp procentowych NBP zbliża się ku końcowi. Mając na uwadze fakt, że wraz z nominalną zmianą poziomu rynkowych stóp procentowych następuje zmiana relatywnej wielkości niedoszacowania stawki WIBOR przez stawkę FRA, w celu urealnienia badania dokonano analizy nie tylko niedoszacowań nominalnych, lecz również niedoszacowań realnych (niedoszacowanie np. rzędu 25 p.b., przy poziomie stóp 5,0%, ma inną wartość niż przy stopach, np. na poziomie 7,0%).

Średni popełniany błąd oraz niedoszacowanie stawek FRA przy prognozie stopy WIBOR dla poszczególnych okresów predykcji przedstawia tabela 2.

**Tabela 2. Średni popełniany błąd oraz niedoszacowanie stawek FRA przy prognozie stopy WIBOR**

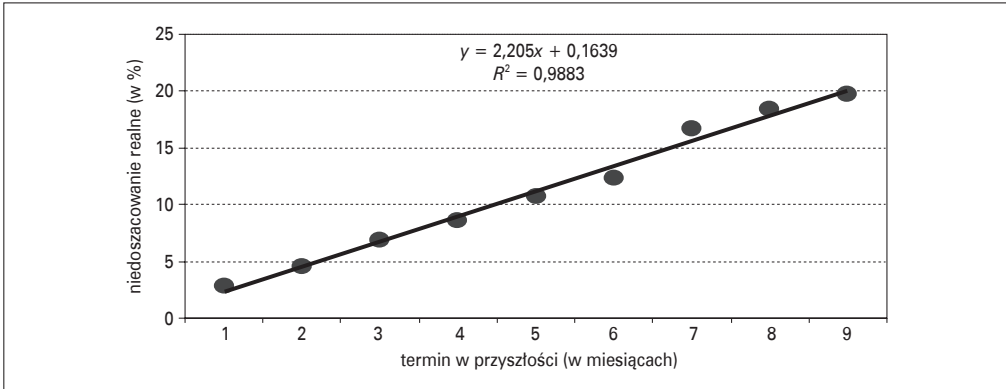
Okres prognozy (w miesiącach)	Rodzaj kontraktu	Stawka referencyjna	Niedoszacowanie nominalne	Błąd prognozy (niedoszacowanie realne) (w %)
1	FRA 1x2	WIBOR 1M	< - 42 p.b.; + 80 p.b.>	2,77
1	FRA 1x4	WIBOR 3M	< - 62 p.b.; + 53 p.b.>	2,84
2	FRA 2x5	WIBOR 3M	< - 57 p.b.; + 73 p.b.>	4,60
3	FRA 3x6	WIBOR 3M	< - 95 p.b.; + 89 p.b.>	6,90
4	FRA 4x7	WIBOR 3M	< - 88 p.b.; + 106 p.b.>	8,60
5	FRA 5x8	WIBOR 3M	< - 124 p.b.; + 150 p.b.>	10,70
6	FRA 6x9	WIBOR 3M	< - 138 p.b.; + 168 p.b.>	12,30
7	FRA 7x10	WIBOR 3M	< - 155 p.b.; + 190 p.b.>	16,70
8	FRA 8x11	WIBOR 3M	< - 158 p.b.; + 226 p.b.>	18,40
9	FRA 9x12	WIBOR 3M	< - 160 p.b.; + 233 p.b.>	19,90

Źródło: obliczenia własne.

Na podstawie przedstawionych danych można stwierdzić, że prognoza stawki WIBOR 1M za okres jednego miesiąca (kontrakt FRA 1x2) oraz prognoza o analogicznym terminie w przyszłości dla stawki WIBOR 3M (kontrakt FRA 1x4) charakteryzuje się praktycznie identycznym poziomem błędu oszacowania faktycznej stawki referencyjnej. Oznacza to, że na wielkość błędu wpływa w tym momencie jedynie czas (jego długość pomiędzy dniem prognozy a faktycznym dniem ustalenia stawki WIBOR), a nie rodzaj stawki referencyjnej, która podlega prognozie.

Ponadto korelację<sup>12</sup> między wielkością niedoszacowania faktycznych rynkowych stawek WIBOR a odległością terminu, w jakim szacowana jest stawka, należy uznać za bardzo silną – na podstawie danych za ostatnie 3 lata kształtowała się ona na poziomie ponad + 0,99, co wskazuje, że wraz z wydłużaniem się okresu jakiego dotyczy prognoza stawki rynkowej (za pomocą kontraktu FRA) notowany jest wprost proporcjonalny wzrost skali niedoszacowania (błąd prognozy).

<sup>12</sup> Do oszacowania korelacji wykorzystano wskaźnik korelacji liniowej Pearsona. Szerzej na ten temat zob. J. Józwiak, J. Podgórski, Statystyka od podstaw, PWE, Warszawa 1997, s. 133–142.

**Rysunek 7. Zależność wielkości niedoszacowania rynkowej stawki WIBOR w zależności od długości okresu szacunku (w miesiącach)**

Źródło: opracowanie własne.

Wykorzystanie analizy regresji liniowej pozwala ponadto na zbudowanie modelu obrazującego skalę zwiększania się błędu predykcji, w zależności od wydłużania się okresu dokonywania prognozy (patrz rysunek 7). Uzyskany model charakteryzuje się wysokim stopniem dopasowania danych teoretycznych do danych empirycznych, o czym świadczy wysoka wartość współczynnika  $R^2 = 0,9883$ . Jednocześnie przedmiotowy model pozwala na wyprowadzenie wzoru określającego średni szacowany poziom możliwego do uzyskania wyniku (straty bądź zysku) z tytułu przeprowadzania transakcji z wykorzystaniem kontraktów FRA (kontrakty złotowe), w zależności od długości okresu pomiędzy dniem zawarcia transakcji a dniem rozliczenia kontraktu FRA (wzór (3)).

$$\text{Zysk/Strata} = N \times \left( \frac{d_{S,T}}{365} \right) \times \left( 2,205 \times \frac{d_{0,S}}{30} + 0,1639 \right) \times r_{S,T}^{BID/OFFER}, \quad (3)$$

gdzie:

$r_{S,T}^{BID/OFFER}$  – terminowa stopa kupna/sprzedaży dla okresu od  $S$  do  $T$ ,

$d_{0,S}$  – liczba dni pomiędzy 0 (dziś) a  $S$ ,

$d_{S,T}$  – liczba dni pomiędzy  $S$  a  $T$ ,

$N$  – nominał kontraktu FRA,

$0 \leq S \leq T$

Z uwagi na fakt, że wynik finansowy (strata bądź zysk) generowany byłby w dniu  $S$ , uzyskaną wartość za pomocą wzoru (3) (będącą wartością nominalną) należałoby skorygować dodatkowo o wartość współczynnika dyskontowego dla

dnia  $T$  (dzień zakończenia kontraktu FRA), jaki obowiązywałby w dniu  $S$  (dzień rozliczenia kontraktu FRA).

## 5. Podsumowanie

Zdolność prognostyczna rynku finansowego w Polsce w zakresie rynkowych stóp procentowych maleje wprost proporcjonalnie wraz z wydłużaniem się terminu, którego dotyczy prognoza. Z uwagi na fakt, że istnieje pewien realny poziom, poniżej/powyżej którego rynkowe stopy procentowe nie powinny się znaleźć, należy jednakże oczekiwać, że w przypadku szacowania tych stóp na okresy dłuższe niż 1 rok (np. na 2–10 lat) wielkość błędu prognozy nie będzie wzrastać wprost proporcjonalnie wraz z wydłużaniem się okresu predykcji. Istnieje bowiem maksymalny poziom błędu szacunku dla danej gospodarki, który stanowi asymptotę funkcji niedoszacowania rynkowych stóp procentowych przez rynek finansowy.

Określenie błędu prognozy rynkowych stóp procentowych przy wykorzystaniu kontraktów FRA pozwala ponadto na wyznaczenie formuły służącej do szacowania średniego poziomu wyniku finansowego, możliwego do uzyskania z tytułu przeprowadzania inwestycji w złotowe kontrakty FRA przez instytucje finansowe. Powyższe jest szczególnie istotne w przypadku opracowywania przez instytucje polityki w zakresie alokowania wolnych środków, a także określania projekcji wyniku finansowego (w tym przede wszystkim maksymalnych możliwych do poniesienia strat z tytułu zawartych kontraktów FRA).

## 6. Bibliografia

1. Cairns A. J. G., *Interest-Rate Models – An Introduction*, Heriot-Watt University, Edinburgh 2003.
2. Fabozzi F. J., *Rynki obligacji. Analiza i strategię*, WIG Press, Warszawa 2000.
3. Jackowicz K., *Zarządzanie ryzykiem stopy procentowej. Metoda duracji*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999.
4. Johnson R. S., Zuber R. A., Gandar J. M., *Market Segmentation Theory – A Pedagogical Model for Explaining the Term Structure of Interest Rates*, Working Paper, University of North Carolina at Charlotte, dokument dostępny na stronie internetowej [www.abe.villanova.edu](http://www.abe.villanova.edu) w dniu 28 lutego 2006 r.
5. Józwiak J., Podgórski J., *Statystyka od podstaw*, PWE, Warszawa 1997.
6. Maes K., *Interest Rate Risk in the Belgian Banking Sector*, dokument internetowy dostępny pod adresem [www.skynet.be](http://www.skynet.be) w dniu 28 lutego 2006 r.
7. Riedel F., *Heterogeneous Time Preferences and Interest Rates – The Preferred Habitat Theory Revisited*, Humboldt University, Berlin 1999.

8. Snellman K., From One Segment to a Segment of One – The Evolution of Market Segmentation Theory, Swedish School of Economy and Business Administration, Februari 2000.
9. Świętoń M., Terminowa struktura dochodowości skarbowych papierów wartościowych w Polsce w latach 1998–2001, Materiały i Studia, Narodowy Bank Polski, Nr 150, Warszawa, listopad 2002.
10. Weron A., Weron R., Inżynieria Finansowa, Wydawnictwa Naukowo-Techniczne, Warszawa 1999.



## **Wykorzystanie firmowych stron internetowych w relacjach inwestorskich przez spółki notowane w Polsce – wyniki badań empirycznych**

### **1. Wprowadzenie**

Relacje inwestorskie jest to wzajemnie korzystny proces dwustronnej komunikacji spółki z inwestorami i ich środowiskiem opiniotwórczym. Główne cele tej działalności to: informowanie inwestorów o działalności spółki, budowanie zaufania, obniżenie kosztu kapitału i osiągnięcie pełnej wyceny spółki.

Fundamentem relacji inwestorskich jest ujawnianie informacji. Jego celem jest umożliwienie inwestorom poznania prawdziwego obrazu spółki. Ujawnianie informacji jest kluczowe dla funkcjonowania efektywnego rynku kapitałowego<sup>1</sup>. Informacje, opracowywane i publikowane przez spółki notowane na giełdach papierów wartościowych, są podstawą podejmowania decyzji inwestycyjnych przez inwestorów giełdowych.

Obecnie jednym z wyznaczników nowoczesnych relacji inwestorskich, dostosowanych do wymagań współczesnego rynku kapitałowego, jest powszechne wykorzystywanie Internetu. Internet umożliwia spółkom dotarcie z pełnymi i aktualnymi informacjami do inwestorów na całym świecie, w sposób bardzo efektywny, co powoduje, że ma atrybuty potrzebne do idealnej formy komunikowania relacji inwestorskich. Jest jedynym narzędziem, które jest w stanie zrównać (lub bardzo zbliżyć) dostępność informacji dla inwestorów instytucjonalnych i indywidualnych.

Dla inwestorów sprawdzenie spółki w Internecie jest zazwyczaj pierwszym z wielu kroków poprzedzających podjęcie decyzji inwestycyjnej. Powody tego są oczywiste. Internet stwarza najbardziej dogodny sposób zbadania przedsiębiorstwa, niezależnie, czy jest to spółka krajowa czy zagraniczna<sup>2</sup>. To, co zobaczą w Internecie inwestorzy, będzie miało wpływ na zainteresowanie firmą, którą badają i, w efekcie, na ich decyzje inwestycyjne.

---

<sup>1</sup> P. M. Healy, K. G. Palepu, A Review of the Empirical Disclosure Literature, Graduate School of Business, Harvard University, Boston, MA 2000, s. 2.

<sup>2</sup> A. Chow, IR On the Internet... Catch them on the Net!, „Finance Asia”, 2003, No. 4.

W tym kontekście zostały dwukrotnie przeprowadzone kompleksowe badania zawartości i użyteczności dla inwestorów firmowych stron internetowych spółek notowanych w Polsce.

Pierwszej analizie dokonano w marcu i kwietniu 2002 roku. Spośród 217 spółek (bez Narodowych Funduszy Inwestycyjnych) notowanych w tym czasie na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, 26 przedsiębiorstw nie miało strony internetowej, a Optimus i Onet miały wspólną. W rezultacie analizie poddano 190 stron internetowych.

Drugie badanie przeprowadzono w lutym i marcu 2006 roku. W tym czasie (stan na 20 lutego) notowanych było 240 spółek, nie licząc 14 NFI. W badaniu nie uwzględniono czterech spółek, z powodu braku lub przebudowy ich stron, czterech przedsiębiorstw zagranicznych oraz spółki Strzelec, której wszystkie akcje w tym czasie należały do inwestora zagranicznego. W efekcie tego przebadano 231 firmowych stron internetowych.

Zbadano dostępność różnorodnych informacji, wartościowych dla inwestorów, analityków i mediów masowych. Informacje te zostały podzielone na następujące grupy:

- 1) informacje ogólne o spółce:
  - misja spółki,
  - przedmiot i struktura działalności,
  - produkty i usługi,
  - skład zarządu i rady nadzorczej, wraz z biografiami,
  - strategia rozwoju;
- 2) informacje dotyczące akcji spółki:
  - aktualna cena i jej zmiana,
  - wykres notowań, wraz z możliwością porównania z indeksem,
  - historyczne ceny akcji,
  - polityka dywidend,
  - struktura akcjonariatu;
- 3) raporty spółki:
  - roczne,
  - okresowe,
  - bieżące;
- 4) obsługa inwestorów:
  - list do akcjonariuszy,
  - kalendarz wydarzeń,
  - subskrypcja informacji,
  - często zadawane pytania (FAQ),
  - kontakt dla inwestorów;

5) pozostałe (dodatkowe) informacje:

- wyniki finansowe, wraz ze wskaźnikami i ich prezentacją obrazową,
- prezentacje,
- raporty analityczne i rekomendacje,
- lista analityków piszących o spółce,
- prospekt emisyjny, statut spółki,
- informacje prasowe, artykuły, aktualności, pozostałe informacje,
- dostępność informacji inwestorskich w języku angielskim.

Prawie czteroletni okres między badaniami umożliwił dokonanie interesującej i unikatowej analizy porównawczej. Dzięki temu efektem badań, poza przedstawieniem przydatności internetowych stron spółek giełdowych dla społeczności inwestorskiej w obu okresach, jest poznanie kierunku i tempa rozwoju w wykorzystaniu tego kanału i narzędzia komunikowania.

## 2. Wyniki badań

Na wstępie badań zostały określone kryteria, jakie powinny spełniać firmowe strony internetowe relacji inwestorskich. Do podstawowego pakietu informacji zaliczono:

- ostatni raport roczny, raporty kwartalne, komunikaty giełdowe,
- kontakt do osoby odpowiedzialnej za obsługę inwestorów,
- bogactwo i kompleksowość pozostałych informacji.

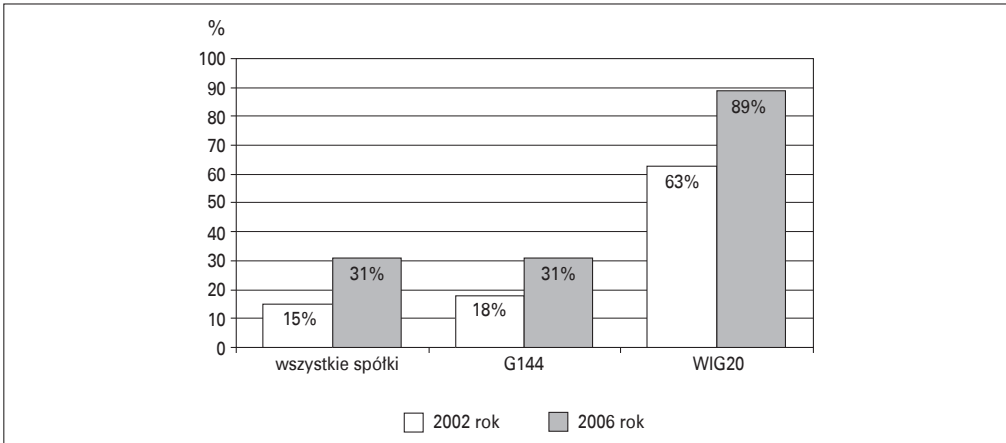
W przypadku braku jednej z podanych wyżej typów informacji, strona internetowa mogła zostać określona jako „prawie” spełniająca kryteria relacji inwestorskich, jednak tylko pod warunkiem, gdy pozostałe informacje rekompensowały ten brak.

W pierwszym badaniu (z 2002 roku) trzy wymienione tu kryteria spełniło tylko 26 ze 190 spółek (14%), a dodatkowo trzy witryny zostały uznane jako „prawie” spełniające kryteria – z powodu braku kontaktu. W drugim badaniu (2006 rok) kryteria zostały spełnione przez 42 z 231 spółek (18%), a strony internetowe 30 przedsiębiorstw zakwalifikowano jako „prawie” spełniające kryteria – spośród nich 8 z powodu braku kontaktu, 15 z powodu małej liczby raportów finansowych, 2 z powodu braku komunikatów, a pozostałe z powodu zbyt małej zawartości informacji dodatkowych. Udział przedsiębiorstw posiadających strony internetowe spełniające określone kryteria relacji inwestorskich i spełniające je „prawie”, z dodatkowym wyszczególnieniem ich w grupie spółek wchodzących w skład indeksu WIG20<sup>3</sup> oraz grupy 144 spółek, które były notowane (i miały stronę internetową) w trakcie przeprowadzania obu badań, przedstawia rysunek 1.

<sup>3</sup> W czasie badania z 2002 roku ze składu indeksu WIG20 tylko Świecie nie miało strony internetowej. Podczas badania z 2006 roku ze składu WIG20 nie uwzględniono w badaniu zagranicznej spółki MOL.

Na użytek dalszych analiz i porównań przypisano określenie „spółki RI” grupie spółek spełniających w pełni i „prawie” w pełni użyte w badaniach kryteria relacji inwestorskich oraz określenie G144 grupie 144 spółek, które były notowane i miały stronę internetową w trakcie obu badań.

**Rysunek 1. Udział spółek, których strony internetowe spełniły w pełni lub „prawie” w pełni przyjęte w badaniu kryterium oceny „pakiet informacji inwestorskich”**



Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych badań.

Spółki wchodzące w skład indeksu WIG20, jako największe i najbardziej płynne, prezentowały się zdecydowanie najkorzystniej na tle całej zbiorowości spółek. Jednak, biorąc pod uwagę wszystkie spółki, wyniki są bardzo niezadowolające. W grupie spółek o dłuższym stażu giełdowym (G144) zaobserwowano wzrost mniejszy o 3 pkt procentowe niż w przypadku wszystkich spółek. Warto dodać, że w 2006 roku aż około 20% przebadanych witryn nie zawierało żadnych, bądź prawie żadnych, wartościowych informacji dla inwestorów.

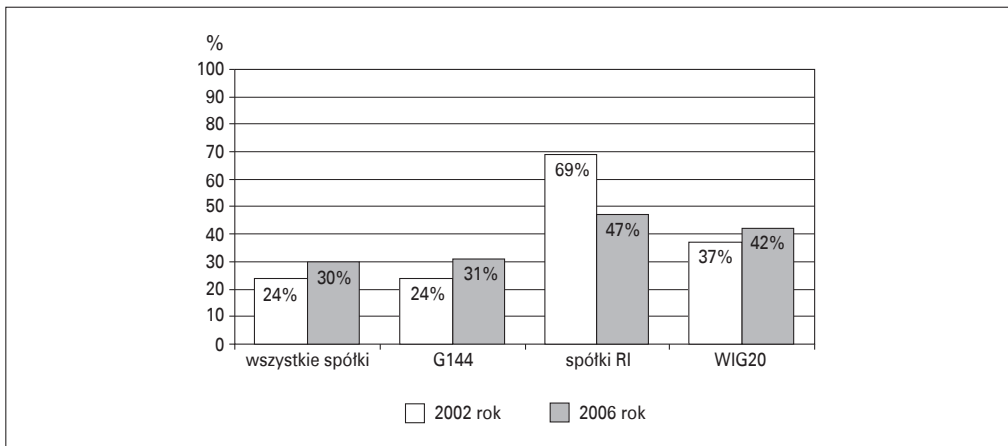
Grupa **informacji ogólnych o spółce** otwiera analizę zawartości stron internetowych spółek giełdowych. Na wstępie firmowe witryny przebadano pod kątem dostępności na nich **misji spółki**. Misja spółki jest to trwałe oświadczenie, które wyróżnia tę spółkę spośród podobnych, identyfikuje zakres działania, wyraża filozofię tego biznesu i odzwierciedla obraz, który jest jej celem<sup>4</sup>. Misja odpowiada na pytanie, czym się zajmuje firma i jaki jest powód jej istnienia. Poprawnie określona misja jest podstawą efektywnego określania celów i formu-

<sup>4</sup> J. A. Pearce, The Company Mission As a Strategic Tool, „Sloan Management Review”, 1982, Spring, cyt. za: C. N. Toftoy, J. Chatterjee, The Value of Mission Statements for Small Businesses, School of Business & Public Management, Washington, DC 2001, s. 4.

łowania strategii, priorytetów, idei, zadań. Dlatego określenie misji spółki oraz ujawnienie jej otoczeniu jest bardzo ważne<sup>5</sup>.

W ciągu czterech lat zaobserwowano bardzo powolny wzrost udziału spółek prezentujących misję (rysunek 2). Należy również zwrócić uwagę na często niską wartość tych misji. Autor nie jest jednak w stanie stwierdzić, w jakim stopniu uzyskane wyniki są skutkiem braku sformułowanej, firmowej misji, a w jakim jedynie braku jej upublicznienia na stronach internetowych spółek.

**Rysunek 2. Struktura spółek według komunikowania swojej misji na firmowych stronach internetowych**



Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych badań.

Kolejnym składnikiem firmowych stron internetowych powinny być **informacje opisujące przedmiot i strukturę prowadzonej działalności**. W obu okresach mniej niż połowa wszystkich spółek prezentowała tego typu informacje – nastąpił niewielki wzrost z 32% do 43%. Znacznie lepiej sytuacja przedstawiała się dla spółek RI (wzrost z 66% do 79%), a bardzo dobrze dla spółek z indeksu WIG20 (z 66% do 95%).

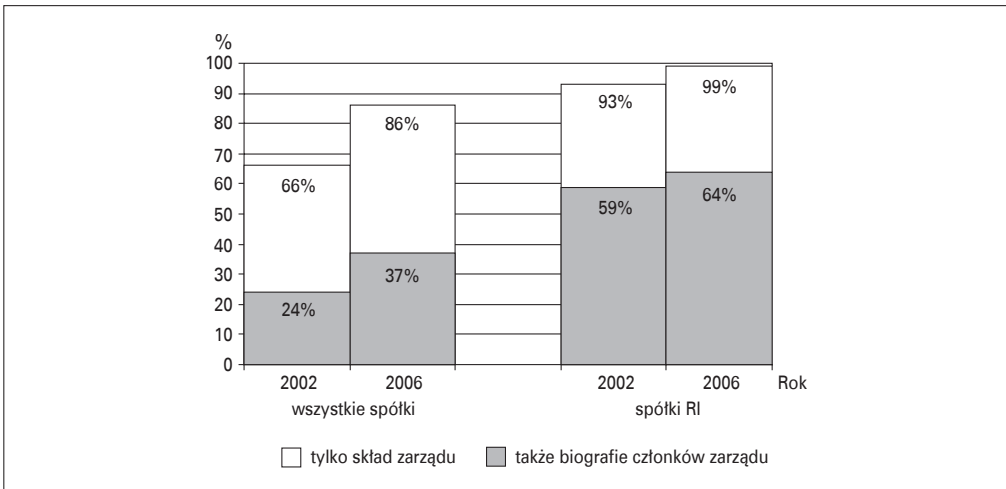
Nieco lepiej na firmowych stronach internetowych przedstawiane były informacje na temat **produktów i usług**. W tej kategorii informacji pozytywnie wyróżniały się spółki RI (wzrost z 69% do 79%) i spółki wchodzące w skład indeksu WIG20 (z 56% do 89%). Udział wszystkich firmowych witryn zawierających tego typu informacje wzrósł w ciągu czterech lat z 34% do 52%. Znamienne jest, że w grupie spółek o dłuższym stażu giełdowym (G144) zaobserwowano w badanym okresie wzrost udziału mniejszy aż o 9 pkt. procentowych niż w przypadku wszystkich przedsiębiorstw.

<sup>5</sup> Więcej na temat misji spółki w: C. N. Toftoy, J. Chatterjee, The Value of Mission..., *op. cit.*

Niepokojący jest fakt, że zwłaszcza mniejsze spółki nie wykorzystują własnych stron internetowych, by zaprezentować swoją działalność, promować swoje produkty. Inwestorzy podchodzą z rezerwą do takich spółek.

Inwestor, inwestując pieniądze w spółkę, ma prawo wiedzieć, **kto nią zarządza** oraz **kto nadzoruje zarząd**. Umieszczanie takich informacji na firmowej stronie internetowej spółki jest już od wielu lat standardem na rozwiniętych rynkach. W Polsce sytuacja jest niezadowolająca, mimo że stale się poprawia. Na rysunku 3 zaprezentowano strukturę badanych spółek według ujawniania na firmowych stronach internetowych informacji o swoich zarządach. W ciągu czterech lat udział spółek, które nie zamieszczały żadnych informacji w tym zakresie, zmniejszył się z 34% do 14%. W 2006 roku tylko co trzecia spółka przedstawiała biografie osób wchodzących w skład zarządu, dodatkowo trzeba zaznaczyć, że część z tych biografii była bardzo powierzchowna. Informacje na temat składu rad nadzorczych przedstawiane były jeszcze rzadziej i często bez biografii. Zdarzały się także negatywne sytuacje, gdy prezentowany skład zarządu lub rady nadzorczej był niepełny (w 2006 roku – Farmacol, Ponar). Stwarza to wrażenie, że spółka chce coś ukryć.

**Rysunek 3. Udział spółek podających informacje o zarządzie na swych stronach internetowych**

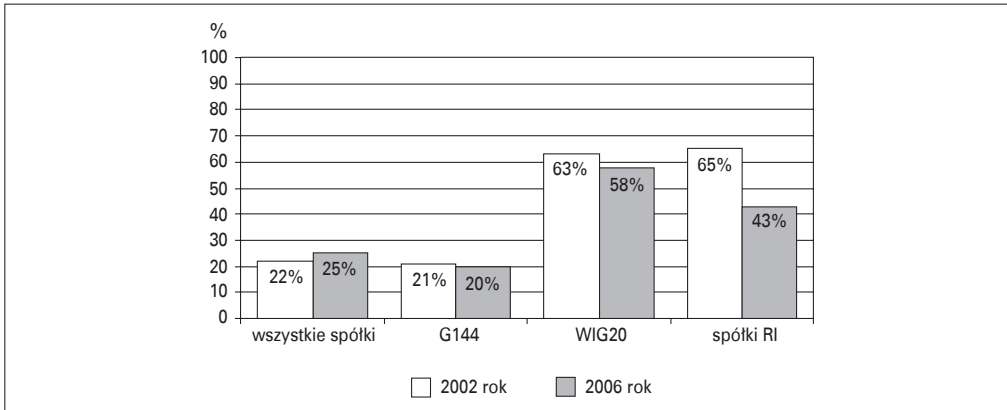


Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych badań.

W zestawie informacji przydatnych inwestorowi bardzo duże znaczenie ma **strategia rozwoju spółki**. Wyniki moich badań wskazują, że w 2006 roku zaledwie co czwarta spółka uznawała za stosowne ujawnić swoją strategię na firmowej stronie internetowej (rysunek 4). Niepokojący jest także spadek (w bada-

nym okresie 2002–2006) udziału spółek informujących o swojej strategii, zarówno wśród spółek największych, spółek spełniających kryteria relacji inwestorskich, jak i przedsiębiorstw o długim stażu giełdowym.

**Rysunek 4. Udział spółek komunikujących strategię rozwoju na swych stronach internetowych**



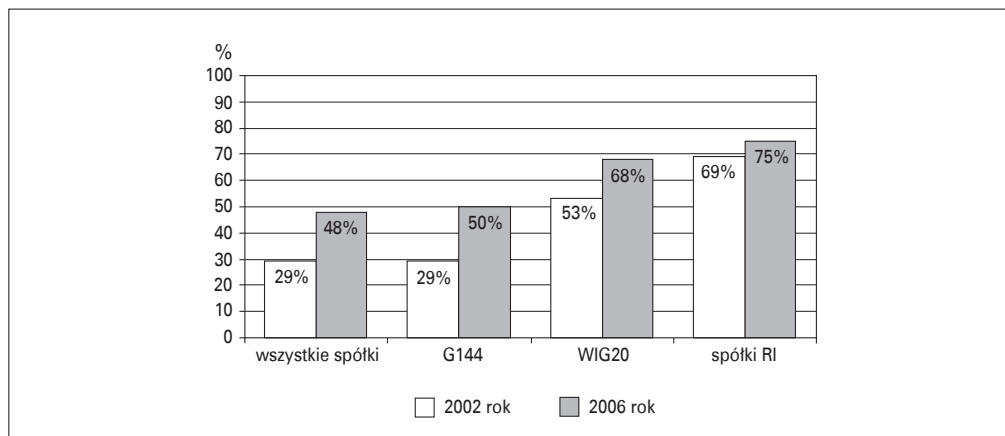
Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych badań.

Do drugiej analizowanej grupy należą **informacje dotyczące akcji spółki**. Mimo że nie są to informacje pierwszoplanowe i można je znaleźć na ogólnodostępnych internetowych serwisach giełdowych, korzystne jest zamieszczenie ich na firmowej stronie internetowej spółki, a najlepiej na stronie głównej. Sprzyja to kreowaniu otwartości przedsiębiorstwa wobec społeczności inwestorskiej.

W 2006 roku już prawie co druga spółka przedstawiała na swojej stronie internetowej **kurs akcji** (aktualny bądź z zamknięcia z poprzedniego dnia) lub odnośnik do niego (zob. rysunek 5). Odnośnikiem posługiwała się co piąta z tych spółek. Trzeba zauważyć, że zdarzało się prezentowanie kursów nieaktualnych. W 2006 roku przykłady występowania ponadtygodniowych opóźnień to spółki Wawel i Lena.

Informowaniu o aktualnym kursie akcji spółki bardzo często towarzyszyło prezentowanie **wykresu notowań** (zob. rysunek 6). Zamieszczane przez spółki wykresy znacznie różniły się od siebie użytecznością. W 2006 roku najczęściej istniała możliwość samodzielnego formatowania wykresów (w 75% przypadków), jednak zbyt rzadko (23%) była możliwość porównywania wykresu notowań akcji do wykresu indeksu giełdowego. W ciągu czterech lat znacznie zmniejszyła się liczba błędów popełnianych przez przedsiębiorstwa w tym zakresie. W 2002 roku kilka spółek przedstawiało wykresy nieaktualne, z czego Skotan i Echo prezentowały wykresy kończące się ponad rok wcześniej, z kolei w 2006 roku już tylko jedna spółka (Graal) zamieściła wykres nieaktualny – za okres marzec–maj 2005 roku.

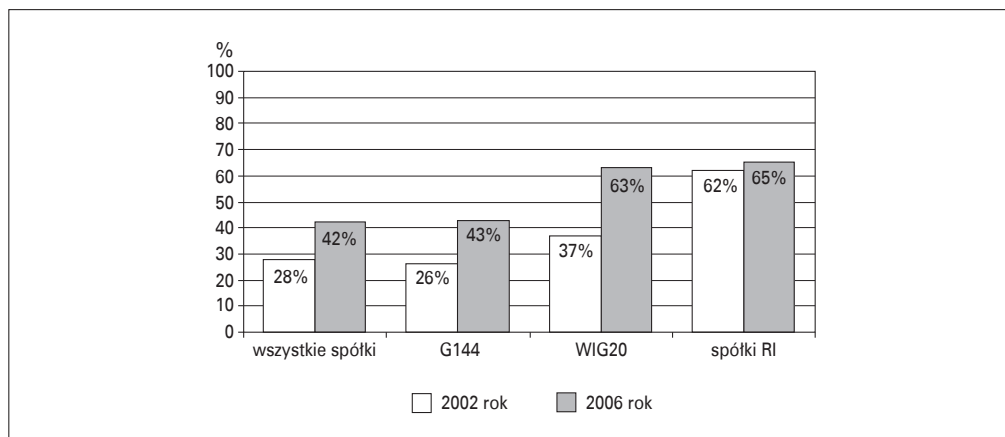
**Rysunek 5. Udział spółek zamieszczających kurs akcji lub odnośnik do niego na firmowych stronach internetowych**



Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych badań.

Nieliczne spółki dodatkowo udostępniały na swoich stronach internetowych **archiwum notowań**. Odsetek takich spółek wzrósł przez cztery lata z 5% do 9%. W 2006 roku spośród spółek spełniających kryteria relacji inwestorskich archiwum notowań udostępniało 15% (inaczej rzecz ujmując, spośród 21 witryn spółek zawierających archiwalne notowania, 11 spełniało te kryteria).

**Rysunek 6. Udział spółek prezentujących wykres notowań na firmowych stronach internetowych**



Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych badań.

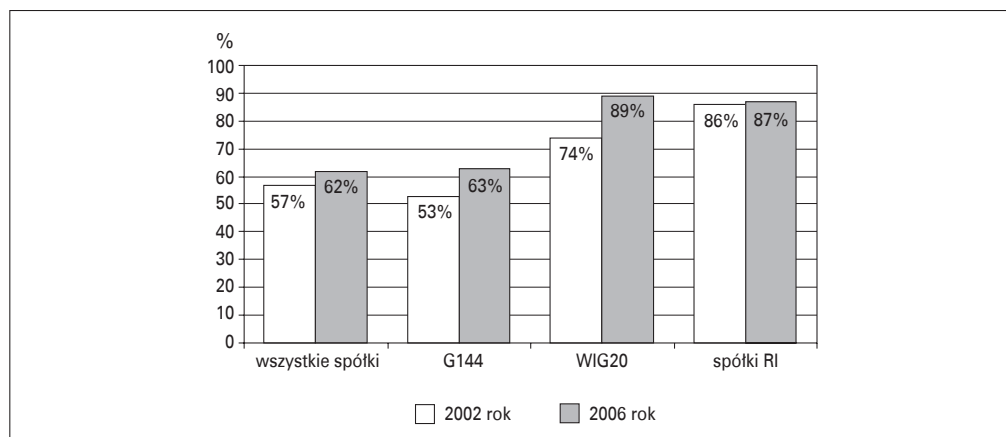


Niezwykle istotne dla inwestorów są **informacje dotyczące dywidend**. Polityka dywidend powinna określać proporcje podziału zysku przedsiębiorstwa pomiędzy spółką a akcjonariuszami<sup>6</sup>. Najlepiej jak spółka przedstawia swoją politykę w tym zakresie lub choćby historię dywidend, wykupów własnych akcji i przeprowadzonych podziałów akcji. W 2002 roku tylko BRE prezentował w Internecie własną politykę dywidend. W 2006 roku już 18 spółek (8% wszystkich) przedstawiło informacje z tego zakresu. Co interesujące, z tej grupy aż 16 spółek (89%) miało strony internetowe spełniające kryteria relacji inwestorskich.

Grupę informacji dotyczących akcji spółki zamykają **informacje dotyczące struktury akcjonariatu**. Sytuacja w tym zakresie, dla obu badanych okresów, przedstawia się najlepiej w porównaniu z pozostałymi informacjami należącymi do tej grupy (zob. rysunek 7).

W przypadku posiadania przez spółkę inwestora strategicznego wskazane jest umieszczenie odnośnika do jego strony internetowej. W 2006 roku co czwarta spółka posiadająca inwestora strategicznego (posiadającego ponad połowę akcji danej spółki), nie będącego osobą fizyczną, zamieszczała taki odnośnik.

**Rysunek 7. Udział spółek prezentujących strukturę akcjonariatu na firmowych stronach internetowych**



Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych badań.

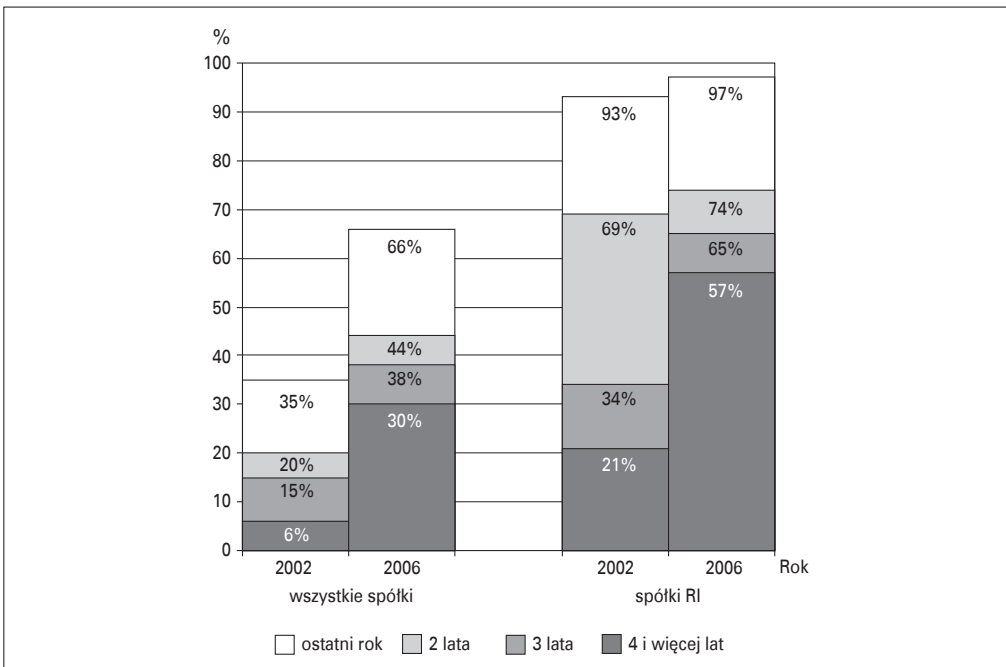
Kolejna grupa analizowanych informacji dla inwestorów to **różnego rodzaju raporty**. Podstawowym kompendium informacji o spółkach są **raporty roczne**. Wzrastające znaczenie elektronicznych form tych raportów powinno wpływać na

<sup>6</sup> Więcej na temat dywidend w: J. Pioch, Polityka dywidend w teorii i praktyce, w: Indywidualni inwestorzy na rynku finansowym, pod red. D. Dziawgo, Wydawnictwo Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń 2004, s. 473–490.

powszechną ich dostępność na firmowych stronach internetowych. Zupełnym minimum powinno być publikowanie na stronie internetowej ostatniego aktualnego raportu rocznego, jednak normą dla spółek notowanych na rozwiniętych rynkach jest dostęp do czterech i więcej ostatnich raportów.

W ciągu czterech lat nastąpiła duża poprawa, udział firmowych stron internetowych zawierających choćby jeden ostatni raport uległ prawie podwojeniu (zob. rysunek 8). Jednak nadal, spośród wszystkich spółek aż na co trzeciej firmowej stronie internetowej w 2006 roku brak było chociaż ostatniego raportu rocznego. Niedociągnięciami w eksponowaniu raportów były także: brak możliwości pobrania raportu (Graal), dostępność tylko starych, nieaktualnych raportów (Energomontaż Północ, Indykpol), umieszczenie ich nie w zakładce dla inwestorów, ale dla prasy (Dwory) oraz publikowanie raportów tylko w wersji angielskojęzycznej (ABG). Bardzo dobrze na tle całego rynku prezentowały się w tym zakresie spółki największe, wchodzące w skład indeksu WIG20 – w 2006 roku aż 79% z nich prezentowało cztery lub więcej raportów, a tylko GTC nie podało na własnej stronie raportu rocznego.

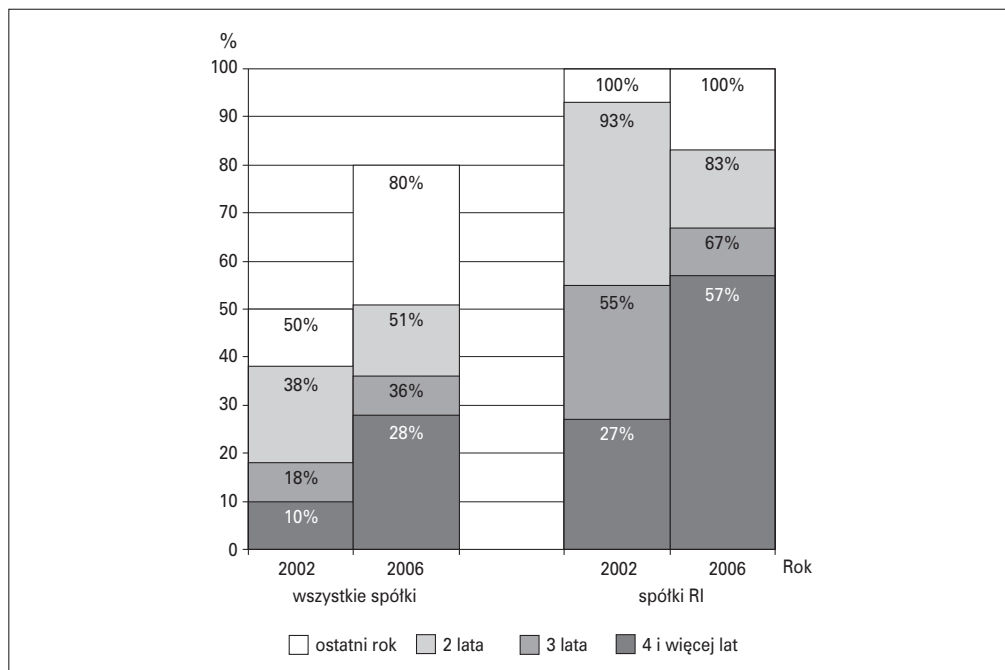
**Rysunek 8. Struktura spółek według dostępności raportów rocznych na firmowych stronach internetowych**



Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych badań.

Dla inwestorów podstawowym źródłem informacji finansowych o spółce są **raporty okresowe**. Jest to także podstawowe kryterium, jakie musi spełniać strona internetowa relacji inwestorskich spółki. Pożądane jest umieszczanie raportów kwartalnych i półrocznych z kilku ostatnich lat. Odsetek spółek publikujących raporty kwartalne wzrósł z 50% w 2002 roku do 80% w 2006 roku. Znacznie (prawie trzykrotnie) wzrósł także udział stron internetowych spółek zawierających raporty za okres czterech lub więcej lat (zob. rysunek 9).

**Rysunek 9. Struktura spółek według dostępności raportów kwartalnych na firmowych stronach internetowych**



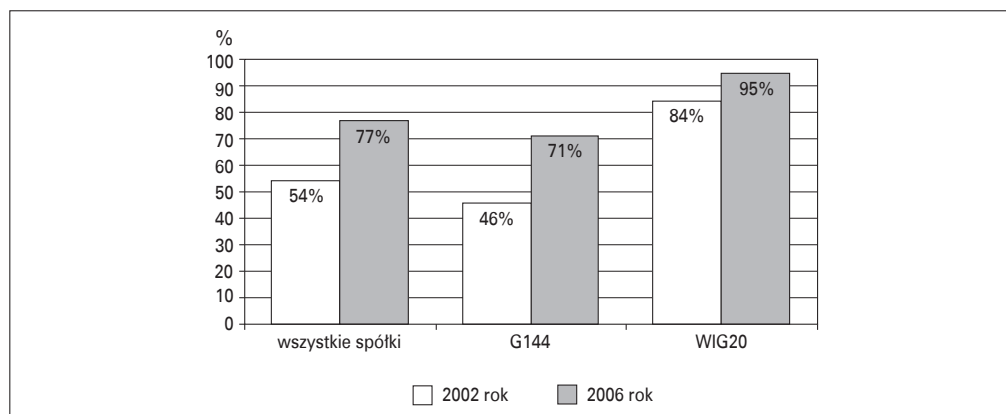
Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych badań.

W ciągu czterech lat znacznie wzrósł również odsetek spółek, które dołączały do okresowych raportów finansowych komentarze zarządów (z 13% do 58%), a wśród stron spółek spełniających kryteria relacji inwestorskich z 45% do 87%.

Jednak, mimo znacznej poprawy w zakresie umieszczania na stronach internetowych raportów okresowych, nadal spółki popełniają błędy w tym zakresie. Przykładowo, podczas badania przeprowadzonego w 2006 roku strona Cersanitu zawierała raporty kwartalne z ostatnich trzech lat, nie było natomiast raportu za trzeci kwartał 2005 roku, zaś raporty finansowe Instal Lublin – rekordzisty pod względem braku aktualności – kończyły się na 2001 roku.

Podstawą informowania o aktualnych wydarzeniach dotyczących spółki są **komunikaty giełdowe (raporty bieżące)**. Udział stron internetowych spółek zawierających komunikaty lub odnośniki do nich, pomimo znacznego wzrostu w ciągu czterech lat, nadal jest niezadowalający (rysunek 10). Bardzo istotna w publikowaniu raportów bieżących jest aktualność. Jednak nie wszystkie spółki zdawały sobie z tego sprawę. Przykładami z badania w 2006 roku mogą być: Wandalex i ZREW – dwutygodniowy brak komunikatów, Milmet, Swarzędz, Irena, Orfe, Kable Śląsk, Instal Kraków – brak komunikatów od ponad dwóch miesięcy, Mieszko, Farmacol, Polimex MS, Masters, Energomontaż Południe oraz Prosper – brak komunikatów od pół roku. Z kolei takie spółki jak Stomil Sanok, TIM oraz GTC, prezentowały swoje komunikaty wybiórczo.

**Rysunek 10. Struktura spółek według dostępności komunikatów giełdowych na firmowych stronach internetowych**



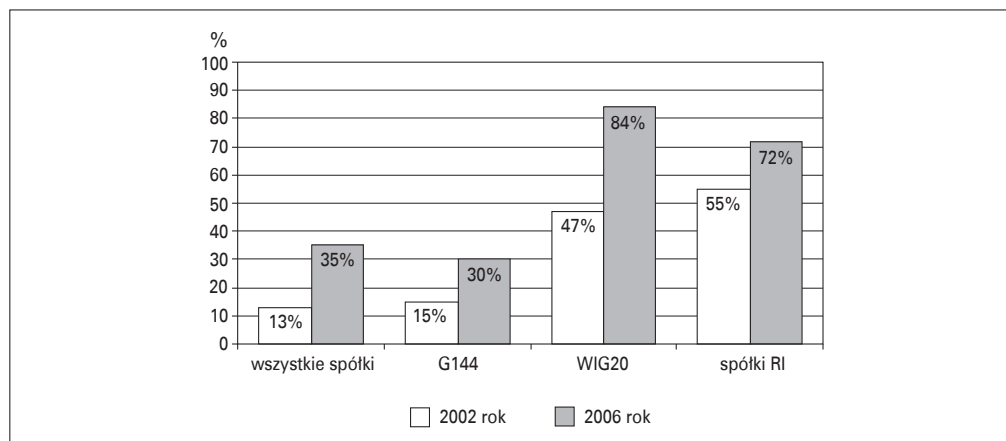
Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych badań.

Informacje z kolejnej objętej badaniami grupy dotyczą **obsługi inwestorów**. Użytecznym środkiem do przedstawiania akcjonariuszom ważnych wydarzeń, które występują między okresami raportowania, może być **list do akcjonariuszy**. Spółki praktycznie nie korzystały z możliwości zamieszczenia listu na swoich stronach internetowych (w badaniu nie brano pod uwagę listów zamieszczonych w raportach rocznych) – w 2002 roku list był dostępny na 4% badanych witryn, a w 2006 roku na 2%. Wśród spółek wchodzących w skład indeksu WIG20 nastąpił spadek z 10% do 0%, a w gronie spółek RI – z 16% do 1%.

Korzystne jest umieszczanie na firmowych stronach internetowych **kalendacza przyszłych wydarzeń**, obejmującego głównie daty publikowania raportów okresowych i rocznych, walnych zgromadzeń akcjonariuszy oraz wypłat dywidend.

W tym zakresie w ciągu czterech lat sytuacja znacznie się poprawiła, choć nadal tylko co trzecia badana witryna zawierała ten typ informacji (rysunek 11).

**Rysunek 11. Udział spółek prezentujących kalendarz przyszłych wydarzeń na swych stronach internetowych**



Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych badań.

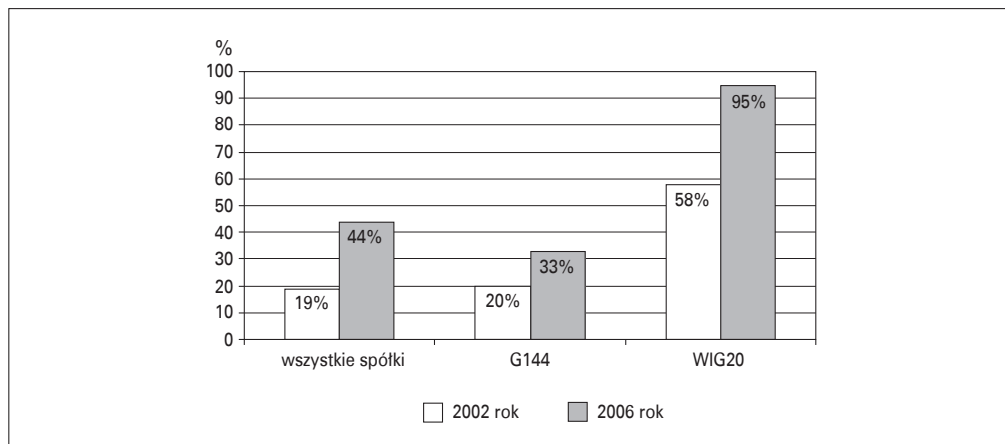
**Subskrypcja informacji dotyczących przedsiębiorstwa** za pomocą poczty elektronicznej była umożliwiona przez niewielką część spółek. Od 6% w 2002 roku do 14% w 2006 roku wzrósł odsetek spółek oferujących serwis informacji inwestorskich. Dodatkowo w 2006 roku 10% spółek (a w 2002 roku 3%) oferowało serwis informacji ogólnych, bądź ich zakres był niesprecyzowany. Najczęściej subskrypcja informacji inwestorskich była możliwa na stronach internetowych spełniających kryteria relacji inwestorskich (36%) oraz wśród spółek wchodzących w skład indeksu WIG20 (62%).

Elementem stron internetowych dającym oszczędność czasu, zarówno inwestorom jak i spółkom, są **odpowiedzi na często zadawane pytania** – tzw. FAQ. Niezmiernie rzadko było to jednak wykorzystywane przez spółki giełdowe w Polsce (wzrost z 5% do 7%). Warte zaznaczenia jest to, że z tych nielicznych spółek ponad 80% (w obu okresach) to spółki spełniające kryteria relacji inwestorskich.

Stworzenie możliwości **kontaktu inwestorów ze spółką** i publiczne jej ogłoszenie jest absolutnie niezbędnym składnikiem firmowych stron internetowych spółek notowanych na giełdzie. W Polsce sytuacja w tym zakresie, mimo znacznej poprawy, jest dalece niezadowolająca (zob. rysunek 12). Godne uwagi jest to, że udział spółek o długim stażu giełdowym (G144), umieszczających tego typu informacje, zwiększył się w okresie 2002–2006 w znacznie mniejszym stopniu niż w przypadku wszystkich badanych przedsiębiorstw. Największe spółki także

w tym zakresie zaspokajały zapotrzebowanie inwestorów zdecydowanie lepiej od pozostałych.

**Rysunek 12. Udział spółek zamieszczających informacje o możliwości kontaktu ze spółką na swych stronach internetowych**



Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych badań.

Do ostatniej przebadanej grupy informacji należą **dodatkowe informacje**, które w dużym stopniu mogą zwiększać użyteczność firmowych stron internetowych dla inwestorów.

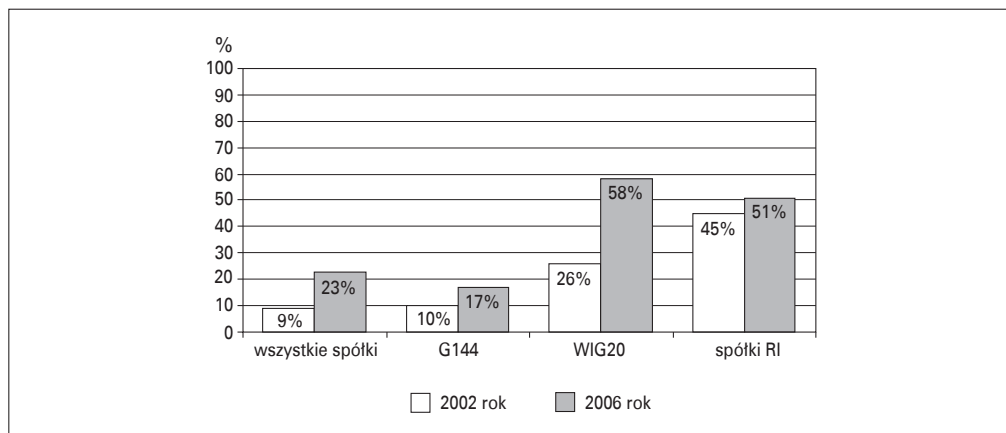
Korzystne jest udostępnianie **danych przeglądowych** dotyczących spółek, **właśnie danych finansowych**. Może być to realizowane za pomocą tabel i wykresów. W ciągu badanego okresu odsetek spółek umieszczających na swoich stronach internetowych dane przeglądowe spadł z 32% do 25%. Wynika to między innymi z faktu, że wcześniej takie dane często były substytutem finansowych raportów okresowych i rocznych. Jednak w gronie spółek umieszczających dane przeglądowe znacznie wzrosło wykorzystanie wykresów do ich prezentacji – z 9% w 2002 roku do 31% w 2006 roku. Bardzo pozytywnie wyróżniały się w 2006 roku LPP (wiele wykresów i tabeli do samodzielnego formatowania, za 8 lat) oraz PKN Orlen (7 wykresów i jedna tabela). Najczęstszym mankamentem w omawianym zakresie informacji był brak aktualności. Na przykład, Stalprofil nie uaktualnił wykresu sprzedaży danymi za 2004 rok, ponieważ sprzedaż ta się załamała, chociaż wykresy ilustrujące pozostałe dane obejmowały ten okres.

Uzupełnieniem informacji finansowych może być także analiza wskaźnikowa. Jednak w 2006 roku zaledwie kilkanaście stron internetowych spółek zawierało tego typu informacje. Jeszcze rzadziej podawano własne prognozy wyników

(tylko 9 spółek), co stanowi i tak postęp, ponieważ w 2002 roku tylko spółka Kęty opublikowała takie przewidywania.

Kolejną kategorią informacji, zbyt często niedocenianą przez spółki, są **prezentacje dla inwestorów**. Analizując uzyskane wyniki badań w tym zakresie (rysunek 13), należy mieć na uwadze fakt, że średnio na 20–25% stron internetowych spółek zamieszczone prezentacje miały małą wartość, gdyż były zbyt ogólne. Podobnie jak w przypadku wcześniej omówionych zakresów badań, tak też gdy chodzi o prezentacje dla inwestorów okazuje się, że spółki o dłuższym stażu na giełdzie (G144) wypadły gorzej niż ogół spółek, a spółki wchodzące w skład indeksu WIG20 zdecydowanie lepiej od pozostałych. Jako przykłady pozytywne z 2006 roku można podać Agorę (duży zasób prezentacji od 1999 roku, czyli od debiutu giełdowego) oraz DGA (prezentacje w czterech językach); przykład negatywny to Plastbox (ostatnia prezentacja sprzed ponad dwóch lat, czyli z czasu debiutu).

**Rysunek 13. Struktura spółek według dostępności prezentacji dla inwestorów na firmowych stronach internetowych**



Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych badań.

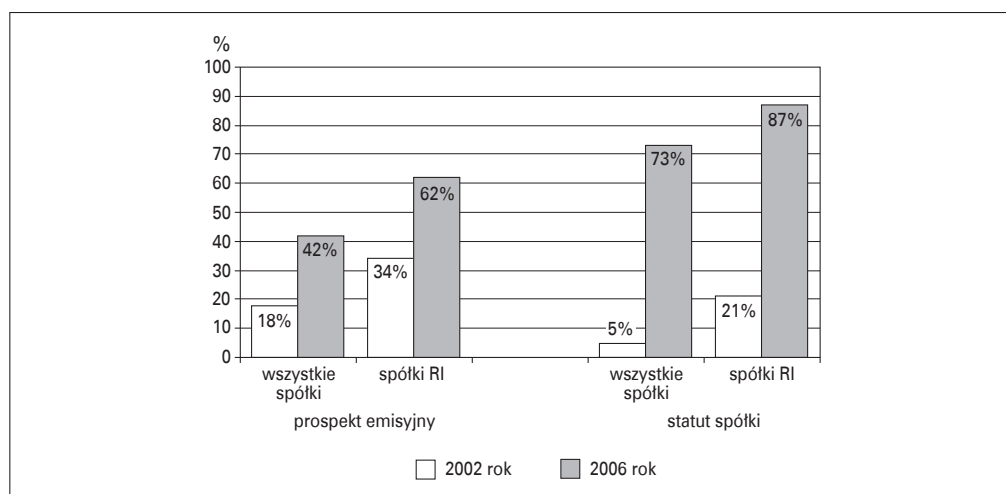
Relatywnie rzadziej niż prezentacje dla inwestorów były dostępne na firmowych stronach internetowych **raporty analityczne i rekomendacje**. W ciągu czterech lat odsetek spółek publikujących tego typu informacje wzrósł w badanej grupie z 8% do 15%, a wśród spółek z witrynami spełniającymi określone kryteria relacji inwestorskich spadł z 38% do 32%. Jest to kolejne potwierdzenie tezy, że spółki słabo doceniają wszechstronność obsługi aktualnych i potencjalnych

inwestorów. Krańcowo negatywnym przykładem z 2006 roku była spółka Instal Lublin, której ostatnia analiza zamieszczona na stronie internetowej pochodziła z 1998 roku.

Bardzo rzadko na firmowych stronach internetowych były zamieszczane **spisy analityków** zajmujących się daną spółką. W ciągu czterech lat odsetek takich stron wzrósł z 3,7% do 8,2%, przy czym wszystkie z nich spełniały kryteria stron relacji inwestorskich.

Kolejne informacje, które powinny być zamieszczone na firmowej stronie internetowej spółki to **prospekt emisyjny i statut spółki**. W badanym okresie zaobserwowano znaczną poprawę w tym zakresie (zob. rysunek 14). Zwłaszcza statuty spółek zaczęły być masowo zamieszczane (w porównaniu do innych rodzajów informacji), co jest konsekwencją wprowadzenia zasad *corporate governance*.

**Rysunek 14. Struktura spółek według dostępności prospektu emisyjnego i statutu spółki na firmowych stronach internetowych**



Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych badań.

Specyficznym rodzajem informacji dla inwestorów są **informacje prasowe**, które przeznaczone są głównie dla mediów biznesowych i finansowych. Pomiedzy datami przeprowadzonych badań udział firmowych stron internetowych zawierających tego typu informacje wzrósł z 13% do 23%. Spośród spółek spełniających w 2006 roku określone kryteria relacji inwestorskich prawie co druga prezentowała takie informacje.

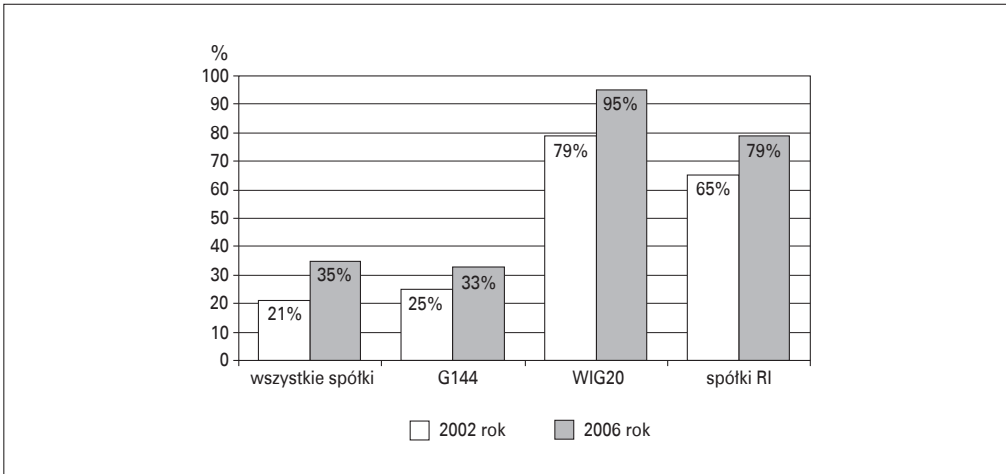


Przedsiębiorstwa dodatkowo umieszczały na swoich stronach rozmaite, mniej lub bardziej atrakcyjne dla inwestorów, informacje. Popularne były artykuły prasowe na temat własnej firmy, zamieszczane w 2006 roku średnio przez co piątą spółkę. Nieco rzadziej (na około 10% stron spółek w 2006 roku) udostępniane były aktualności dotyczące danej spółki. Co piąta spółka wyraźnie akcentowała swoją politykę jakości, posiadane certyfikaty, nagrody, rekomendacje, rankingi. Część spółek komunikowała nowe kontrakty i sukcesy, a banki – swoje ratingi.

W 2006 roku zaobserwowano bardzo **pozytywne przykłady** umieszczania na firmowych stronach internetowych **wartościowych dla inwestorów informacji** dodatkowych, lecz były to przypadki nieliczne. Uchwały lub sprawozdania z walnych zgromadzeń akcjonariuszy publikowało tylko 10 spółek, z czego Orbis aż z siedmiu ostatnich lat. Zapisy audio lub wideo z konferencji czy przemówień były zamieszczone tylko na stronach 9 spółek, a obfitością w tym zakresie wyróżniały się Agora i PKN Orlen. Inne odosobnione typy informacji to: informacje o pozostałych kluczowych osobach w przedsiębiorstwie (Agora), wartości przedsiębiorstwa (Agora, Agrest, Eurocash, Bank Handlowy), zasady polityki informacyjnej (Bank BPH, Bank Handlowy), wydatki na badania i rozwój (Comarch) oraz informacje o partnerskim programie dla akcjonariuszy (Travelplanet).

Wymieniając pozytywne przypadki upowszechniania dodatkowych informacji, nie sposób jednak nie wymienić **największych błędów** (nie wyszczególnionych wcześniej) **popelnianych przez spółki**, a zaobserwowanych podczas drugiego badania. Najczęściej miały one związek z brakiem aktualności: informacje prezentowane przez Budopol i ATM Grupa (jako właśnie aktualne wydarzenia) skończyły się dwa lata wcześniej, a dla Farmacolu dane na wykresach kończą się na latach 2000 i 2001. Koelner w 2006 roku nadal prezentował strukturę akcjonariatu sprzed wejścia na giełdę. Z kolei spółka Duda, mimo pozytywnie odebranej prezentacji w 2003 roku, kiedy to pokazała film i nagranie audio z przemówień zarządu, w późniejszym czasie nie powtórzyła tego ani razu. Trzeba jednak zauważyć, że choć obecna sytuacja wymaga znacznej poprawy, to w 2002 roku była dużo gorsza.

Poza obfitością wartościowych **informacji** dla inwestorów dobrze byłoby, żeby były one dostępne **w języku angielskim**. Sytuację w tym zakresie można określić jako niezłą zwłaszcza, że większość spółek na polskim rynku giełdowym jest zbyt mała, by przyciągnąć większą liczbę zagranicznych inwestorów (rysunek 15). Najkorzystniej pod tym względem prezentowały się spółki wchodzące w skład indeksu WIG20, spośród których w 2006 roku tylko jedna nie zawierała dobrych angielskich wersji swoich stron relacji inwestorskich.

**Rysunek 15. Udział spółek mających anglojęzyczne firmowe strony internetowe dla inwestorów**

Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych badań.

### 3. Podsumowanie

Według powszechnych opinii panujących wśród społeczności inwestorskiej oraz wyników badań<sup>7</sup> poziom relacji inwestorskich spółek giełdowych w Polsce jest na ogół niski i, pomimo pewnego postępu, nadal nie odpowiada on oczekiwaniom społeczności inwestorskiej. Najczęściej krytykowane są zjawiska związane z ujawnianiem informacji.

Niezadawalający zakres i jakość ujawnianych przez spółki informacji inwestorskich są także odzwierciedlone na firmowych stronach internetowych. Przeprowadzone badania potwierdziły tezę, że większość spółek w niedostatecznym stopniu wykorzystuje Internet w komunikowaniu się ze społecznością inwestorską, mimo że ten kanał komunikowania się z otoczeniem inwestorskim stwarza bardzo duże możliwości w relacjach inwestorskich.

W 2006 roku zaledwie 18% spółek spełniało w pełni określone przez autora kryteria, jakie powinny spełniać firmowe strony internetowe relacji inwestorskich. Co piąta witryna firmowa nie zawierała praktycznie żadnych wartościowych informacji dla inwestorów. Jakość firmowych stron wśród spółek giełdowych była

<sup>7</sup> M.in. następujących badań własnych autora: postrzegania relacji inwestorskich spółek giełdowych przez analityków i zarządzających funduszami (2006 rok), opinii inwestorów indywidualnych na temat doświadczanych relacji ze spółkami (lata 2002 i 2006) oraz postrzegania przez spółki giełdowe własnych działań z zakresu relacji inwestorskich (2006 rok).

ogromnie zróżnicowana – od spełniających standardy rynków rozwiniętych po strony całkowicie bezużyteczne.

Wniosek płynący z badań jest jednoznaczny – znaczna większość stron internetowych spółek z informacjami inwestorskimi nie spełnia współczesnych oczekiwań inwestorów i wobec tego wymaga znacznego udoskonalenia. Niski poziom wykorzystania w komunikowaniu przez spółki firmowych stron internetowych stanowi problem szczególnie dla inwestorów indywidualnych, dla których powinny być one podstawowym źródłem informacji o przedsiębiorstwach. Potrzebę stworzenia możliwości większego korzystania z firmowych witryn zgłaszają również profesjonalści.

#### **4. Bibliografia**

1. Chow A., IR On the Internet... Catch them on the Net!, „Finance Asia”, 2003, No. 4.
2. Healy P. M., Palepu K. G., A Review of the Empirical Disclosure Literature, Graduate School of Business, Harvard University, Boston, MA 2000.
3. Pearce J. A., The Company Mission As a Strategic Tool, „Sloan Management Review”, 1982.
4. Toftoy C. N., Chatterjee J., The Value of Mission Statements for Small Businesses, School of Business & Public Management, Washington, DC 2001.
5. Pioch J., Polityka dywidend w teorii i praktyce, w: Indywidualni inwestorzy na rynku finansowym, pod red. D. Dziawgo, Wydawnictwo Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń 2004.

## Ewolucja i uwarunkowania rozwoju rynku *bancassurance* w Polsce na tle doświadczeń europejskich

### 1. Wprowadzenie

Terminem *bancassurance*, wprowadzonym we Francji po 1980 roku, określa się współpracę banków i towarzystw ubezpieczeń, polegającą na sprzedaży produktów ubezpieczeniowych przez bankowe kanały dystrybucji. W szerszym ujęciu *bancassurance* obejmuje ogół czynników związanych ze sprzedażą ubezpieczeń poprzez banki, takich jak m.in. uwarunkowania prawne, podatkowe, kulturowe i społeczne<sup>1</sup>.

Europejskie początki *bancassurance* datuje się na pierwsze lata XX wieku: w 1908 roku w Wielkiej Brytanii powstała pierwsza grupa bankowo-ubezpieczeniowa – Savings Bank Life Insurance. Po zahamowaniu rozwoju współpracy bankowo-ubezpieczeniowej w Europie w latach 20. XX stulecia, spowodowanym przede wszystkim kryzysami gospodarczymi, idea dystrybucji ubezpieczeń przez banki zaczęła się odradzać w latach 60., przede wszystkim w formie współpracy bankowości detalicznej z towarzystwami ubezpieczeń na życie<sup>2</sup>.

Dynamiczny rozwój *bancassurance* w Europie Zachodniej rozpoczął się w połowie lat 80. XX wieku, głównie na skutek wzrostu konkurencji w sektorze bankowym, spadku rentowności tradycyjnych operacji bankowych oraz wprowadzenia regulacji prawnych i podatkowych przychylnych rozwojowi współpracy bankowo-ubezpieczeniowej<sup>3</sup>. Nie bez znaczenia były także globalne zmiany strukturalne zachodzące na rynkach finansowych na świecie, powodujące, że tradycyjne instytucje finansowe stopniowo zaczęły tracić swoją uprzywilejowaną pozycję na korzyść nowych podmiotów, zdolnych do oferowania usług finansowych. Rozpoczęta w latach 80. ewolucja *bancassurance* w Europie Zachodniej doprowadziła do wykształcenia się dwóch modeli współpracy banków i towarzystw ubezpieczeń – zintegrowanego i niezintegrowanego – różniących się m.in. stopniem integracji

<sup>1</sup> Bancassurance across the globe, SCOR technical Newsletters, No. 10, February 2003, s. 2.

<sup>2</sup> M. Śliperski, Bancassurance w Unii Europejskiej i w Polsce, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 2001, s. 12.

<sup>3</sup> O. Kowalewski, Grupy bankowo-ubezpieczeniowe: definicja, historia rozwoju, przyczyny powstawania, „Bank i Kredyt” Nr 10/1999, publikacja elektroniczna na stronie Narodowego Banku Polskiego: [www.nbp.pl](http://www.nbp.pl), dnia 6 kwietnia 2006 r.

struktur obu podmiotów oraz ofertą produktową, która w modelu zintegrowanym dostosowana jest specjalnie do specyfiki tego kanału dystrybucji<sup>4</sup>. W krajach, w których wykształcił się zintegrowany model współpracy bankowo-ubezpieczeniowej, udział banków w całkowitej sprzedaży ubezpieczeń na życie sięga obecnie nawet około 80%, a banki i towarzystwa wciąż optymalizują wzajemną współpracę, poszukując m.in. synergii kosztowych i przewagi konkurencyjnej na rynku usług finansowych.

W odróżnieniu od krajów Europy Zachodniej, współpraca banków i towarzystw ubezpieczeń ma w Polsce zaledwie kilkuletnią tradycję. Zdaniem ekspertów branżowych: *do tej pory główną przyczyną niewielkiego zainteresowania sektora bankowego współpracą z ubezpieczycielami była stale utrzymująca się nadpłynność banków, mocna pozycja kapitałowa tych instytucji w stosunku do zakładów oraz małe doświadczenie we współpracy z bankami*<sup>5</sup>. Wszystkie te czynniki powodowały, że w sektorze bankowym dominował przede wszystkim model oparty na finansowaniu potrzeb klienta z depozytów bankowych, podczas gdy na rozwiniętych rynkach zachodnich przeważa model odwrotny: przewagę mają w nim silne związki sektora bankowego z kapitałowym, w którym aktywną rolę odgrywają m.in. zakłady ubezpieczeń<sup>6</sup>.

Od 2000 roku można jednak zaobserwować znaczne ożywienie na rynku *bancassurance* w Polsce, przy czym współpraca banków i ubezpieczycieli szczególnie dynamicznie rozwija się w ciągu ostatnich kilkunastu miesięcy. W grudniu 2005 roku wartość polskiego rynku *bancassurance* była szacowana na poziomie 2,8–3 mld zł<sup>7</sup>.

Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie rozwoju *bancassurance* w Polsce na tle doświadczeń europejskich. Analizując ewolucję i stan obecny współpracy banków i ubezpieczycieli w naszym kraju oraz porównując sytuację na polskim rynku *bancassurance* do wybranych rynków w Europie Zachodniej, postaram się odpowiedzieć na pytanie o perspektywy i kierunki rozwoju współpracy bankowo-ubezpieczeniowej w Polsce w najbliższych latach.

<sup>4</sup> W przeciwieństwie do modelu zintegrowanego, w modelu niezintegrowanym banki sprzedają standardowe produkty ubezpieczeniowe takie same jak w przypadku innych kanałów dystrybucji, np. agentów ubezpieczeniowych.

<sup>5</sup> Taki pogląd wyraził A. Wolski, dyrektor generalny Związku Banków Polskich w artykule: Złoty czas *bancassurance*, „Gazeta Bankowa” z 10–16 października 2006 r., s. 30.

<sup>6</sup> *Ibidem*.

<sup>7</sup> Rynek *bancassurance*: 3 mld zł, Flesz, „Dziennik Ubezpieczeniowy”, Nr 229(1386), 1 grudnia 2005 r. (publikacja elektroniczna przesyłana na adres e-mail).

## 2. Początki *bancassurance* w Polsce w latach 90. XX wieku

Początki *bancassurance* w Polsce sięgają 1990 roku – wówczas na polskim rynku dało się zauważyć pierwsze przejawy szerszej rozumianej działalności Allfinanz<sup>8</sup>. Do banków zaczęły trafiać usługi maklerskie i leasingowe, świadczone przez odrębne firmy stworzone od podstaw, zazwyczaj przy zaangażowaniu kapitałowym samych banków. Początkowa współpraca banków i ubezpieczycieli polegała głównie na sprzedaży indywidualnych polis przez pracowników banku w placówkach bankowych<sup>9</sup>. Wśród najważniejszych instytucji podejmujących wówczas tego typu działania były przede wszystkim: AIG i Pekao (początek ich współpracy w 1990 roku okazał się niepowodzeniem z uwagi na niski popyt na produkty ubezpieczeniowe), Commercial Union i Bank Zachodni WBK (początek współpracy w 1993 roku, ale jej zakres dość ograniczony) oraz ING Nationale-Nederlanden i ING Bank Śląski (początek współpracy w 1994 roku).

Ożywienie współpracy bankowo-ubezpieczeniowej w Polsce nastąpiło jednak dopiero u schyłku lat 90. W okresie 1998–1999 aż trzy duże banki zdecydowały się na taki krok: Pekao (z Allianz), BPH-PBK (z Ergo Hestia i Compensa) oraz BGŻ (z AIG). Za jednego z ważniejszych pionierów budowy oferty bankowo-ubezpieczeniowej w Polsce uznaje się także Kredyt Bank, który w końcu 1998 roku wprowadził na rynek produkt pod nazwą „Lokata na Życie”, będący połączeniem lokaty bankowej oraz ubezpieczenia na życie i NNW. W 2000 roku, konsekwentnie rozwijając ofertę z zakresu *bancassurance*, Kredyt Bank wzbogacił swoje rachunki osobiste – różne rodzaje Ekstrakonta – o ubezpieczenie NNW oraz assistance domowy i medyczny. W tym samym czasie terminowe ubezpieczenia na życie z rozbudowaną funkcją oszczędnościową zaproponował także bank Pekao, oferując je swoim klientom – posiadaczom Eurokonta.

## 3. Wzrost tempa rozwoju *bancassurance* w Polsce po 2000 roku

Począwszy od 2000 roku współpraca banków i towarzystw ubezpieczeń w Polsce rozwija się w coraz szybszym tempie. Jedną z przyczyn tak gwałtownego rozwoju *bancassurance* w naszym kraju jest obecna sytuacja na rynku bankowym – ostra rywalizacja o klientów, przybierająca cechy tzw. wojny cenowej, szczegól-

<sup>8</sup> Działalność Allfinanz oznacza działalność, w której skład wchodzi: *bancassurance*, *assurfinance* (poszerzanie oferty towarzystw ubezpieczeń o inne usługi finansowe) oraz działalność podmiotów należących do gospodarki realnej (np. supermarketów), które na skutek liberalizacji prawa również mogą świadczyć określone usługi pośrednictwa finansowego. Por. M. Śliperski, *Bancassurance – związki bankowo-ubezpieczeniowe*, Difin, Warszawa 2002, s. 21.

<sup>9</sup> *Ibidem*, s. 111.

nie w segmencie kart kredytowych, kredytów hipotecznych i kont osobistych. Dobrym przykładem mogą być tu marże przy kredytach mieszkaniowych, które pod koniec 2005 roku spadły poniżej 1%, przy czym niektóre banki zaczęły także w ogóle rezygnować z prowizji za udzielenie kredytów (np. ING Bank Śląski, Bank Millennium)<sup>10</sup>. W tej sytuacji banki zmuszone są do poszukiwania innych, pozaodsetkowych źródeł dochodu oraz dodatkowych atutów w konkurencyjnej walce o klienta, np. w formie ubezpieczeń wzbogacających i uatrakcyjniających produkt bankowy.

Nie bez znaczenia dla rozwoju *bancassurance* w Polsce było także wprowadzenie w grudniu 2001 roku „podatku Belki”, obciążającego zyski m.in. z lokat bankowych. Jego rezultatem było szybkie powstanie ubezpieczeniowych produktów antypodatkowych, dystrybuowanych przez banki, w stronę których klienci zaczęli masowo przenosić swoje środki, ulokowane dotąd na tradycyjnych lokatach bankowych. Według szacunków ekspertów ubezpieczeniowych<sup>11</sup>, wartość krótkoterminowych polis inwestycyjnych (tzw. polis „antybelkowych”) stanowiła w 2005 roku około połowy wartości całego rynku *bancassurance* w Polsce – a więc blisko 1,5 mld zł. Zdaniem praktyków z dziedziny ubezpieczeń, produkty „antybelkowe” pozwoliły na edukację klientów w zakresie *bancassurance*<sup>12</sup>. Ich funkcjonowanie przyzwyczało klientów do wykorzystywania banku jako kanału dystrybucji ubezpieczeń i innych produktów inwestycyjnych, stopniowo kształtując u nich świadomość oferty *bancassurance*. Choć w 2006 roku spodziewane jest zmniejszenie rynku produktów antypodatkowych o około 300 mln zł oraz przesunięcie środków Polaków w stronę bardziej od nich rentownych produktów *unit-linked*<sup>13</sup>, wprowadzenie „podatku Belki” z pewnością było ważnym akceleratorem rozwoju *bancassurance* w Polsce.

#### 4. Sytuacja obecna i perspektywy rozwoju *bancassurance* w Polsce w najbliższych latach

Jednym z istotnych czynników, który będzie w najbliższym czasie wpływał na sytuację na polskim rynku *bancassurance*, jest wejście w życie (20 lutego 2006

<sup>10</sup> Ostra wojna cenowa na rynku kart, kredytów i rachunków, „Gazeta Prawna”, 28 października 2005 r., publikacja elektroniczna na stronie: [www.gazetaprawna.pl](http://www.gazetaprawna.pl)

<sup>11</sup> Rynek *bancassurance*: 3 mld zł..., *op. cit.*

<sup>12</sup> Pogląd ten został wyrażony przez A. Gocalek, dyrektor Biura Ubezpieczeń na Życie TUnŻ Europa, podczas dyskusji panelowej „Podatki i ubezpieczenia”, która odbyła się w ramach konferencji „Bancassurance – alianse bankowo-ubezpieczeniowe”, Warszawa 21–22 lutego 2006 r.

<sup>13</sup> Produkty *unit-linked* to produkty inwestycyjne w formie ubezpieczeniowej, najczęściej z minimalną ochroną ubezpieczeniową oraz możliwością podziału składki między fundusze zarządzane przez różne towarzystwa funduszy inwestycyjnych.

roku) art. 7a, dodanego do ustawy z 20 lipca 2001 roku o kredycie konsumenckim (Dz.U. z 2001 roku, Nr 100 poz. 1081) – tzw. regulacji antylichwiarskiej. Zgodnie z zapisem tego artykułu, łączna kwota wszystkich opłat, prowizji oraz innych kosztów związanych z zawarciem umowy o kredyt konsumencki nie może przekroczyć 5% wartości tego kredytu. Z powyższego ograniczenia wyłączone są jednak udokumentowane lub wynikające z innych przepisów prawa koszty związane z ustanowieniem, zmianą lub wygaśnięciem zabezpieczeń i ubezpieczeń, w tym ubezpieczenia spłaty kredytu<sup>14</sup>. Można więc spodziewać się, że nowy zapis skłoni kredytodawców do szukania różnych form współpracy z ubezpieczycielami, pozwalających na uzasadnienie pobierania od klientów opłat przekraczających ustawowe 5% poprzez dołączenie do kredytu różnych rodzajów ubezpieczenia.

Prognozując rozwój *bancassurance* w Polsce w najbliższych latach, warto zwrócić także uwagę na zmiany w strukturze aktywów finansowych ludności w Polsce w ciągu ostatnich kilku lat. Analizując dane zawarte w tabeli 1, można zaobserwować systematyczny spadek udziału depozytów w aktywach finansowych Polaków (o 9,3 pkt procentowego w latach 2002–2004), przy jednoczesnym wzroście ich zainteresowania ubezpieczeniami na życie (wzrost o 3,3 pkt procentowego), funduszami inwestycyjnymi (wzrost o 2,4 pkt procentowego), a także akcjami i obligacjami (wzrost o 2,6 pkt procentowego). Z punktu widzenia *bancassurance* trend ten jest na tyle korzystny, że świadczy o stopniowym wzroście świadomości różnorodnych możliwości oszczędzania i inwestowania wśród Polaków. Stopniowa edukacja finansowa klientów sprawia, że obok tradycyjnych depozytów dostrzegają oni także inne możliwości oferowane im przez rynek, w tym także te związane z ubezpieczeniami na życie.

**Tabela 1. Struktura aktywów finansowych ludności w Polsce w latach 2002–2004 (w %)**

Aktywa finansowe ludności	Rok		
	2002	2003	2004
Depozyty	80,6	74,5	71,3
Aktywa funduszy inwestycyjnych	6,1	8,4	8,5
Ubezpieczenia na życie	6,3	8,4	9,6
Akcje i obligacje	7,0	8,7	9,6

Źródło: dane z prezentacji B. Mierzwińskiego (Kredyt Bank SA) „Unit linked products – przyszłość współpracy bankowo-ubezpieczeniowej”, wygłoszonej podczas konferencji „Bancassurance – alianse bankowo-ubezpieczeniowe”, Warszawa 21–22 lutego 2006 r.

<sup>14</sup> A. Wolski, *Złoty czas bancassurance*, *op. cit.*



Zdaniem praktyków bankowych, trendy dotyczące struktury oszczędności gospodarstw domowych, obserwowane w ciągu kilku ostatnich lat, utrzymają się także w najbliższej przyszłości<sup>15</sup>. Taka sytuacja będzie korzystnie wpływać na rozwój *bancassurance* w Polsce z dwóch powodów:

- nadal będzie rosła liczba klientów zainteresowanych ubezpieczeniami na życie – również tymi dystrybuowanymi przez banki,
- wskutek rosnącej świadomości finansowej Polaków banki będą zmuszone stale uatrakcyjnić swoją ofertę, aby sprostać rosnącym wymaganiom klientów oraz konkurencji ze strony innych podmiotów aktywnych na rynku finansowym.

Prognozowane wielkości udziału poszczególnych form oszczędzania w portfelu polskich gospodarstw domowych w 2009 roku zawiera tabela 2.

**Tabela 2. Struktura oszczędności gospodarstw domowych w Polsce w 2004 roku oraz prognoza na 2009 rok (w %)**

Forma oszczędzania	Rok	
	2004	2009
Depozyty bankowe	57,0	50,0
Gotówka w obiegu	13,3	11,0
Aktywa funduszy inwestycyjnych	9,5	14,0
Ubezpieczenia na życie	9,6	12,0
Papiery wartościowe	9,4	12,0
Depozyty SKOK	1,2	1,0

Źródło: dane z prezentacji B. Mierzińskiego (Kredyt Bank SA) „Unit linked...”, *op. cit.*

Z punktu widzenia *bancassurance* ważne jest także to, że wśród kanałów dystrybucji ubezpieczeń na życie banki stopniowo uzyskują coraz mocniejszą pozycję. W 2004 roku aż 11,5% wszystkich polis życiowych było w Polsce dystrybuowanych przez banki, wobec zaledwie 0,1% w 2001 roku (zob. tabela 3).

<sup>15</sup> Taki pogląd wyraził m.in. wiceprezes zarządu Kredyt Banku, Bohdan Mierziński, w prezentacji „Unit linked...”, *op. cit.*

**Tabela 3. Znaczenie poszczególnych kanałów dystrybucji ubezpieczeń na życie w Polsce w latach 2001–2004 (w %)**

Kanały dystrybucji ubezpieczeń na życie			Rok			
			2001	2002	2003	2004
Sprzedaż bezpośrednia			40,3	41,6	40,3	36,9
Agenci ubezpieczeniowi	osoby fizyczne		42,2	36,2	29,5	26,9
	osoby prawne	<b>banki</b>	<b>0,1</b>	<b>0,7</b>	<b>6,2</b>	<b>11,5</b>
		pozostałe osoby prawne	12,5	8,5	17,5	17,0
Brokerzy ubezpieczeniowi i reasekuracyjni	osoby fizyczne		1,1	2,9	2,9	0,6
	osoby prawne		2,8	0,1	0,2	2,9

Uwaga: Dane procentowe nie sumują się do 100%, ponieważ w tabeli uwzględniono tylko najważniejsze kanały dystrybucji.

Źródło: Brokerzy i bankowcy, „Miesięcznik Ubezpieczeniowy”, wrzesień 2005 r., s. 24.

Według oficjalnych danych KNUiFE, w 2005 roku banki sprzedały 14,4% wszystkich ubezpieczeń na życie oraz 0,6% polis majątkowych. Bankowy kanał dystrybucji przyniósł towarzystwom ubezpieczeń na życie 2,2 mld składek, a więc o blisko 54% więcej niż w 2004 roku. Dzięki współpracy z bankami ubezpieczyciele majątkowi zebrali prawie 87 mln składek – ponad czterokrotnie więcej niż rok wcześniej. Należy pamiętać przy tym, że oficjalne statystyki dotyczące *bancassurance* są zaniżone, ponieważ nie uwzględniają składki uzyskiwanej przez towarzystwa ubezpieczeń przez tzw. inne kanały dystrybucji czy pracowników. Dlatego można szacować, że w 2005 roku dzięki współpracy z bankami ubezpieczyciele życiowi uzyskali ponad 3 mld składek<sup>16</sup>.

Gotowość do współpracy z towarzystwami ubezpieczeń przejawiają ostatnio również banki spółdzielcze, zainteresowane dodatkowymi prowizjami ze sprzedaży polis. Biorąc pod uwagę liczbę klientów, korzystających w Polsce z bankowości spółdzielczej, rynek ten jest atrakcyjny także z punktu widzenia towarzystw ubezpieczeń, które chętnie podejmują rozmowy ze zrzeczeniami – poszczególne banki spółdzielcze wolą bowiem przystępować do porozumień ramowych wynegocjowanych przez banki zrzeczające. Dla przykładu, w połowie lutego 2005 roku zarząd Banku Polskiej Spółdzielczości – najsilniejszego w Polsce Zrzeszenia Banków Spółdzielczych – podjął decyzję o współpracy w zakresie *bancassurance* z towarzystwem Skandia Życie, wcześniej zaś ubezpieczyciel ten pozyskał do współpracy

<sup>16</sup> T. Brzeziński, Ubezpieczenia. Bancassurance zapewniło 3–3,5 mld składek, „Puls Biznesu”, 31 maja 2006 r., s. 13.

Gospodarczy Bank Wielkopolski, pełniący funkcję banku zrzeszającego w stosunku do banków spółdzielczych z regionu Wielkopolski<sup>17</sup>.

Współpraca banku i towarzystwa ubezpieczeń w zakresie *bancassurance* może przybierać różne formy, charakteryzujące się różnym stopniem integracji obu podmiotów. Obecnie w Polsce można zaobserwować cztery formy współpracy bankowo-ubezpieczeniowej<sup>18</sup>:

- *bancassurance*, oparte na umowie dystrybucyjnej,
- *bancassurance*, realizowane poprzez podmiot zależny,
- utworzenie spółki *joint venture*,
- sojusz strategiczny pomiędzy bankiem a towarzystwem ubezpieczeń.

Zdaniem praktyków *bancassurance*, z punktu widzenia banku i towarzystwa ubezpieczeń najkorzystniejszą formą wzajemnej współpracy jest spółka *joint venture*. Takie rozwiązanie zapewnia bankowi przede wszystkim<sup>19</sup>:

- powiększenie bazy nowych klientów oraz wzrost lojalności dotychczasowych,
- poszerzenie oferty produktowej o ubezpieczenia,
- dodatkowe przychody,
- dostęp do *know-how* towarzystwa ubezpieczeń (systemy, szkolenia, marketing),
- możliwość szybkiego wprowadzenia oferty na rynek,
- wybór produktu ubezpieczeniowego najlepiej dopasowanego do struktury i możliwości banku.

Wśród korzyści odnoszonych przez ubezpieczycieli, decydujących się na współpracę z bankiem w ramach spółki *joint venture*, należy wymienić przede wszystkim<sup>20</sup>:

- powiększenie bazy klientów (dostęp do klientów banku),
- zmniejszenie kosztów własnej dystrybucji,
- możliwość szybkiego wzrostu udziału w rynku,
- szybki rozwój nowych produktów,
- możliwość wpływu na docelową grupę odbiorców,
- łatwiejsze zrozumienie potrzeb i struktury banku,
- stabilność biznesu,
- możliwość zaangażowania kapitałowego banku w celu poprawy wskaźników wypłacalności lub rozwoju biznesu.

Choć wiele banków i towarzystw ubezpieczeń w Polsce współpracuje w ramach *bancassurance* na zasadach umów dystrybucyjnych zawartych w wyniku

<sup>17</sup> J. Krajewski, Atrakcyjny *bancassurance*, „Głos Banków Spółdzielczych”, Nr 3 (116), marzec 2005 r., s. 12.

<sup>18</sup> M. Dygas, Kreowanie boomu, „Gazeta Bankowa”, 22–28 maja 2006 r., s. 18.

<sup>19</sup> *Ibidem*.

<sup>20</sup> *Ibidem*.

wygranych przetargów, na polskim rynku można obecnie zauważyć tendencję do większej integracji bankowo-ubezpieczeniowej, pociągającej za sobą zaangażowanie kapitałowe i głębokie zmiany strukturalne w obu podmiotach. Najlepszym przykładem jest tutaj Kredyt Bank i Warta, należące do belgijskiej grupy KBC, które od 2005 roku blisko współpracują, realizując koncepcję *bancassurance*. Oba podmioty integrują wybrane obszary swojej działalności, głównie na poziomie operacyjnym i ofertowym. Efektem jest m.in. wprowadzenie wspólnej karty kredytowej oraz ubezpieczenia z funduszem inwestycyjnym. Do maja 2006 roku uruchomiono także 11 wspólnych placówek prowadzących pełną obsługę finansową, zaś docelowo (do końca 2007 roku) ma powstać około 100 wspólnych jednostek, które zwiększą efektywność sprzedaży w obu instytucjach. W celu redukcji kosztów oraz uzyskania wyższych przychodów, dzięki lepszemu wykorzystaniu możliwości tzw. sprzedaży wiązanej<sup>21</sup>, Warta i Kredyt Bank podjęły ponadto decyzję o powołaniu tzw. Zespołu Krajowego, w skład którego wejdą członkowie zarządów obu podmiotów (a także działającej na rynku pośrednictwa finansowego firmy Żagiel, należącej do Grupy Kapitałowej Kredyt Banku). Będzie on koordynował połączone działy obu instytucji: administrację, zarządzanie nieruchomościami, marketing, PR, dystrybucję oraz kadry<sup>22</sup>.

Innym przejawem inwestycji kapitałowej w *bancassurance* jest decyzja BRE Banku o utworzeniu własnego towarzystwa ubezpieczeń majątkowych – BRE Ubezpieczenia TU. Nowy podmiot ma rozpocząć funkcjonowanie na początku 2007 roku, zaś kilka miesięcy później planowane jest także uruchomienie działalności w segmencie ubezpieczeń na życie. Inicjatywa BRE Banku spotkała się z przychylnymi komentarzami analityków oraz praktyków bankowych i ubezpieczeniowych, choć, zdaniem niektórych, na początku bank powinien skupić się na dystrybucji polis związanych z produktami bankowymi, a nie np. ubezpieczeń komunikacyjnych, które są „trudne” do sprzedaży przez bankowe kanały dystrybucji<sup>23</sup>.

Obok wspomnianych już aspektów prawnych i fiskalnych (ustawa „antylichwiarska” i „podatek Belki”) duże znaczenie dla rozwoju rynku *bancassurance* w Polsce w najbliższych latach będą miały także przyzwyczajenia i zachowania klientów na rynku finansowym. Specjaliści z Ernst & Young wskazali ten czynnik jako jeden z kluczowych aspektów, wpływających na tempo rozwoju i sukces *ban-*

<sup>21</sup> Sprzedaż wiązana (ang. *cross-selling*) oznacza sprzedaż dodatkowych usług (np. ubezpieczeniowych) w momencie świadczenia usług innego rodzaju (np. bankowych).

<sup>22</sup> Warta i Kredyt Bank łączą działy, „Dziennik Ubezpieczeniowy”, Nr 114 (1512), 14 czerwca 2006 r. (publikacja elektroniczna przesyłana na adres e-mail) oraz J. Iskra, KBC liczy w Polsce na *bancassurance*, „Parkiet”, Nr 136, 14 czerwca 2006 r., s. 9.

<sup>23</sup> T. Brzeziński, Ryzykowny eksperyment BRE Banku, „Puls Biznesu”, Nr 114, 13 czerwca 2006 r., s. 5; oraz Analitycy chwala pomysł BRE, „Dziennik Ubezpieczeniowy”, Nr 114 (1512), 14 czerwca 2006 r. (publikacja elektroniczna przesyłana na adres e-mail).

*cassurance* w danej gospodarce<sup>24</sup>. Analizując stan obecny i perspektywy wzrostu *bancassurance* w najbliższej przyszłości, warto więc zwrócić uwagę na stosunek Polaków do instytucji finansowych. Jak wynika z raportu „Diagnoza społeczna 2005. Warunki i jakość życia Polaków”, opracowanego przez Radę Monitoringu Społecznego we wrześniu 2005 roku, zaufanie do banków deklaruje prawie 46% społeczeństwa (wobec blisko 20% respondentów deklarujących brak zaufania do tych podmiotów). Towarzystwa ubezpieczeń na życie cieszą się zaufaniem jedynie 23% Polaków (nie ufa im 30% badanych), zaś ubezpieczyciele majątkowi – cieszą się zaufaniem tylko 12% społeczeństwa (wobec braku zaufania 30% ankietowanych)<sup>25</sup>. Tabela 4 prezentuje deklarowany przez Polaków stopień zaufania do instytucji finansowych.

**Tabela 4. Zaufanie Polaków do instytucji finansowych w 2005 roku (w %)**

Rodzaj instytucji finansowej	Zaufanie do instytucji finansowej		
	tak	nie	nie mam zdania
Banki	45,8	19,6	34,6
Towarzystwa ubezpieczeń na życie	22,7	30,4	46,9
Towarzystwa ubezpieczeń majątkowych	12,1	30,4	57,5
Towarzystwa funduszy inwestycyjnych	7,4	27,6	64,9
Otwarte fundusze emerytalne	13,3	29,6	57,1
Giełda	6,5	28,9	64,6

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Rada Monitoringu Społecznego, red. J. Czapiński, T. Panek, *Diagnoza społeczna 2005. Warunki i jakość życia Polaków*, Wyższa Szkoła Finansów i Zarządzania w Warszawie, Warszawa 25 września 2006 r.

Analiza zaufania Polaków do poszczególnych podmiotów rynku finansowego dostarcza ważnych informacji dotyczących perspektyw rozwoju *bancassurance* w Polsce. Spośród analizowanych podmiotów banki cieszą się zdecydowanie najwyższym zaufaniem społeczeństwa – dwukrotnie większym niż towarzystwa ubezpieczeń na życie i niemal czterokrotnie większym niż towarzystwa majątkowe. Największy brak zaufania Polacy przejawiają z kolei właśnie wobec towarzystw ubezpieczeń – nie ufa im nieco ponad 30% ankietowanych. Opierając się na doświadczeniach międzynarodowych, można przewidywać, że powyższe preferencje społeczne sprzyjają rozwojowi *bancassurance* w takim kształcie, w jakim współpraca banków i ubezpieczycieli rozwinęła się na południu Europy (np. w Hiszpanii czy Francji). Tam właśnie, czyli w tzw. zintegrowanym modelu *bancassurance*,

<sup>24</sup> R. Reed, Europe and Bancassurance, „Cross Currents”, Ernest & Young, Issue 22, Summer 2005, s. 10.

<sup>25</sup> Rada Monitoringu Społecznego, red. J. Czapiński, T. Panek, *Diagnoza społeczna 2005...*, *op. cit.*

banki odgrywają wiodącą rolę w zaspokajaniu potrzeb finansowych społeczeństwa, ciesząc się dużym zaufaniem klientów<sup>26</sup>. W połączeniu ze sprzyjającymi uwarunkowaniami prawnymi i podatkowymi doprowadziło to do rozwoju takiego modelu *bancassurance*, w ramach którego banki osiągnęły bardzo wysoki udział w dystrybucji ubezpieczeń na życie (w Hiszpanii prawie 80%, we Francji ponad 60%).

Znaczna przewaga banków w zaufaniu ze strony Polaków może również przesądzać o kształcie współpracy bankowo-ubezpieczeniowej w Polsce. Zdaniem ekspertów branżowych oraz praktyków ubezpieczeniowych i bankowych, bank ma w *bancassurance* znacznie mocniejszą pozycję niż towarzystwo ubezpieczeń<sup>27</sup>. Przewaga ta wynika przede wszystkim z faktu, że to bank wnosi do związku bankowo-ubezpieczeniowego swoją bazę klientów – ma więc silniejszą pozycję negocjacyjną i może oczekiwać od ubezpieczyciela większej elastyczności. W praktyce większość kontraktów *bancassurance* zawieranych w Polsce w ciągu ostatnich kilkunastu miesięcy jest rezultatem przetargów organizowanych przez banki<sup>28</sup>. Zaufanie klientów do banków, znacznie przewyższające zaufanie społeczne do sektora ubezpieczeniowego, dodatkowo wzmacnia pozycję negocjacyjną banków wobec ubezpieczycieli, pozwalając im dyktować warunki współpracy. Należy jednak pamiętać, że przy takim układzie preferencji społecznych towarzystwo ubezpieczeń zyskuje dzięki *bancassurance* większą wiarygodność i akceptację ze strony klientów. Przenoszą oni bowiem swoje zaufanie do banku na oferowane przez niego produkty ubezpieczeniowe, często nie zwracając nawet uwagi na to, z jakiego towarzystwa one pochodzą.

Prognozując kierunek i tempo rozwoju *bancassurance* w Polsce w najbliższych latach, warto oprzeć się na doświadczeniach tych krajów europejskich, w których współpraca bankowo-ubezpieczeniowa ma znacznie dłuższą tradycję. Biorąc pod uwagę uwarunkowania makroekonomiczne, Polska często porównywana jest do Hiszpanii – przede wszystkim z uwagi na stosunkowo późne przystąpienie do Unii Europejskiej oraz podobny potencjał demograficzny. Hiszpański sektor bankowy dynamicznie rozwija się od momentu wstąpienia tego kraju do Unii Europejskiej, zaś banki wykazują największą dynamikę wzrostu kapitalizacji w porównaniu z bankami w innych dużych krajach europejskich, zajmując jednocześnie czołową pozycję pod względem rentowności i efektywności kosztowej. Jednocześnie sektor bankowy w Hiszpanii charakteryzuje również stosunkowo wysoka koncentracja – aktywa pięciu czołowych banków stanowią prawie 50% aktywów sektora; duże

<sup>26</sup> R. Reed, *Europe and Bancassurance*, *op. cit.*, s. 10.

<sup>27</sup> Taki pogląd wyraził m.in. J. Nowak, wiceprezes Allianz Życie w czasie dyskusji panelowej „Współpraca banków i towarzystw ubezpieczeń”, która odbyła się w ramach konferencji „Bancassurance – alianse bankowo-ubezpieczeniowe” w Warszawie w dniach 21–22 lutego 2006 r.

<sup>28</sup> Obserwacja ta wynika z doświadczenia autorki artykułu w branży *bancassurance*, zdobytego w latach 2003–2006 w firmie Europ Assistance Polska, wielokrotnie uczestniczącej w przetargach na programy *bancassurance*.

banki osiągają zatem wysoką rentowność, m.in. dzięki efektom skali. Ewenementem na skalę europejską jest bardzo wysoka liczba placówek bankowych w Hiszpanii – prawie 100 oddziałów na 100 tysięcy mieszkańców – nie notowana w żadnym innym kraju (w Danii, drugim pod tym względem kraju, liczba oddziałów bankowych na 100 tys. mieszkańców wynosi około 60). Największe hiszpańskie banki deklarują plany dalszej rozbudowy sieci swoich placówek<sup>29</sup>.

Jak już wspomniano, współpraca banków i ubezpieczycieli w Hiszpanii rozwija się dynamicznie i z dużymi sukcesami – udział banków w sprzedaży ubezpieczeń na życie sięga niemal 80%. W kraju tym wykształcił się zintegrowany model *bancassurance*, w którym banki i towarzystwa ubezpieczeń współpracują ze sobą bardzo blisko, a produkty ubezpieczeniowe dystrybuowane przez kanały bankowe są specjalnie dostosowane do ich specyfiki. Kluczowym czynnikiem sukcesu *bancassurance* w Hiszpanii jest, bez wątpienia, postawa społeczeństwa, które darzy sektor bankowy bardzo dużym zaufaniem. Klienci hiszpańskich banków są lojalni i chętnie zaspokajają swoje potrzeby finansowe (a więc także ubezpieczeniowe) w znanych im i bliskich ich miejscu zamieszkania oddziałach banków, które swoją renomą niejako uwiarygodniają dystrybuowane przez siebie produkty niebankowe.

Choć nasycenie rynku placówkami bankowymi jest w Polsce kilkakrotnie niższe niż w Hiszpanii, uzasadnione jest poczynienie kilku analogii między obydwojema krajami. Obok wspomnianych już uwarunkowań makroekonomicznych, podobieństwo do rynku hiszpańskiego można w Polsce zauważyć także na płaszczyźnie stosunku społeczeństwa do instytucji finansowych. Wspomniane już rezultaty badania „Diagnoza społeczna 2005” wyraźnie potwierdzają znacznie wyższe zaufanie Polaków do banków, w porównaniu z pozostałymi podmiotami rynku finansowego: towarzystwami ubezpieczeń, towarzystwami funduszy inwestycyjnych, giełdą. Takie preferencje społeczne pozwalają przypuszczać, że ewolucja *bancassurance* w Polsce będzie przebiegać raczej w stronę modelu zintegrowanego, charakterystycznego dla południa Europy, pozwalającego na osiągnięcie udziału banków w sprzedaży ubezpieczeń na życie sięgającego nawet 60–80%. Podobieństwo do modelu hiszpańskiego można zaobserwować w Polsce także we wspomnianych już zmianach struktury oszczędności gospodarstw domowych, analogicznych do przemian, jakie nastąpiły w Hiszpanii. Zdaniem ekspertów branżowych, w 2011 roku struktura rynku aktywów finansowych gospodarstw domowych w Polsce będzie zbliżona do tej, którą zanotowano w Hiszpanii w 1997 roku<sup>30</sup>.

<sup>29</sup> W. Michałowski, M. Oleksiewicz, Hiszpańska strategia, „Gazeta Bankowa”, 29 maja–4 czerwca 2006 r., s. 13.

<sup>30</sup> B. Mierziński (Kredyt Bank SA) prezentacja „Unit linked...”, *op. cit.*

Według szacunków PZU Życie, w 2005 roku rynek *bancassurance* w Polsce wzrósł o około 80%<sup>31</sup>. W 2006 roku eksperci oczekują w naszym kraju ponad 30% wzrostu przypisu składki ubezpieczeniowej uzyskanej dzięki bankom, w porównaniu z 2005 rokiem. Przy dobrej koniunkturze na giełdzie przychody z *bancassurance* mogą w 2006 roku znacznie przekroczyć 4 mld zł<sup>32</sup>. Nie bez znaczenia dla rozwoju współpracy bankowo-ubezpieczeniowej w najbliższych latach będzie z pewnością oczekiwany boom na rynku kart kredytowych, które banki będą silnie promować, kierując ofertę w tym zakresie nawet do osób o stosunkowo niskich miesięcznych dochodach (np. około 500 zł netto)<sup>33</sup>. Z praktyki bankowej wynika, że ten rodzaj produktu jest szczególnie skutecznym kanałem dystrybucji ubezpieczeń – relatywnie tanich i często oferowanych w formie tzw. opcji negatywnej<sup>34</sup>. Ważnym „nośnikiem” ubezpieczeń pozostaną w nadchodzących latach także kredyty mieszkaniowe, których wolumen wciąż rośnie w Polsce w bardzo szybkim tempie. Zdaniem specjalistów prawdopodobne jest, że już za kilka lat udział *bancassurance* w sprzedaży ubezpieczeń na życie będzie w Polsce wynosił nawet około 30%<sup>35</sup>.

## 5. Podsumowanie

W porównaniu z krajami Europy Zachodniej, *bancassurance* ma w Polsce stosunkowo krótką tradycję; obecnie jednak współpraca bankowo-ubezpieczeniowa zaczyna rozwijać się w naszym kraju bardzo intensywnie. Sprzyjają temu zarówno regulacje prawno-podatkowe (wprowadzenie „podatku Belki” oraz regulacji „antylichwiarskich”), jak również stopniowo rosnąca świadomość finansowa klientów. Choć większość kontraktów dotyczących współpracy banków i ubezpieczycieli obejmuje obecnie porozumienia dotyczące dystrybucji ubezpieczeń przez banki, na polskim rynku można już zaobserwować tendencje do zwiększenia integracji obu podmiotów i zacieśnienia współpracy w zakresie *bancassurance* (m.in. Warta i Kredyt Bank w ramach grupy KBC, zamiar utworzenia własnego towarzystwa ubezpieczeń przez BRE Bank, a także rozważania PZU na temat możliwości zakupu już istniejącego banku lub stworzenia nowego banku od podstaw).

<sup>31</sup> Rynek *bancassurance*: 3 mld zł..., *op. cit.*

<sup>32</sup> T. Brzeziński, Banki i telefony zaczynają wypierać agentów, *op. cit.*

<sup>33</sup> A. Lach, Więcej ubezpieczeń, więcej problemów, „Dziennik Ubezpieczeniowy”, Nr 87 (1485), 8 maja 2006 r. (publikacja elektroniczna przesyłana na adres e-mail).

<sup>34</sup> Opcja negatywna w sprzedaży ubezpieczeń polega na zaoferowaniu klientowi płatnego ubezpieczenia dodanego np. do produktu bankowego, z którego może on zrezygnować, wypełniając odpowiednie formalności. Brak rezygnacji ze strony klienta oznacza jego domniemaną zgodę na zakup ubezpieczenia razem z produktem bankowym.

<sup>35</sup> Przed *bancassurance* jeszcze dużo do zrobienia, „Dziennik Ubezpieczeniowy”, Nr 237 (1386), 13 grudnia 2005 r. (publikacja elektroniczna przesyłana na adres e-mail).



Ekspersi oraz praktycy bankowi i ubezpieczeniowi prognozują dynamiczny rozwój *bancassurance* w Polsce w najbliższych latach – już w 2006 roku spodziewany jest wzrost przypisu składki ubezpieczeniowej, osiągniętej dzięki bankom o ponad 30% w porównaniu z 2005 rokiem. Wskazówką co do kierunku ewolucji *bancassurance* w Polsce (w stronę modelu zintegrowanego lub niezintegrowanego) może być analiza rozwoju współpracy bankowo-ubezpieczeniowej w Hiszpanii – kraju wielokrotnie porównywanego z Polską z uwagi na zbliżone uwarunkowania makroekonomiczne. Tam udział banków w dystrybucji ubezpieczeń na życie sięga niemal 80%, a banki cieszą się dużym zaufaniem klientów. Podobne postawy społeczne obserwowane obecnie w Polsce świadczą na korzyść rozwoju *bancassurance* w naszym kraju w sposób analogiczny do modelu hiszpańskiego – co oznacza, że w najbliższych latach będzie można spodziewać się niezwykle dynamicznego wzrostu zakresu i intensywności współpracy banków i towarzystw ubezpieczeń w Polsce. Jak szacują eksperci, może to doprowadzić do sytuacji, w której już za kilka lat prawie jedna trzecia wszystkich ubezpieczeń na życie będzie w naszym kraju sprzedawana przez bankowe kanały dystrybucji.

## 6. Bibliografia

### Wydawnictwa zwarte:

1. Śliperski M., *Bancassurance w Unii Europejskiej i w Polsce*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa 2001.
2. Śliperski M., *Bancassurance – związki bankowo-ubezpieczeniowe*, Difin, Warszawa 2002.

### Raporty i analizy branżowe:

1. *Bancassurance across the globe*, SCOR technical Newsletters, No. 10, February 2003.
2. Mierzwiński B., (Kredyt Bank SA), prezentacja „Unit linked products – przyszłość współpracy bankowo-ubezpieczeniowej”, wygłoszona podczas konferencji „Bancassurance – alianse bankowo-ubezpieczeniowe”, Warszawa 21–22 lutego 2006 r.
3. Rada Monitoringu Społecznego, red. J. Czapiński, T. Panek, *Diagnoza społeczna 2005. Warunki i jakość życia Polaków*, Wyższa Szkoła Finansów i Zarządzania w Warszawie, Warszawa 25 września 2006 r.
4. Reed R., *Europe and Bancassurance*, „Cross Currents”, Ernst & Young, Issue 22, Summer 2005.

### **Artykuły prasowe i okolicznościowe:**

1. Brokerzy i bankowcy, „Miesięcznik Ubezpieczeniowy”, wrzesień 2005.
2. Brzeziński T., Ryzykowny eksperyment BRE Banku, „Puls Biznesu”, Nr 114, 13 czerwca 2006.
3. Brzeziński T., Ubezpieczenia. Bancassurance zapewniło 3–3,5 mld składek, „Puls Biznesu”, 31 maja 2006.
4. Dygas M., Kreowanie boomu, „Gazeta Bankowa” z 22–28 maja 2006.
5. Iskra J., KBC liczy w Polsce na bancassurance, „Parkiet”, Nr 136, 14 czerwca 2006.
6. Kowalewski O., Grupy bankowo-ubezpieczeniowe: definicja, historia rozwoju, przyczyny powstawania, „Bank i Kredyt”, Nr 10, 1999.
7. Krajewski J., Atrakcyjny bancassurance, „Głos Banków Spółdzielczych”, Nr 3 (116), marzec 2005.
8. Michałowski W., Oleksiewicz M., Hiszpańska strategia, „Gazeta Bankowa” z 29 maja–4 czerwca 2006.
9. Wolski A., Złoty czas bancassurance, „Gazeta Bankowa” z 10–16 października 2006.

### **Materiały internetowe:**

1. Analitycy chwają pomysł BRE, „Dziennik Ubezpieczeniowy”, Nr 114 (1512), 14 czerwca 2006 (publikacja elektroniczna przesyłana na adres e-mail).
2. Lach A., Więcej ubezpieczeń, więcej problemów, „Dziennik Ubezpieczeniowy”, Nr 87 (1485), 8 maja 2006 (publikacja elektroniczna przesyłana na adres e-mail).
3. Ostra wojna cenowa na rynku kart, kredytów i rachunków, „Gazeta Prawna”, 28 października 2005, publikacja elektroniczna na stronie: [www.gazetaprawna.pl](http://www.gazetaprawna.pl)
4. Przed bancassurance jeszcze dużo do zrobienia, „Dziennik Ubezpieczeniowy”, Nr 237 (1386), 13 grudnia 2005 (publikacja elektroniczna przesyłana na adres e-mail).
5. Rynek bancassurance: 3 mld zł, Flesz, „Dziennik Ubezpieczeniowy”, Nr 229 (1386), 1 grudnia 2005 (publikacja elektroniczna przesyłana na adres e-mail).
6. Warta i Kredyt Bank łączą działy, „Dziennik Ubezpieczeniowy”, Nr 114 (1512), 14 czerwca 2006 (publikacja elektroniczna przesyłana na adres e-mail).

Piotr Paweł Mędrzak  
Szkoła Główna Handlowa

## **Przestrzenna mobilność siły roboczej w Polsce w aspekcie międzywojewódzkim, a teoria optymalnych obszarów walutowych**

### **1. Wprowadzenie**

Zagadnienie podjęte w niniejszej publikacji mieści się w zakresie problematyki integracji walutowej, a w szczególności w ramach Unii Gospodarczej i Walutowej. Jest elementem szerszych badań prowadzonych przez autora, które dotyczą teorii optymalnych obszarów walutowych oraz polityki gospodarczej w Polsce w perspektywie członkostwa w strefie euro.

Głównymi celami pracy są:

- 1) dokonanie syntezy teorii optymalnych obszarów walutowych (OOW) w aspekcie kryteriów wynikających z tejże teorii, ze szczególnym uwzględnieniem mobilności czynników produkcji;
- 2) analiza problemu mobilności czynników produkcji w ramach ustaleń wynikających z teorii OOW;
- 3) zbadanie mobilności siły roboczej w Polsce w aspekcie międzywojewódzkim, w świetle wniosków płynących z teorii OOW.

Część syntetyczno-analityczna jest oparta na teoriach optymalnych obszarów walutowych, z uwzględnieniem prac Roberta Mundella, Ronalda McKinnona, Petera Kenena oraz Herberta Grubela. Następnie zostanie zbadana mobilność siły roboczej w Polsce w aspekcie międzywojewódzkim, która może odgrywać istotną rolę w perspektywie włączenia Polski do Unii Gospodarczej i Walutowej (UGW).

Mobilność siły roboczej w rozpatrywanym tu zakresie jest częścią mechanizmu dostosowawczego, jakim jest mobilność czynników produkcji. Mechanizm ten zapewnia dostosowanie po wystąpieniu szoku popytowego o charakterze asymetrycznym. Szoki tego rodzaju mogą stanowić poważne zagrożenie dla sprawnego funkcjonowania UGW.

## 2. Mobilność siły roboczej w zakresie tworzenia, funkcjonowania i powiększania obszaru walutowego

Jednym z aspektów teorii optymalnych obszarów walutowych (OOW) jest poszukiwanie kryteriów, jakie powinien spełniać dany obszar walutowy, aby był optymalny. Za obszar walutowy uznaje się obszar jednawalutowy albo taki, w którym cyркуluje wiele walut powiązanych wzajemnie kursami sztywnymi (w dalszej części pracy będzie rozpatrywany przypadek obszaru jednawalutowego). Natomiast do określenia pojęcia optymalności obszaru walutowego zostanie zastosowana definicja Herberta Grubela, według którego: *optymalny obszar walutowy to związek pomiędzy regionami lub krajami, który poprawia dobrobyt ludności zamieszkującej na tym terytorium, powyżej poziomu osiągniętego wtedy, gdy każdy z tych regionów lub krajów stanowił oddzielny obszar walutowy*<sup>1</sup>.

Twórcy teorii OOW wyróżnili trzy kryteria, jakimi powinien charakteryzować się dany obszar walutowy, aby mógł zostać uznany za optymalny. Są to:

- 1) kryterium R. Mundella – mobilność czynników produkcji<sup>2</sup>;
- 2) kryterium R. McKinnona – stopień otwartości gospodarek krajów wchodzących w skład obszaru walutowego na wzajemną wymianę handlową<sup>3</sup>;
- 3) kryterium P. Kenena – dywersyfikacja produkcji w danej gospodarce<sup>4</sup>.

Analiza w ramach teorii OOW prowadzona jest przy założeniu całkowitej sztywności w dół cen i płac. Uchylając to założenie, można wyróżnić czwarte kryterium OOW, jakim jest elastyczność cen i płac.

Mobilność czynników produkcji oraz elastyczność cen i płac w świetle teorii OOW stanowią mechanizmy dostosowawcze po wystąpieniu szoków popytowych o charakterze asymetrycznym<sup>5</sup>.

Kolejne kryterium, wyszczególnione przez R. McKinnona, koncentruje się na otwartości gospodarek krajów wchodzących w skład obszaru walutowego na wzajemną wymianę handlową. Kraje o znacznym stopniu otwartości na wzajemną wymianę handlową powinny utworzyć obszar walutowy, ponieważ im otwartość gospodarki większa, tym kurs walutowy odgrywa coraz mniejszą rolę jako mechanizm przywracania równowagi zewnętrznej. Im bardziej gospodarka otwarta na

<sup>1</sup> H. Grubel, The Theory of Optimum Currency Areas, „Canadian Journal of Economics”, 1970, s. 319.

<sup>2</sup> R. Mundell, A Theory of Optimum Currency Areas, „American Economic Review”, Vol. 51, 1961, No. 4, s. 657–665.

<sup>3</sup> R. McKinnon, Optimum currency areas, „American Economic Review”, Vol. 53, 1963, No. 3, s. 715–725.

<sup>4</sup> P. Kenen, The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View, w: Mundel and Swoboda red., Monetary Problems of International Economy University of Chicago Press, 1969.

<sup>5</sup> Charakterystyka tego rodzaju szoków zostanie przedstawiona w dalszej części pracy.

wymianę handlową, tym bardziej zmiany kursu walutowego oddziałują na ogólny poziom cen, co osłabia realną zmianę kursu walutowego<sup>6</sup>.

Dywersyfikacja produkcji jako kryterium wyróżnione przez P. Kenena stanowi barierę zabezpieczającą przed wystąpieniem zewnętrznego szoku popytowego, a także mechanizm osłabiający jego siłę, w przypadku gdy taki szok wystąpi w gospodarce.

Wymienione kryteria są istotne zarówno w trakcie tworzenia obszaru walutowego, jego funkcjonowania, jak i powiększania. Mogą być rozpatrywane na poziomie całego obszaru walutowego, a także w przypadku jego powiększania, na poziomie potencjalnych członków tego obszaru.

Gdy omawiane kryteria optymalnego obszaru walutowego nie są spełnione, to według ustaleń teorii OOW nie można uznać tego obszaru za optymalny. Jednak nie wykluczają się one wzajemnie, z czego wynika, że im więcej kryteriów będzie spełnione i w im większym stopniu, tym dany obszar walutowy będzie zmierzał do optymalności<sup>7</sup>.

Mobilność czynników produkcji (pracy i kapitału) została wyszczególniona przez R. Mundella, który skoncentrował swoje rozważania na mobilności w aspekcie przestrzennym. Dodatkowo kryterium to zostało uzupełnione przez R. McKinnona o mobilność międzybranżową, a także przez P. Kenena, który zaakcentował międzyzawodową mobilność siły roboczej<sup>8</sup>.

Mobilność czynników produkcji jest jednym z mechanizmów dostosowawczych po wystąpieniu szoku popytowego o charakterze asymetrycznym. Szok tego typu polega na przesunięciu popytu z dóbr produkowanych w jednych krajach lub regionach, wchodzących w skład danego obszaru walutowego, na dobra produkowane w innych krajach lub regionach tego obszaru. Przy założeniu sztywności cen i płac w dół, pełnego wykorzystania zdolności wytwórczych, równowagi zewnętrznej pomiędzy krajami lub regionami danego obszaru walutowego, skutkiem wystąpienia tego rodzaju szoku będzie spadek produkcji i, w efekcie, presja na wzrost bezrobocia oraz pogorszenie bilansu płatniczego w krajach lub regionach deficytowych, w których popyt się zmniejszył, oraz wzrost produkcji, a w rezultacie presja inflacyjna i polepszenie bilansu płatniczego w krajach lub regionach nadwyżkowych, gdzie nastąpił wzrost popytu.

Bank centralny może w tej sytuacji zastosować ekspansywną politykę pieniężną, która wzmocni presję inflacyjną w krajach lub regionach nadwyżkowych,

<sup>6</sup> McKinnon określał stopień otwartości gospodarki jako stosunek dóbr wymiennalnych do niewymiennalnych.

<sup>7</sup> W dalszej części publikacji autor skoncentruje się na jednym z kryteriów OOW, mianowicie mobilności czynników produkcji, a szczególnie siły roboczej.

<sup>8</sup> R. McKinnon, *Optimum currency...*, *op. cit.*, No. 3, s. 715–725; P. Kenen, *The Theory of Optimum...*, *op. cit.*

ale jednocześnie spowoduje spadek bezrobocia w krajach lub regionach deficytowych. Wzrost popytu na skutek szoku popytowego o charakterze asymetrycznym w kraju nadwyżkowym spowoduje wzrost inflacji, a ekspansywna polityka pieniężna dodatkowo wzmocni presję inflacyjną. Jeżeli jednak bank centralny zastosuje restrykcyjną politykę pieniężną w celu osłabienia presji inflacyjnej w krajach lub regionach nadwyżkowych, to ciężar dostosowań po wystąpieniu szoku spadnie na kraj deficytowy (wystąpi połączenie restrykcji monetarnej ze spadkiem popytu). W tej sytuacji istotną rolę może odegrać jeden z mechanizmów dostosowawczych, jakim jest mobilność czynników produkcji.

Gdy występuje mobilność czynników produkcji w ramach obszaru walutowego nastąpi ich przemieszczenie pomiędzy krajami lub regionami deficytowymi a krajami lub regionami nadwyżkowymi, co według ustaleń teorii OOW zapewni dostosowanie.

Drugim mechanizmem dostosowawczym jest spadek cen i płac w krajach oraz regionach deficytowych, gdy występuje ich elastyczność w dół<sup>9</sup>.

W świetle teorii OOW wyróżnić można **trzy skrajne możliwości** dostosowania po wystąpieniu szoku popytowego o charakterze asymetrycznym, w zakresie mobilności czynników produkcji:

**Pierwsza możliwość** – przy założeniu całkowitego braku mobilności kapitału przemieszcza się tylko siła robocza z krajów lub regionów deficytowych do nadwyżkowych. W tym przypadku największą rolę odgrywa mobilność przestrzenna siły roboczej w ramach obszaru walutowego. Istotna jest także mobilność międzybranżowa i międzyzawodowa.

Dzięki przemieszczeniu się siły roboczej słabnie presja na wzrost bezrobocia w kraju deficytowym oraz presja inflacyjna w kraju nadwyżkowym. Dodatkowo poprawia się sytuacja w zakresie równowagi zewnętrznej, gdyż wraz z przemieszczaniem się siły roboczej z kraju lub regionu deficytowego do nadwyżkowego przesunięciu ulega także popyt zgłaszany przez migrujących. Poprawia się wtedy saldo wymiany handlowej pomiędzy tymi krajami lub regionami.

**Druga możliwość** – przy założeniu, że siła robocza charakteryzuje się całkowitą niemobilnością przestrzenną pomiędzy krajami lub regionami przemieszcza się tylko kapitał z krajów lub regionów nadwyżkowych do deficytowych. W tej sytuacji w zakresie siły roboczej największą rolę odgrywa mobilność międzybranżowa i międzyzawodowa, ale także mobilność przestrzenna w ramach danego kraju lub regionu, do którego napływa kapitał. Kapitał może przepływać w formie inwestycji bezpośrednich oraz pośrednich poprzez rynek kapitałowy.

<sup>9</sup> W niniejszej publikacji ten mechanizm dostosowawczy nie będzie szczegółowo omawiany.

W wyniku przemieszczania się kapitału słabnie presja na wzrost bezrobocia w kraju deficytowym oraz presja inflacyjna w kraju nadwyżkowym. Poprawie ulegnie także saldo bilansu płatniczego, ponieważ do kraju deficytowego napływa kapitał oraz zmniejsza się import, gdyż popyt na dobra produkowane w kraju nadwyżkowym przesunie się do deficytowego, gdzie zostanie uruchomiona produkcja tych dóbr.

**Trzecia możliwość** – przy założeniu niemobilności kapitału i siły roboczej pomiędzy krajami lub regionami następuje wykorzystanie kapitału kraju, w którym nastąpił negatywny szok asymetryczny do rozwijania produkcji dóbr, na które zwiększył się popyt w kraju nadwyżkowym. W tej sytuacji dużą rolę odgrywa mobilność przestrzenna siły roboczej oraz międzybranżowa i międzyzawodowa w kraju deficytowym.

W wyniku rozwijania produkcji dóbr w kraju deficytowym, na które wzrósł popyt w kraju nadwyżkowym, nastąpi przesunięcie popytu na te dobra do kraju deficytowego, dzięki czemu osłabnie presja inflacyjna w kraju nadwyżkowym oraz presja na wzrost bezrobocia w kraju deficytowym (bezrobocie będzie się zmniejszać). Poprawi się także stan równowagi zewnętrznej pomiędzy tymi krajami.

W rzeczywistości mogą występować stany pośrednie, w których następuje przepływ kapitału i siły roboczej pomiędzy krajami nadwyżkowym i deficytowym, a także wykorzystywany jest kapitał kraju deficytowego.

Mobilność czynników produkcji oraz elastyczność cen i płac stanowią mechanizmy działające niejako automatycznie po wystąpieniu szoku popytowego o charakterze asymetrycznym. Negatywne skutki działania tego rodzaju szoku mogą zostać także złagodzone poprzez aktywną politykę fiskalną (zwiększenie deficytu albo zmniejszenie nadwyżki budżetowej). O wykorzystaniu takiej możliwości wspomina w swojej pracy P. Kenen<sup>10</sup>.

Dodatkowym problemem jest symetryczność szoku. Szok doskonale symetryczny musiałby dotknąć wszystkie regiony danego obszaru walutowego, w tym samym stopniu co wyklucza występowanie różnic pomiędzy regionami w zakresie m.in. struktury produkcji, zatrudnienia, kierunków wymiany handlowej. Gdy zróżnicowanie występuje to każdy szok będzie w różnym stopniu asymetryczny, co podnosi wagę omawianych mechanizmów dostosowawczych.

### **3. Przestrzenna mobilność siły roboczej w Polsce w świetle teorii optymalnych obszarów walutowych**

Według ustaleń teorii OOW należy założyć, że głównymi czynnikami motywującymi siłę roboczą do przemieszczania się (szczególnie w aspekcie mobilności przestrzennej) jest zróżnicowanie poziomów bezrobocia i płac pomiędzy krajami

<sup>10</sup> P. Kenen, *The Theory of Optimum...*, *op. cit.*

lub regionami deficytowymi, a nadwyżkowymi. Wysokie bezrobocie, niska płaca to czynniki wypychające migrantów, natomiast niskie bezrobocie i wysoka płaca powinny przyciągać potencjalnych migrantów. Jest to mocne założenie, gdyż pomijane są pozostałe czynniki wpływające na mobilność siły roboczej (np. różnice kulturowe, bariery językowe, różnice instytucjonalne). Niektóre z wymienionych czynników osłabiających mobilność siły roboczej mogą zostać przełamane poprzez wykorzystanie aktywnej polityki gospodarczej w istotnych dla rozpatrywanego zjawiska obszarach.

Mobilność międzywojewódzka siły roboczej w Polsce może odgrywać istotną rolę w perspektywie członkostwa w UGW. W związku z tym autor zbadał mobilność siły roboczej w Polsce w wybranym zakresie w świetle wniosków wynikających z teorii OOW. Celem badań było ustalenie, czy istnieje jakaś zależność pomiędzy migracjami ludności a różnicowaniami bezrobocia i płac między województwami.

W pierwszej części tego rozdziału autor zaprezentował kształtowanie się poziomów bezrobocia i płac w Polsce w latach 1999–2004, a także ich zróżnicowanie i zależność korelacyjną pomiędzy tymi dwoma zmiennymi. Miało to na celu ustalenie, czy zróżnicowanie płac i bezrobocia w Polsce, jako czynniki motywujące do migracji w świetle ustaleń teorii OOW, wzmacniają się wzajemnie (nastąpiło by to w sytuacji, gdyby korelacja pomiędzy płacami i bezrobociem była silnie ujemna). Do badań wykorzystano dane publikowane w rocznikach statystycznych przez Główny Urząd Statystyczny w Warszawie.

Następnie zbadano kształtowanie się mobilności siły roboczej w Polsce w latach 1999–2004 w świetle teorii OOW. Najpierw dokonano selekcji województw, wybierając te, w których stopa bezrobocia w województwie, z którego odpływali migranci, była wyższa od stopy bezrobocia w województwie, do którego migranci napływali. W przypadku płac przeciętnych wybrano województwa, w których płaca taka w województwie, z którego odpływali migranci, była wyższa od płacy przeciętnej w województwie, do którego napływali migranci.

W wybranych województwach zmierzono udział w napływie migracyjnym w całkowitym napływie do poszczególnych województw. Obliczeń dokonano według następującej formuły:

$$NU(i) = \frac{NI(j)}{NL(i)},$$

gdzie:

$NU(i)$  – udział w napływie migracyjnym do danego województwa,

$NI(j)$  – liczba migrantów z województwa, z którego napływali migranci,

$NL(i)$  – całkowity napływ migracyjny do danego województwa.



W przypadku odpływu migracyjnego formuła przyjmuje postać:

$$OU(i) = \frac{OI(j)}{OL(i)},$$

gdzie:

$OU(i)$  – udział w odpływie migracyjnym z danego województwa,

$OI(j)$  – liczba migrantów, którzy odpłynęli do poszczególnych województw,

$OL(i)$  – całkowity odpływ migracyjny w danym województwie.

Kolejnym krokiem jest wyliczenie różnic pomiędzy poziomami stóp bezrobocia i płac przeciętnych w wybranych województwach:

$$RB(i) = b(i) - b(j),$$

gdzie:

$RB(i)$  – różnice w poziomach stóp bezrobocia między województwami, z których napływali migranci, a województwami, które były celem napływu migracyjnego,

$b(i)$  – stopa bezrobocia w województwie, z którego napływali migranci,

$b(j)$  – stopa bezrobocia w województwie, do którego napływali migranci.

$b(i) > b(j)$

$$RP(i) = p(i) - p(j),$$

gdzie:

$RP(i)$  – różnice w poziomach płac przeciętnych między województwami, z których napływali migranci, a województwami, do których napływali,

$p(i)$  – płaca przeciętna w województwie, z którego napływali migranci,

$p(j)$  – płaca przeciętna w województwie, do którego napływali migranci,

$p(i) < p(j)$

Następnie zbadano zależność korelacyjną pomiędzy:

- udziałami w napływie migracyjnym w całkowitym napływie do poszczególnych województw  $NU(i)$  a różnicami między poziomami stóp bezrobocia/płac przeciętnych w województwach, z których napłynęli migranci, i stopami bezrobocia/płacami przeciętnymi w województwach, do których napływali migranci ( $RB(i)/RP(i)$ ),
- udziałami w odpływie migracyjnym w całkowitym odpływie z poszczególnych województw  $OU(i)$  a różnicami między poziomami stóp bezrobocia/płac przeciętnych w województwach, z których napłynęli migranci, i stopami bezrobocia/płacami przeciętnymi w województwach, do których napływali migranci ( $RB(i)/RP(i)$ ).

Z uwagi na różnice w sposobie prezentowania przez GUS wymaganych do badań danych statystycznych, oddzielnie zostały rozpatrzone migracje na pobyt stały i czasowy<sup>11</sup>.

Tabela 1 pokazuje poziom stóp bezrobocia oraz płac przeciętnych, ich zróżnicowanie w aspekcie międzywojewódzkim, zależność korelacyjną pomiędzy tymi zmiennymi, zależność korelacyjną pomiędzy liczbą ludności w wieku produkcyjnym w danym województwie a stopami bezrobocia i płac przeciętnych, zależność korelacyjną pomiędzy udziałami w napływie/odpływie migrantów do poszczególnych województw w całkowitym napływie/odpływie do danego województwa a różnicami między poziomami stóp bezrobocia/płac przeciętnych w województwach, z których napłynęli migranci, a stopami bezrobocia/płacami przeciętnymi w województwach, do których napływali migranci.

**Tabela 1. Wyniki badań dotyczące międzywojewódzkiej mobilności siły roboczej w Polsce, w latach 1999–2004**

Wyszczególnienie	Rok					
	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Bezrobocie						
Polska	12,2%	14,2%	16,4%	17,8%	18,5%	19,5%
Odchylenie standardowe <sup>a</sup>	3,3%	3,6%	4,1%	4,5%	4,6%	4,4%
Współczynnik zmienności	25,0%	23,4%	23,4%	23,4%	23,3%	21,2%
Płace						
Polska	1707,078	1923,983	2062,688	2134,678	2201,638	2309,523
Odchylenie standardowe <sup>b</sup>	183,2	231,3	252,6	248,6	255,1	272,2
Współczynnik zmienności	11,2%	12,3%	12,4%	11,9%	11,7%	11,9%
Współczynnik korelacji płace/bezrobocie	-0,48193	-0,47201	-0,37997	-0,3287	-0,33857	-0,39585
Współczynnik korelacji ludność w wieku produkcyjnym w województwie/stopa bezrobocia	-0,6354	-0,5960	-0,5387	-0,5066	-0,5062	-0,56418
Współczynnik korelacji ludność w wieku produkcyjnym w województwie/płace przeciętne	0,7756	0,7611	0,7434	0,7741	0,7809	0,78473

<sup>11</sup> Dane statystyczne dotyczące migracji na pobyt stały są prezentowane przez GUS jako migracje ludności w wieku produkcyjnym na pobyt stały według poprzedniego i obecnego województwa zamieszkania, natomiast w przypadku migracji na pobyt czasowy (ponad 2 miesiące) jest to ludność zameldowana na pobyt czasowy (ponad 2 miesiące według województw stałego i czasowego zameldowania).

cd. tabeli 1

Wyszczególnienie	Rok					
	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Współczynnik korelacji $NU(i)/RB(i)^c$	0,066635 <sup>d</sup> 0,0072 <sup>e</sup>	-0,0536 0,0789	0,02755 0,10598	-0,05482 0,040985	-0,04888 -0,10953	-0,01948 0,08767
Współczynnik korelacji $OU(i)/RB(i)^c$	0,14492 <sup>d</sup> -0,01235 <sup>e</sup>	0,087353 -0,021494	0,02556 0,005321	-0,05008 -0,07356	-0,06283 -0,10556	0,010955 -0,02182
Współczynnik korelacji $NU(i)/RP(i)^c$	-0,14768 <sup>d</sup> 0,02864 <sup>e</sup>	-0,13156 0,06258	-0,16009 0,054762	-0,15545 0,013804	-0,14297 0,03941	-0,14198 0,055776
Współczynnik korelacji $OU(i)/RP(i)^c$	-0,5043 <sup>d</sup> -0,29091 <sup>e</sup>	-0,54465 -0,27118	-0,5619 -0,27714	-0,56403 -0,28025	-0,61341 -0,27842	-0,59282 -0,28616

**Współczynnik korelacji  $NU(i)/RB(i)$**  – udział w napływie migracyjnym w całkowitym napływie do danego województwa  $NU(i)$ /(stopa bezrobocia w województwie, z którego napływali migranci – stopa bezrobocia w województwie, do którego napływali migranci)  $RB(i)$ ;

**Współczynnik korelacji  $OU(i)/RB(i)$**  – udział w odpływie migracyjnym w całkowitym odpływie z danego województwa  $OU(i)$ /(stopa bezrobocia w województwie, z którego napływali migranci – stopa bezrobocia w województwie, do którego napływali migranci)  $RB(i)$ ;

**Współczynnik korelacji  $NU(i)/RP(i)$**  – udział w napływie migracyjnym w całkowitym napływie do danego województwa  $NU(i)$ /(płaca przeciętna w województwie, z którego napływali migranci – płaca przeciętna w województwie, do którego napływali migranci)  $RP(i)$ ;

**Współczynnik korelacji  $OU(i)/RP(i)$**  – udział w odpływie migracyjnym w całkowitym odpływie z danego województwa  $OU(i)$ /(płaca przeciętna w województwie, z którego napływali migranci – płaca przeciętna w województwie, do którego napływali migranci)  $RP(i)$ ;

Zależność korelacyjna zbadana współczynnikiem korelacji Pearsona.

<sup>a</sup> – do obliczenia odchylenia standardowego i współczynnika zmienności wykorzystano uśrednione dane dotyczące stóp bezrobocia w województwach z 3, 6, 9 i 12 miesiąca danego roku według stanów na ostatni dzień miesiąca;

<sup>b</sup> – do obliczenia odchylenia standardowego i współczynnika zmienności wykorzystano uśrednione dane dotyczące plac przeciętnych w poszczególnych województwach z 3, 6, 9 i 12 miesiąca danego roku według stanów na ostatni dzień miesiąca;

<sup>c</sup> – do obliczenia współczynników korelacji zostały wybrane województwa, w których:

– stopa bezrobocia w województwie, z którego odpływali migranci, była wyższa od stopy bezrobocia w województwie, do którego miał miejsce napływ migracyjny;

– płaca przeciętna w województwie, z którego odpływali migranci, była wyższa od płacy przeciętnej województwie, do którego miał miejsce napływ migracyjny;

<sup>d</sup> – migracje na pobyt stały;

<sup>e</sup> – migracje na pobyt czasowy.

Źródło: obliczenia własne na podstawie roczników statystycznych GUS: Bezrobocie rejestrowane w 1999, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004 roku; Zatrudnienie i wynagrodzenia w gospodarce narodowej w I–IV kwartale lat 1999, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004; rocznik statystyczny województw za lata 1999, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004; rocznik demograficzny za lata 1999, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004.

Z danych zamieszczonych w tabeli 1 wynika, że:

- 1) w latach 1999–2004 nastąpił znaczny wzrost poziomu bezrobocia w Polsce z 12,2% w 1999 roku do 19,5% w 2004 roku. Bezrobocie charakteryzowało się znacznym zróżnicowaniem międzywojewódzkim. Współczynnik zmienności kształtował się w granicach 25–21,2%. Spadek zmienności

poziomu bezrobocia w rozpatrywanym okresie był spowodowany wzrostem stopy bezrobocia, ponieważ zróżnicowanie mierzone odchyleniem standardowym zwiększyło się;

- 2) w latach 1999–2004 wystąpił wzrost płac przeciętnych w Polsce z 1707,08 zł w 1999 roku do 2309,52 zł w 2004 roku. Zróżnicowanie międzywojewódzkie płac było stosunkowo niskie. Współczynnik zmienności kształtował się na poziomie 11%;
- 3) zależność korelacyjna między poziomem bezrobocia i płac w województwach była ujemna, chociaż siła tej zależności była stosunkowo niska;
- 4) w omawianym okresie występowała umiarkowana zależność pomiędzy wielkością województwa, mierzoną liczbą zamieszkałej ludności w wieku produkcyjnym, poziomem bezrobocia i płac. Wynika z tego, że województwa większe charakteryzowały się relatywnie niższymi stopami bezrobocia i wyższymi płacami przeciętnymi;
- 5) w badanym okresie praktycznie nie występowała zależność korelacyjna pomiędzy udziałami w napływie migracyjnym do poszczególnych województw a różnicami między stopami bezrobocia w województwach, z których napłynęli migranci, a województwami, które były celem napływu migracyjnego. Brak zależności korelacyjnej wystąpił także pomiędzy udziałami w napływie migracyjnym do poszczególnych województw a różnicami między płacami przeciętnymi w województwach, z których napłynęli migranci, i województwami, które były celem napływu migracyjnego. Podobna sytuacja występowała w przypadku odpływów migracyjnych, ponieważ praktycznie brak było zależności korelacyjnej pomiędzy udziałami w odpływie migracyjnym z poszczególnych województw a różnicami między stopami bezrobocia w województwach, z których napłynęli migranci, a województwami, które były celem napływu migracyjnego.

Wyjątek stanowią:

- wyraźna, choć niska, ujemna zależność korelacyjna pomiędzy udziałami w odpływie migracyjnym z poszczególnych województw a różnicami między poziomami płac przeciętnych w województwach, z których napłynęli migranci, i płacami przeciętnymi w województwach, do których napływali migranci (w przypadku migracji na pobyt czasowy),
- umiarkowana ujemna zależność korelacyjna pomiędzy udziałami w odpływie migracyjnym z poszczególnych województw a różnicami między poziomami płac przeciętnych w województwach, z których napłynęli migranci, i płacami przeciętnymi w województwach, do których napływali migranci (w przypadku migracji na pobyt stały).

Z przedstawionych zależności wynika, że siła robocza w Polsce w aspekcie międzywojewódzkim w świetle wniosków teorii OOW jest niemobilna. Wyjątki opisane powyżej nie mają wpływu na końcowy wniosek o niemobilności siły roboczej. Uznanie różnicy płac przeciętnych pomiędzy województwami za czynnik motywujący siłę roboczą do przemieszczania się mogłoby nastąpić tylko w przypadku, gdyby występowała zależność korelacyjna pomiędzy udziałami w napływach i odpływach migracyjnych a różnicami płac pomiędzy województwami.

#### 4. Podsumowanie

W świetle wniosków wynikających z teorii optymalnych obszarów walutowych istotną rolę może odgrywać mobilność międzywojewódzka siły roboczej, która jest częścią mechanizmu dostosowawczego, jakim jest mobilność czynników wytwórczych.

Zaprezentowane wyniki badań, dotyczące mobilności międzywojewódzkiej siły roboczej w Polsce w latach 1999–2004, pokazują, że o migracjach międzywojewódzkich decydują inne czynniki niż zróżnicowanie stóp bezrobocia i płac przeciętnych między województwami. Istotne znaczenie może odgrywać niedopasowanie strukturalne podaży pracy z popytem na nią, wysoki poziom bezrobocia w Polsce, bariery instytucjonalne, wysokie koszty zmiany miejsca zamieszkania. Wynika z tego, że w świetle ustaleń teorii optymalnych obszarów walutowych siła robocza w Polsce jest niemobilna w aspekcie międzywojewódzkim.

Wyjątki, w których występowała niska i umiarkowana ujemna zależność korelacyjna pomiędzy udziałami w odpływie migracyjnym w całkowitym odpływie z poszczególnych województw  $OU(i)$  a różnicami między poziomami płac przeciętnych w województwach, z których napłynęli migranci, i stopami płacami przeciętnymi w województwach, do których napływali migranci  $RP(i)$ , w przypadku migracji na pobyt czasowy i stały nie świadczy, że płace przeciętne są czynnikiem motywującym siłę roboczą do przemieszczania między województwami. Zależności te mają charakter przypadkowy, ponieważ nie ma zależności korelacyjnej pomiędzy udziałami w napływie migracyjnym w całkowitym napływie do poszczególnych województw  $NU(i)$  a różnicami między poziomami płac przeciętnych w województwach, z których napłynęli migranci, i płacami przeciętnymi w województwach, do których napływali migranci  $RP(i)$ .

Jednym z czynników przyczyniających się do kształtowania opisanego zjawiska jest stosunkowo wysokie zróżnicowanie stóp bezrobocia i niskie zróżnicowanie płac przeciętnych, co świadczy o tym, że występują województwa, które charakteryzują się relatywnie wysokim poziomem bezrobocia i płac. Potwierdza to stosunkowo słaba zależność korelacyjna między poziomem płac przeciętnych

i stóp bezrobocia w poszczególnych województwach. Świadczy to o tym, że czynniki motywujące siłę roboczą do przemieszczania się w świetle ustaleń teorii OOW nie wzmacniają się wzajemnie. Dodatkowo może występować szereg barier instytucjonalnych, które powodują, że zróżnicowanie stóp bezrobocia i płac nie są głównymi czynnikami, na podstawie których migranci podejmują decyzje o zmianie miejsca zamieszkania w aspekcie międzywojewódzkim.

## 5. Bibliografia

1. Borowiec J., Unia ekonomiczna i monetarna: historia, podstawy teoretyczne, polityka, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 2001.
2. Borowski J., Polska i UGW: optymalny obszar walutowy?, Materiały i Studia NBP, Nr 115, Warszawa 2000.
3. Grubel H., The Theory of Optimum Currency Areas, „Canadian Journal of Economics”, 1970, s. 319.
4. Kenen P., The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View, w: Mundel i Swoboda red., Monetary Problems of International Economy University of Chicago Press, 1969.
5. Lutkowski K., Od Złotego do Euro, źródła obaw i nadziei, „Biblioteka Bankowca”, Twigger, Warszawa 2004.
6. McKinnon R., Optimum currency areas, „American Economic Review”, Vol. 53, 1963, No. 3, s. 715–725.
7. Mundell R., A Theory of Optimum Currency Areas, „American Economic Review”, Vol. 51, 1961, No. 4, s. 657–665.

### Dane statystyczne:

1. Główny Urząd Statystyczny, „Bezrobocie Rejestrowane”, roczniki za lata 1999, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004.
2. Główny Urząd Statystyczny, „Zatrudnienie i wynagrodzenia w gospodarce narodowej w I–IV kwartale...”, roczniki za lata 1999, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004.
3. Główny Urząd Statystyczny, „Rocznik Statystyczny Województw”, roczniki za lata 1999, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004.
4. Główny Urząd Statystyczny, „Rocznik Demograficzny”, roczniki za lata 1999, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004.

## Polityka rachunkowości a zarządzanie przedsiębiorstwem

### 1. Wprowadzenie

Motywy, które zainicjowały podjęcie tematu dotyczącego przedstawienia związku pomiędzy polityką rachunkowości a zarządzaniem przedsiębiorstwem, zostały zaczerpnięte bezpośrednio z praktyki działalności gospodarczej. Są to zarówno własne doświadczenia zawodowe autorki artykułu, jak również przeprowadzone z innymi praktykami dyskusje o roli i znaczeniu polityki rachunkowości w przedsiębiorstwie, a także pojawiające się w mediach niepokojące komunikaty na temat nie najlepszej jakości prowadzonej przez przedsiębiorstwa polityki rachunkowości i jej negatywnych konsekwencji.

Ujawnione ostatnio skandale finansowe, manipulacje księgowe i oszustwa w Stanach Zjednoczonych – w Enronie, WorldCom i innych korporacjach – rozszły się głośnym echem w opinii publicznej, zachwiały zaufanie inwestorów giełdowych<sup>1</sup> i jednocześnie unaocznily fakt, że zawodzić może mechanizm stosowania standardów rachunkowości przez przedsiębiorstwa lub nadzór nad tym procesem. W związku z powyższym przypuszcza się, że istnieje luka w zarządzaniu finansami – nieodpowiednio opracowana i/lub nieodpowiednio prowadzona polityka rachunkowości w przedsiębiorstwie, która może spowodować poważne, negatywne konsekwencje, zarówno finansowe, jak i utratę wizerunku i dobrego imienia przedsiębiorstwa oraz zaufania do niego.

Na szczególną uwagę zasługuje fakt, że w wyniku nowelizacji ustawy o rachunkowości<sup>2</sup> wprowadzono do obowiązującego w Polsce prawa bilansowego Międzynarodowe Standardy Rachunkowości (MSR-y). Nowelizacja ustawy dokonała fundamentalnej zmiany w postrzeganiu prawa bilansowego. Rozszerzono definicję polityki rachunkowości o rozwiązania dopuszczone przez MSR-y<sup>3</sup>. Po raz pierwszy w historii polskiego prawa bilansowego, w odniesieniu do określonej

<sup>1</sup> Międzynarodowe i polskie regulacje rachunkowości w praktyce, praca zbior. pod red. nauk. M. Walczaka, Difin, Warszawa 2003, s. 16.

<sup>2</sup> Art. 1. ustawy o zmianie ustawy o rachunkowości oraz o zmianie ustawy o biegłych rewidentach i ich samorządzie z dnia 27 sierpnia 2004 r., Dz.U. z 2004 r., Nr 213 poz. 2155.

<sup>3</sup> Art. 3.1.11 ustawy o rachunkowości z dnia 29 września 1994 r., Dz.U. z 2002 r., Nr 76 poz. 694 z późn. zm.

prawem grupy podmiotów gospodarczych<sup>4</sup>, pojawił się zapis przyznający wyższą rangę międzynarodowemu prawu bilansowemu (MSR-y) niż krajowemu prawu bilansowemu. W ten sposób międzynarodowe prawo bilansowe stało się elementem prawa krajowego i od jego zasad zależy kształt polityki rachunkowości polskiego przedsiębiorcy.

Przeprowadzona przez PricewaterhouseCoopers i Ipsos Mori ankieta wskazała, że: *według europejskich fund menedżerów wprowadzenie Międzynarodowych Standardów Sprawozdawczości Finansowej było ważnym i pozytywnym wydarzeniem dla rynków kapitałowych*<sup>5</sup>. Badaniem objęto 187 fund menedżerów w 17 krajach Europy i zdecydowana większość badanych (79%) stwierdziła, że wprowadzenie nowych standardów rachunkowości było istotnym wydarzeniem dla rynków kapitałowych, a ponad połowa (52%) – iż MSSF miały wpływ na podejmowane przez nich decyzje inwestycyjne<sup>6</sup>. Wyniki badania sugerują, że znaczenie MSR-ów będzie rosło, ponieważ zasady rachunkowości z nich wynikające zapewniają rzetelność i porównywalność danych finansowych prezentowanych w sprawozdaniach finansowych i, tym samym, powodują wzrost zaufania potencjalnych inwestorów do przedstawionych w sprawozdaniach wyników finansowych. W rzeczywistości, to polityka rachunkowości, opracowana na podstawie przepisów prawa bilansowego i konsekwentnie realizowana w przedsiębiorstwie, może sprostać oczekiwaniom inwestorów, tj. zapewnić przygotowanie wysokiej jakości sprawozdania finansowego.

Opierając się na przedstawionych powyżej wątkach, jako problematykę badawczą artykułu wskazuje się rolę i znaczenie polityki rachunkowości dla przedsiębiorstwa i jej wpływ na zarządzanie przedsiębiorstwem.

Artykuł ma na celu pokazanie związku między polityką rachunkowości a zarządzaniem przedsiębiorstwem, a także sformułowanie definicji polityki rachunkowości, za pomocą której przedsiębiorca ma szansę na realizację zadań określonych w obszarze zarządzania finansami przedsiębiorstwa i do których należą przede wszystkim zapewnienie wysokiej jakości sprawozdań finansowych, terminowe dostarczanie przez służby finansowo-księgowe odpowiednio przygotowanych i pogrupowanych (z punktu widzenia potrzeb odbiorców) danych liczbowych, stanowiących podstawę analizy ekonomicznej i do podejmowania decyzji w zakresie zarządzania finansami przedsiębiorstwa, zapewnienie efektywnej i skutecznie działającej (zabezpieczającej przed potencjalnym ryzykiem podatkowym) polityki podatkowej.

<sup>4</sup> *Ibidem*, art. 45.1a.

<sup>5</sup> <http://cfo.cxo.pl/artykuly/51181.html>, 1 maja 2006 r.

<sup>6</sup> *Ibidem*.



## 2. Polityka rachunkowości jako narzędzie wspomagające zarządzanie przedsiębiorstwem

Sformułowanie definicji polityki rachunkowości jest punktem wyjścia do rozważań dotyczących związku między polityką rachunkowości a zarządzaniem.

Zgodnie z definicją podaną w literaturze termin polityka oznacza<sup>7</sup>:

- działalność grupy społecznej, partii uwarunkowana określonymi celami i interesami, mająca na celu zdobycie i utrzymanie władzy,
- cele i zadania takiej działalności, metody realizacji tych zadań,
- zręczne, sprytne układowe działanie w celu osiągnięcia określonych zamierzeń.

Polityka jest to zespół wyznaczonych i realizowanych celów, zmierzających do osiągnięcia zakładanych przez danego przedsiębiorcę wyników, w ustalonym przez niego obszarze (lub obszarach) działalności. Cele takie<sup>8</sup>:

- są konkretyzacją wizji lub misji, ponieważ odnoszą się do rzeczywistości ekonomicznej i organizacyjnej przedsiębiorstwa oraz określonego przedziału czasowego,
- określają pewne, mierzalne, w sposób bezpośredni lub pośredni, stany tej rzeczywistości, które powinny być osiągnięte.

W praktyce cele przedsiębiorstwa są dwójakiego rodzaju: cele wyrażone w sposób liczbowy i cele mające charakter jakościowy, które są wyrażone w sposób opisowy. Obydwa rodzaje celów są ze sobą powiązane za pomocą sprzężenia zwrotnego i należą do celów strategicznych. Cele strategiczne przekształcają wizję lub misję w stany, które ma osiągnąć całe przedsiębiorstwo. Cele wyrażają nie tylko pewien oczekiwany stan, który powinien być osiągnięty, ale również ostateczny termin ich wykonania, jak i osoby odpowiedzialne za realizację celów. Cele wyrażone w sposób liczbowy określają m.in. wymagane finansowe rezultaty działalności gospodarczej przedsiębiorstwa. Realizacja celów finansowych generuje źródła finansowania działalności przedsiębiorstwa. Osiągnięcie celów finansowych to np. powstanie akceptowalnego poziomu zwrotu z kapitału, wielkości dywidendy, ceny akcji i ekonomicznej wartości dodanej. Cele o charakterze jakościowym dotyczą m.in. uzyskania ważnych kompetencji, jakości produktów, innowacji produktowych, poziomu obsługi klientów.

Przedsiębiorca określa cele do osiągnięcia we wszystkich obszarach swojej działalności, tj. m.in. produkcyjne, marketingowe, sprzedażowe, finansowe. Przedsiębiorstwo realizujące wyznaczone cele urzeczywistnia założenia wynika-

<sup>7</sup> Słownik wyrazów obcych PWN, pod red. E. Sobol, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1995, s. 880.

<sup>8</sup> J. Rokita, Zarządzanie strategiczne, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, s. 30.

jące z przyjętej strategii organizacji i tym samym potwierdza, że jest efektywnie prowadzone, czyli skutecznie zarządzane.

Organizacja, która chce odnosić sukcesy na konkurencyjnym rynku, musi posiadać nie tylko dobrą strategię, ale przede wszystkim zdolność do jej rzeczywistej realizacji. Im organizacja większa, tym trudniej to osiągnąć. W praktyce często pojawiają się pytania, w jaki sposób nadać wspólny kierunek działaniom wszystkich jednostek organizacyjnych, jak sprawić, aby pracownicy na wszystkich szczeblach organizacji wykonywali to, co jest optymalne dla całego przedsiębiorstwa, jak zmierzyć stopień realizacji strategii? Wiodące organizacje wykorzystują w tym celu strategiczną kartę wyników (koncepcja Kaplana i Nortona)<sup>9</sup>. Karta wyników umożliwia przełożenie wizji strategicznej na działania operacyjne i cele indywidualne, zrozumiałe dla pracowników na wszystkich poziomach organizacji<sup>10</sup>. W koncepcji Kaplana i Nortona występują cztery perspektywy patrzenia na efektywność przedsiębiorstwa: **finansowa, klienta, procesów wewnętrznych i rozwoju**. Każda z nich jest ważna dla osiągnięcia sukcesu na rynku. Strategiczna karta wyników wymusza zrównoważenie odmiennych, często sprzecznych ze sobą, celów przedsiębiorstwa. Cele finansowe są równoważone i uzgadniane z celami niefinansowymi, długoterminowe z krótkoterminowymi, a wyniki świadczące o przeszłości ze wskaźnikami mówiącymi o przyszłości<sup>11</sup>. W długim okresie jednym z głównych celów przedsiębiorstwa jest m.in. generowanie wyników finansowych dla właścicieli, a strategia organizacji, przełożona na cztery perspektywy, powinna umożliwić ich osiągnięcie. Ustalając cele finansowe, rozważa się na przykład, czy położyć nacisk na wzrost przychodów i udziału w rynku, na redukcję kosztów, na zyskowność, czy też na przepływy pieniężne, jak powinna wyglądać polityka podatkowa przedsiębiorstwa, które narzędzia rachunkowości bilansowej i w jakim zakresie wykorzystać do kształtowania wyniku finansowego, jakie elementy powinny zawierać procedury wewnętrzne przedsiębiorstwa, aby mogły zapewnić płynny obieg dokumentów finansowych, jak też ochronę majątku organizacji. Wszystkie cele w pozostałych perspektywach karty wyników należy ostatecznie powiązać z jednym, lub kilkoma, celami w perspektywie finansowej. W perspektywie klienta jasno określa się segment (segmenty) rynku, w którym przedsiębiorstwo zamierza konkurować. Te segmenty rynku są źródłem przychodów firmy. W perspektywie procesów wewnętrznych identyfikowane są działania i kluczowe procesy dla realizacji celów sformułowanych w perspektywach finan-

<sup>9</sup> R. S. Kaplan, D. P. Norton, *Strategiczna karta wyników*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 11.

<sup>10</sup> *Ibidem*.

<sup>11</sup> *Ibidem*, s. 12.

sowej i klienta. Cele w perspektywie rozwoju tworzą bazę, dzięki której możliwa jest realizacja zamierzeń określonych w pozostałych perspektywach.

Należy jednak postawić pytanie, czy polityka rachunkowości może mieć wpływ na realizację celów strategicznych przedsiębiorstwa? Odpowiedź jest twierdząca. Stać się tak może, ale jedynie pod warunkiem, że polityka rachunkowości nie będzie, egzystującym w przedsiębiorstwie, zbiorem martwych regulacji prawa bilansowego (nie zawsze konsekwentnie stosowanych w praktyce), a zostanie dostrzeżona przez przedsiębiorców jako potencjalne narzędzie wspomagające zarządzanie. Narzędzie, które zapewni zainteresowanym stronom (m.in. zarządom, udziałowcom, potencjalnym inwestorom) zaufanie, co do rzetelności przedstawianych danych finansowych, podlegających analizie, na podstawie których podejmowane są decyzje. Polityka rachunkowości, widziana jako „przewodnik” opisujący sposób postępowania w zakresie zdarzeń gospodarczych występujących w danym przedsiębiorstwie i pełniąca rolę strażnika w egzekwowaniu przestrzegania obowiązujących zasad prawa bilansowego w prowadzeniu rachunkowości, jak i zabezpieczająca przedsiębiorstwo przed różnego rodzaju nadużyciami ze strony czynnika ludzkiego, wspomaga zarządzanie przedsiębiorstwem. Polityka rachunkowości powinna być postrzegana przez przedsiębiorców szerzej niż dotychczas, tj. jako zbiór regulacji prawno-organizacyjnych, stosowanych w przedsiębiorstwie i bieżąco aktualizowanych w odpowiedzi na zachodzące zmiany wewnętrzne (pojawienie się nowych zdarzeń gospodarczych) i zewnętrzne (zmiana regulacji prawnych). W ten sposób polityka rachunkowości stanie się narzędziem wspomagającym cele wynikające ze strategii organizacji, wyznaczone w perspektywie finansowej przedsiębiorstwa. Obserwacje, płynące bezpośrednio z praktyki działalności gospodarczej, pozwalają na sformułowanie stwierdzenia o bagatelizowaniu znaczenia polityki rachunkowości i niedostrzeganiu jej potencjalnej mocy i możliwości wykorzystania w praktyce. W mojej ocenie, w praktyce, polityka rachunkowości jest sprowadzana jedynie do posiadania dokumentu zawierającego numeryczny zakładowy plan i kont (bez podania szczegółowych zasad ewidencji określonych zdarzeń gospodarczych), wzbogaconego o zacytowane ustawowe zasady dotyczące wyceny składników aktywów i pasywów<sup>12</sup>. Tak widziana polityka rachunkowości, w rzeczywistości, spełnia jedynie ustawy wymóg<sup>13</sup> – posiadania polityki rachunkowości. Aby polityka rachunkowości skutecznie pełniła swoją rolę, przedsiębiorstwa powinny nie tylko posiadać, opracowaną w formie pisemnej, politykę rachunkowości, ale również realizować ją w praktyce przez ciągłe i konsekwentne stosowanie zasad wynikających z przyjętej polityki.

<sup>12</sup> Rozdział 4 ustawy o rachunkowości z dnia 29 września 1994 r., Dz.U. z 2002 r., Nr 76 poz. 694 z późn. zm.

<sup>13</sup> *Ibidem*, art. 10.1.

Polityka rachunkowości ma przede wszystkim zapewnić realizację najważniejszego celu, jakim jest zapewnienie wysokiej jakości sprawozdań finansowych – rzetelne przedstawienie sytuacji finansowej jednostki gospodarczej, finansowe wyniki działalności i przepływy środków pieniężnych<sup>14</sup>. Sprawozdanie finansowe o wymaganej jakości to takie, które zostanie przygotowanie według normy (zasady) prawa bilansowego. Ogólnie uznane normy prawa bilansowego zostały zdefiniowane w MSR-ach i większość z nich znajduje swoje odzwierciedlenie w polskiej ustawie o rachunkowości<sup>15</sup>. Według MSR-ów, w przypadku braku standardu bądź interpretacji mających bezpośrednie zastosowanie do danej transakcji, innego zdarzenia lub warunku, kierownictwo jednostki kieruje się osądem przy opracowaniu i stosowaniu zasad (polityki) rachunkowości, co prowadzi do uzyskania informacji, które są<sup>16</sup>:

- 1) przydatne dla użytkowników w procesie podejmowania decyzji gospodarczych,
- 2) wiarygodne, czyli takie, dzięki którym sprawozdanie finansowe:
  - wiernie przedstawia sytuację i wyniki finansowe oraz przepływy pieniężne jednostki,
  - odzwierciedla ekonomiczną treść transakcji, innych zdarzeń i warunków, a nie tylko ich formę prawną,
  - jest obiektywne, czyli bezstronne,
  - jest zgodne z zasadą ostrożnej wyceny,
  - jest kompletne we wszystkich istotnych aspektach.

Według MSR-ów zasady rachunkowości to konkretne zasady, metody, konwencje i praktyki przyjęte przez jednostkę gospodarczą przy sporządzaniu i prezentacji sprawozdań finansowych<sup>17</sup>. W związku z powyższym, polityka rachunkowości powinna szczegółowo określać, w zakładowym planie kont, przede wszystkim te zasady ewidencji zdarzeń gospodarczych, które są charakterystyczne dla danej jednostki gospodarczej, co pozwoli na poprawne i konsekwentne księgowanie operacji gospodarczych na właściwych kontach, a tym samym zapewni dostarczenie wysokiej jakości materiału źródłowego do analiz finansowych, jak i przygotowanie sprawozdania finansowego. Przez politykę rachunkowości (przyjęte zasady) rozumie się wybrane i stosowane przez jednostkę rozwiązania dopuszczone ustawą, w tym także określone w MSR, zapewniające wymaganą jakość sprawozdań finansowych<sup>18</sup>.

<sup>14</sup> <http://www.mf.gov.pl/>, 20 marca 2006 r., MSR, Nr 1, Prezentacja sprawozdań finansowych, par. 13.

<sup>15</sup> S. Kudert, J. Nabiałek, *Opodatkowanie i rachunkowość w Polsce*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000, s. 328.

<sup>16</sup> <http://www.mf.gov.pl/>, 20 marca 2006 r., MSR, Nr 8, Zasady (polityka) rachunkowości, zmiany wartości szacunkowych i korygowanie błędów, par. 10.

<sup>17</sup> *Ibidem*, par. 5.

<sup>18</sup> Art. 3.1.11 ustawy o rachunkowości z dnia 29 września 1994 r., Dz.U. z 2002 r., Nr 76 poz. 694 z późn. zm.

Opierając się na regulacjach prawa bilansowego, dotyczących zagadnienia polityki rachunkowości, możemy stwierdzić, że polityka ta jest opisem obowiązujących w danym przedsiębiorstwie zasad rachunkowości, w tym metod wyceny aktywów i pasywów oraz pomiaru wyniku finansowego<sup>19</sup>, sposobu sporządzania sprawozdania finansowego w zakresie, w jakim ustawodawca pozostawia jednostce prawo wyboru<sup>20</sup>, a także, w razie braku szczegółowych wymogów w prawie bilansowym, opracowania zasad postępowania gwarantujących, iż sprawozdanie finansowe będzie wiarygodne i przydatne dla użytkowników w procesie podejmowania decyzji gospodarczych<sup>21</sup>. Polityka rachunkowości powinna zawierać opis elementów, które wywierają istotny wpływ na sytuację majątkową, finansową i wynik finansowy jednostki, do których zalicza się<sup>22</sup>:

- określenie roku obrotowego oraz wchodzących w jego skład okresów sprawozdawczych,
- rodzaje działalności podstawowej i pomocniczej,
- zasady wyceny rzeczowych składników aktywów obrotowych,
- zasady dokonywania odpisów z tytułu trwałej utraty wartości aktywów, szczególnie rzeczowych aktywów trwałych, inwestycji, zapasów oraz należności,
- opis zasad wykazywania w bilansie aktywów i rezerw z tytułu odroczonego podatku dochodowego,
- określenie zasad kwalifikowania operacji leasingu,
- kryteria kwalifikowania i rozliczania kosztów zaliczanych do czynnych rozliczeń międzyokresowych kosztów oraz przychodów zaliczanych do rozliczeń międzyokresowych przychodów,
- określenie operacji, które będą zaliczane do strat i zysków nadzwyczajnych,
- metody wyceny aktywów finansowych oraz innych inwestycji,
- zasady tworzenia i rozliczania rezerw na zobowiązania,
- terminy rozpoczęcia amortyzacji wartości niematerialnych i prawnych oraz środków trwałych,
- ustalenie okresów, stawek oraz metod amortyzacji,
- częstotliwość weryfikacji okresów i stawek amortyzacji,
- zasady wyceny zagranicznych środków pieniężnych,
- metody ustalania stopnia zaawansowania niezakończonych usług długoterminowych oraz zasady ich ewidencji,

<sup>19</sup> *Ibidem*, art. 10.1.

<sup>20</sup> *Ibidem*, rozdział 4.

<sup>21</sup> <http://www.mf.gov.pl/>, 20 marca 2006 r., MSR, Nr 8, Zasady (polityka) rachunkowości, zmiany wartości szacunkowych i korygowanie błędów, par. 10.

<sup>22</sup> P. Rybicki, *Analiza finansowa w oparciu o informację dodatkową*, Difin, Warszawa 2004, s. 18.

- określenie metody kalkulacji dla potrzeb ustalania kosztów wytworzenia produktów,
- zasady ewidencji i rozliczania kosztów,
- wersję rachunku zysków i strat (wariant kalkulacyjny lub porównawczy),
- metodę sporządzania rachunku przepływów pieniężnych (bezpośrednia lub pośrednia),
- wykaz stosowanych dowodów zastępczych oraz operacje gospodarcze, które będą mogły być udokumentowane takimi dowodami,
- zasady ewidencji zdarzeń gospodarczych, szczególnie tych nietypowych, specyficznych dla danej jednostki gospodarczej.

Jak już przedstawiono, głównym celem polityki rachunkowości jest zapewnienie wysokiej jakości sprawozdania finansowego, ale nic nie stoi na przeszkodzie, aby w polityce rachunkowości zostały uregulowane zagadnienia związane z rachunkowością przedsiębiorstwa i mające wpływ na jakość sprawozdań finansowych, a nie wynikające bezpośrednio z regulacji prawa bilansowego. Do takich zagadnień zaliczyć można aspekty różnej rangi, m.in. procedury w zakresie: kontroli wydatkowania (zużycia) aktywów przedsiębiorstwa, ochrony majątku przedsiębiorstwa, zapewnienia terminowego spływu właściwie opisanych, z odpowiednią autoryzacją dokumentów finansowych do komórek księgowych (instrukcja obiegu dokumentów), inwentaryzacji, jak i przedstawienie podatkowego charakteru rejestrowanych zdarzeń gospodarczych. Procedury regulujące wymienione tu zagadnienia niewątpliwie należą do ważnych dla przedsiębiorstwa obszarów decyzyjnych.

Polityka rachunkowości skonstruowana według przepisów prawa bilansowego, dostosowana do potrzeb przedsiębiorstwa, prowadzona w sposób systematyczny i przemyślany, regulująca dodatkowo wymienione powyżej obszary działalności przedsiębiorstwa stanie się kompleksowym, wewnętrznym aktem prawnym danego przedsiębiorstwa (regulującym całość materii prawno-organizacyjnej) i tym samym skutecznym narzędziem umożliwiającym realizację zadań określonych w obszarze perspektywy finansowej przedsiębiorstwa. Aby tak się stało, musi ulec zmianie podejście do polityki rachunkowości. Polityka rachunkowości powinna być postrzegana, przez zarząd i udziałowców przedsiębiorstwa, jako narzędzie dające szansę poprawienia efektywności zarządzania. Zmiana podejścia do zagadnienia polityki rachunkowości spowoduje jej rzeczywiste zaadaptowanie do potrzeb danego przedsiębiorstwa i umożliwi skuteczne jej wykorzystanie w praktyce.

Polityka rachunkowości wpływa na jakość zarządzania przedsiębiorstwem, gdyż gwarantuje odbiorcom informacji finansowych, że prowadzona rachunkowość nie może być uznana za rachunkowość kreatywną, przy założeniu, iż pojęcie kreatywna wywołuje negatywne skojarzenia i obejmuje działania zmierzające do prowadzenia rachunkowości niezgodnie z literą obowiązującego prawa.

W opinii niektórych autorów polityka bilansowa prowadzona przez menedżerów daje im możliwości ukrycia negatywnych skutków błędnie podjętych decyzji i objawów pogarszającej się sytuacji finansowej przed różnymi podmiotami zainteresowanymi wynikami działalności przedsiębiorstwa (akcjonariusze, inwestorzy)<sup>23</sup>. Przedsiębiorstwo (osoby zarządzające), przez odpowiednie kształtowanie wykazywanych w bilansie i rachunku zysków i strat wartości, zmierza do przedstawienia, oceniającym jego wizerunek, obrazu, który odpowiada interesom osób zarządzających przedsiębiorstwem. To oznacza, że sprawozdanie finansowe nie jest traktowane jako środek służący oddaniu prawdziwego i rzetelnego obrazu przedsiębiorstwa, ale zaspokojeniu potrzeb informacyjnych odbiorców w taki sposób, aby byli oni zadowoleni z treści przekazu – spełnia ono zatem funkcje reklamowe i agitacyjne<sup>24</sup>.

Polityka rachunkowości, sporządzona według obowiązujących przepisów prawa i konsekwentnie realizowana w praktyce, oddała zarzut o prowadzeniu kreatywnej rachunkowości. Kreacja to akt twórczy, tworzenie czegoś, zwykle dzieła sztuki<sup>25</sup>. Nie można mówić o kreacji, jako akcie tworzenia, w obszarze prawa bilansowego, gdyż przedsiębiorca nie tworzy prawa, a jedynie ma możliwość wyboru rozwiązań, z rozwiązań dostarczonych przez prawo bilansowe.

Jednocześnie polityka rachunkowości kończy się tam, gdzie kończy się profesjonalizm zawodowy i etyka biznesowa, a zaczynają się działania wykraczające poza normy prawne, czyli m.in. zamazywanie i zniekształcanie sprawozdań finansowych. Zasadne wydaje się zwrócenie uwagi właścicielom na rolę polityki rachunkowości jako narzędzia chroniącego ich interesy i zabezpieczającego przed nierzetelnym przedstawianiem kondycji finansowej przedsiębiorstwa.

### **3. Polityka rachunkowości jako źródło przewagi w grze konkurencyjnej**

Postępujące procesy globalizacji i coraz silniejsza konkurencja zmuszają przedsiębiorstwa do patrzenia na wszystkie swoje działania i funkcje w sposób zintegrowany. Jednocześnie klasyczne sposoby zwiększania produktywności, m.in. racjonalizacja pracy, wzrost bezpośredniej wydajności na stanowisku roboczym, racjonalizacja struktur, strategiczne zarządzanie potencjałem ludzkim wydają się być niewystarczającymi atutami w grze konkurencyjnej. Poszukuje się nowych narzędzi, które pomogą w osiągnięciu sukcesu. Zintegrowanie działań i funkcji

<sup>23</sup> K. Marecki, *Rachunkowość menedżerska w gospodarce finansowej przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2001, s. 158.

<sup>24</sup> *Ibidem*, s. 159.

<sup>25</sup> Słownik wyrazów obcych PWN, *op. cit.*, s. 608.

powoduje, że przedsiębiorstwa mają większą szansę uzyskania przewagi konkurencyjnej i realizacji celów wypływających z przyjętej strategii. Wobec tego połączenie osiągnięć różnych dyscyplin ekonomicznych: rachunkowości finansowej, analizy ekonomiczno-finansowej, zarządzania finansami i rachunkowości podatkowej przyczyni się do wypracowania przewagi konkurencyjnej przedsiębiorstwa i przyniesie pozytywne efekty w zarządzaniu przedsiębiorstwem. Takie podejście pozwoli na szybkie dostosowanie się przedsiębiorstwa do zmian zachodzących zarówno wewnątrz przedsiębiorstwa, jak i w jego otoczeniu, oraz umożliwi sprawne działanie w obszarze finansowym. W praktyce oznacza to, że efekt działania polityki rachunkowości w postaci odpowiednio (tj. zgodnie z wymaganiami wewnętrznych użytkowników) przygotowanych i przedstawionych danych liczbowych jest podstawą do wykonywania bieżących analiz finansowych i do zarządzania finansami (m.in. zarządzania należnościami, zapasami, środkami pieniężnymi, strukturą i wielkością przychodów i kosztów).

Polityka rachunkowości, za pomocą wybranych i konsekwentnie stosowanych w praktyce reguł prawa bilansowego, ma na celu dostarczenie wiarygodnej informacji o stanie finansowo-majątkowym przedsiębiorstwa i wygospodarowanym przez nie wyniku finansowym. Jest to najważniejsze zadanie polityki rachunkowości, gdyż poprawnie sporządzone, zgodnie z regułami prawa bilansowego, sprawozdanie finansowe jest punktem wyjścia do dalszej analizy sytuacji finansowej przedsiębiorstwa. W ten sposób realizowana jest w praktyce definicja rachunkowości, która brzmi: rachunkowość to system pomiaru i ewidencji procesów gospodarczych zachodzących w przedsiębiorstwie oraz przetwarzania informacji w celu dostarczenia ich użytkownikom<sup>26</sup>.

W zarządzaniu finansami nie można pominąć oceny stanu gospodarki finansowej przedsiębiorstwa, która pokazuje w ujęciu syntetycznym mocne i słabe strony najważniejszych obszarów gospodarki finansowej i stanowi element wyjściowy do projektowania przyszłych warunków działalności przedsiębiorstwa<sup>27</sup>. Temu służy analiza ekonomiczna, która jest systemem gromadzenia, przetwarzania oraz wykorzystania informacji ekonomicznych w celu podejmowania decyzji, m.in. przez organy przedsiębiorstwa, jak i potencjalnych inwestorów<sup>28</sup>. W związku z tym rolą polityki rachunkowości, widzianej jako element zarządzania przedsiębiorstwem, jest przygotowanie odpowiednio pogrupowanych, poprawnych danych księgowych do przeprowadzenia analizy finansowej przedsiębiorstwa. Zasadne jest rozszerze-

<sup>26</sup> Rachunkowość międzynarodowa, praca zbior. pod red. L. Bednarskiego, J. Gierusza, PWE, Warszawa 2001, s. 12.

<sup>27</sup> J. Śliwa, Zarządzanie finansami przedsiębiorstw w zarysie, Prywatna Wyższa Szkoła Handlowa, Warszawa 1997, s. 11.

<sup>28</sup> K. Marecki, Rachunkowość menedżerska..., *op. cit.*, s. 15.



nie polityki rachunkowości o stosowane w przedsiębiorstwie wskaźniki analizy finansowej, dlatego że wyliczone wielkości wskaźników są pochodną danych księgowych uzyskanych poprzez prowadzenie polityki rachunkowości. Takie rozwiązanie pozwoli na redukcję kosztów związanych z utrzymywaniem dodatkowych osób, do których zadań należy przeprowadzanie analizy finansowej. W oparciu o rachunkowość finansową i analizę ekonomiczno-finansową podejmowane są decyzje dotyczące zarządzania finansami. Zarządzanie finansami jest systemem działań (metod i technik) efektywnego pozyskania i wykorzystania strumieni finansowych, stosowanym przez właścicieli, jak i zarządzających majątkiem przedsiębiorstwa<sup>29</sup>. Zarządzanie finansami zarówno strategiczne, jak i operacyjne jest możliwe tylko wówczas, gdy wykorzystuje sprawdzone instrumenty rachunkowości, tak od strony kosztów i wyników, jak sprawozdawczości finansowej<sup>30</sup>. Ostatnia dekada w rozwoju rachunkowości przyniosła radykalną zmianę jej roli – ze względu pasywnych funkcji dostarczania informacji stała się ona integralną częścią zarządzania<sup>31</sup>. Współcześnie zakłada się również, że rola specjalistów z rachunkowości ulegnie zmianie i będzie się koncentrowała na kreowaniu wartości dodanej w przedsiębiorstwie<sup>32</sup>.

#### 4. Podatki w polityce rachunkowości

Polityka rachunkowości wspomaga zarządzanie finansami jeżeli jest narzędziem zawierającym zarówno wybrane i stosowane przez przedsiębiorstwo zasady wynikające z prawa bilansowego, jak też zasady dotyczące obszarów, które ściśle są powiązane z prawem bilansowym i bez których nie można prowadzić efektywnej polityki rachunkowości. Do takiego obszaru należy rachunkowość podatkowa. Jest to system, który, opierając się na aktualnych przepisach podatkowych, informuje o podatkach oraz o aktualnym stanie rozliczeń odroczonymi podatkami i przewidywanymi ich wielkościami w planowanych wariantach przedsięwzięć gospodarczych<sup>33</sup>. Należy uznać za stosowne i w pełni uzasadnione połączenie w ramach jednego organizmu – polityki rachunkowości – dwóch różnych elementów, tj. zasad podatkowych i zasad rachunkowości. Współdziałanie tych dwóch czynników będzie w praktyce skuteczniejsze niż suma ich oddzielnych działań (efekt synergii). Prawo bilansowe i prawo podatkowe to teoretycznie dwie autonomiczne dziedziny prawa, jednak w praktyce, w życiu gospodarczym, występują nieodłącznie.

<sup>29</sup> *Ibidem*.

<sup>30</sup> Rachunkowość międzynarodowa, *op. cit.*, s. 29.

<sup>31</sup> *Ibidem*.

<sup>32</sup> *Ibidem*.

<sup>33</sup> K. Marecki, Rachunkowość menedżerska..., *op. cit.*, s. 15.

Przedsiębiorca jest zobowiązany do uwzględnienia regulacji podatkowych w prowadzeniu rachunkowości<sup>34</sup>. Prawo bilansowe<sup>35</sup> również włącza w swoje struktury element podatkowy w postaci kalkulacji podatku odroczonego. Wykorzystywana w prowadzeniu rachunkowości wiedza z zakresu obowiązującego prawa podatkowego pozwoli na działanie efektu synergii, przez poprawne kwalifikowanie zdarzeń gospodarczych nie tylko w aspekcie prawa bilansowego, ale również i prawa podatkowego. Prawo podatkowe odgrywa istotną rolę w prowadzeniu działalności gospodarczej. Jego niezajomość lub nieuwzględnienie w prowadzeniu rachunkowości potencjalnie może narazić przedsiębiorcę na negatywne konsekwencje karno-skarbowe które, w obecnych realiach, niejednokrotnie doprowadzają do likwidacji działalności gospodarczej. Istotne znaczenie podatków w zarządzaniu przedsiębiorstwem podkreślają sami zarządzający obszarem finansowym przedsiębiorstwa: (...) *Ulubionym tematem finansistów są podatki. Wydaje się, że od tej miłości dość blisko do nienawiści. Gdy wymieniają się doświadczeniami, w ich słowach jest tyle goryczy, tak często pobrzmiwa echo przegranych bitew. Ale pozostaje faktem wykazany przez nasze badanie, że zarządzanie płynnością finansową i podatkami jest dzisiaj drugim najczęściej wskazywanym zadaniem o najwyższej randze w pracy CFO. 62,5% respondentów tak uczyniło. I dokładnie taki sam odsetek wskazał na to zadanie jako drugie najważniejsze w przyszłości*<sup>36</sup>.

## 5. Wyprowadzenie definicji polityki rachunkowości

Przy określaniu definicji polityki rachunkowości należy zaznaczyć, że obserwując dynamiczne, skokowe, nieprzewidywalne zmiany w przestrzeni społecznej, politycznej, gospodarczej, naukowej i technologicznej, uznaje się, iż tradycyjnie zarządzane przedsiębiorstwa ulegają nader szybkiej dewaluacji. Załamanie się dotychczasowych paradygmatów funkcjonowania przedsiębiorstw unaocznia konieczność przejścia do przestrzeni przedsiębiorstw nowej generacji, które wymagają zupełnie innych metod zarządzania<sup>37</sup>. We wszystkich dyscyplinach naukowych stopniowo rezygnowano z dotychczasowego klasycznego paradygmatu, polegającego na objaśnianiu zjawisk złożonych za pomocą wyodrębnionych z nich prostszych elementów<sup>38</sup>. Różne dziedziny nauki, jak fizyka, biologia, nauki społeczne (w tym nauki o organi-

<sup>34</sup> Art. 9.1. ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych z dnia 15 lutego 1992 r., Dz.U. z 2000 r., Nr 54 poz. 654 z późn. zm.

<sup>35</sup> Art. 37 ustawy o rachunkowości z dnia 29 września 1994 r., Dz.U. z 2002 r., Nr 76 poz. 694 z późn. zm.

<sup>36</sup> <http://cfo.cxo.pl/artykuly/51181.html>, 1 maja 2005 r.

<sup>37</sup> Zarządzanie przedsiębiorstwem przyszłości – koncepcje, modele, metody, praca zbior. pod red. K. Perechudy, Placet, Warszawa 2000, s. 7.

<sup>38</sup> *Ibidem*, s. 11.

zacji i zarządzaniu) ostatecznie przyjęły względnie nowy, ale wywodzący się jednak od Arystotelesa, paradygmat, że całość to więcej niż suma jej części, co oznacza, iż konieczne jest badanie poszczególnych elementów nie w oderwaniu od siebie, ale z uwzględnieniem relacji zachodzących między nimi<sup>39</sup>. Najnowsze koncepcje zarządzania stawiają nie na rozwiązania cząstkowe, usprawniające niektóre funkcje przedsiębiorstwa, ale na uzyskanie efektu synergii we wszystkich obszarach funkcjonowania organizacji gospodarczej<sup>40</sup>. Polityka rachunkowości, wykraczająca poza obszar prawa bilansowego i uwzględniająca zagadnienia m.in. natury organizacyjno-podatkowej, ma szansę zrealizowania efektu synergii m.in. poprzez:

- wybór rozwiązań z zakresu prawa bilansowego przez pryzmat ich implikacji na politykę podatkową przedsiębiorstwa,
- wybór najwłaściwszych narzędzi analizy ekonomicznej, z punktu widzenia dostarczania niezbędnych dla danej organizacji danych ekonomicznych będących podstawą do podejmowania decyzji,
- stworzenie procedur, których celem jest zabezpieczenie prawidłowego wykorzystania posiadanych środków finansowych i aktywów rzeczowych, zapewniających przetrwanie i rozwój przedsiębiorstwa,
- zarządzanie przez controlling, widziany zarówno jako proces zapewnienia zgodności działania z planami, jak i system kompleksowego planowania zadań rzeczowych, finansowych i kosztów oraz sterowanie działalnością przedsiębiorstwa i rozliczanie centów gospodarczych z realizacji uzgodnionych zadań<sup>41</sup>.

Konstruując definicję politykę rachunkowości, należy wziąć pod uwagę cechy i zadania rachunkowości. Uwzględnienie cech i zadań rachunkowości zapewnia poprawne zdefiniowanie i efektywne działanie polityki w praktyce. Rachunkowość wyposażona jest w takie cechy, jak: rzetelność, kompletność, sprawdzalność, sprawne i bieżące działanie, elastyczność, wspólny pieniężny miernik dla wyrażenia efektów zachodzących procesów gospodarczych. Zadaniem rachunkowości jest, przede wszystkim, dostarczanie różnym adresatom rzetelnych, bieżących danych finansowych, które są podstawą do wykonywania analiz finansowych i podejmowania określonych decyzji.

Na podstawie podjętych w artykule wątków wyprowadza się definicję polityki rachunkowości, która jest narzędziem zapewniającym realizację celów określonych w obszarze zarządzania finansami:

**Polityka rachunkowości** to narzędzie zarządzania, ułatwiające realizację celów przedsiębiorstwa, określonych w obszarze finansowym, do których należą:

<sup>39</sup> *Ibidem*, s. 7.

<sup>40</sup> *Ibidem*, s. 8.

<sup>41</sup> *Ibidem*, s. 262.

zapewnienie wysokiej jakości sprawozdań finansowych, dostarczanie wysokiej jakości danych liczbowych, stanowiących podstawę analizy ekonomicznej i podstawę do podejmowania decyzji w zakresie zarządzania finansami przedsiębiorstwa, zapewnienie efektywnej i skutecznie działającej polityki podatkowej.

**Polityka rachunkowości** jest zespołem dostosowanych do potrzeb danego przedsiębiorstwa, wybranych i stosowanych zasad prawa bilansowego, opracowanych procedur organizacyjnych i zasad z zakresu prowadzonej polityki podatkowej.

## 6. Podsumowanie

Na podstawie treści artykułu, w tym wyprowadzonej definicji polityki rachunkowości, wnioskuje się, że narzędzie jakim jest polityka rachunkowości obejmująca, w ramach jednego organizmu, obszary: bilansowy, podatkowy i organizacyjny, pozwala na sprawne zarządzanie perspektywą finansową przedsiębiorstwa. Uregulowanie w jednym wewnętrznym dokumencie zasad dotyczących zasadniczych dla przedsiębiorstwa zagadnień finansowych pozwala na efektywne i sprawne zastosowanie opracowanych regulacji w praktyce. Polityka rachunkowości obejmująca, w sposób kompleksowy, istotne dla przedsiębiorstwa obszary perspektywy finansowej, dodatkowo, wywrze pozytywny efekt na zarządzanie kapitałem ludzkim. Pracownicy osiągają lepsze wyniki pracy i mają wyższą motywację do jej wykonywania, jeśli pracują w organizacjach, w których obowiązują jasno określone i spisane zasady.

Rola i znaczenie polityki rachunkowości dla polskiego przedsiębiorcy są przedmiotem dalszych badań autorki artykułu.

## 7. Bibliografia

### Dokumenty prawne:

1. Ustawa o zmianie ustawy o rachunkowości oraz o zmianie ustawy o biegłych rewidentach i ich samorządzie z dnia 27 sierpnia 2004 r., Dz.U. z 2004 r., Nr 213 poz. 2155.
2. Ustawa o rachunkowości z dnia 29 września 1994 r., Tekst jednolity Dz.U. z 2002 r., Nr 76 poz. 694 z późn. zm.
3. Ustawa o podatku dochodowym od osób prawych z dnia 15 lutego 1992 r., Dz.U. z 2000 r., Nr 54 poz. 654 z późn. zm.

### Wydawnictwa zwarte:

1. Kaplan R. S., Norton D. P., Strategiczna karta wyników, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.

2. Kudert S., Nabiałek J., Opodatkowanie i rachunkowość w Polsce, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000.
3. Marecki K., Rachunkowość menedżerska w gospodarce finansowej przedsiębiorstwa, Difin, Warszawa 2001.
4. Międzynarodowe i polskie regulacje rachunkowości w praktyce, praca zbior. pod red. nauk. M. Walczaka, Difin, Warszawa 2003.
5. Rachunkowość międzynarodowa, praca zbior. pod red. L. Bednarskiego, J. Gierusza, PWE, Warszawa 2001.
6. Rokita J., Zarządzanie strategiczne, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005.
7. Rybicki P., Analiza finansowa w oparciu o informację dodatkową, Difin, Warszawa 2004.
8. Słownik wyrazów obcych PWN, pod red. E. Sobol, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1995.
9. Śliwa J., Zarządzanie finansami przedsiębiorstw w zarysie, Prywatna Wyższa Szkoła Handlowa, Warszawa 1997.
10. Zarządzanie przedsiębiorstwem przyszłości – koncepcje, modele, metody, praca zbior. pod red. K. Perechudy, Placet, Warszawa 2000.

**Materialy internetowe:**

1. <http://cfo.cxo.pl/artykuly/51181.html>, 1 maja 2006 r.
2. <http://www.mf.gov.pl/>, 20 marca 2006 r.



# Summary

Mariusz Zygierewicz

## **Crisis management in European banking – definition of the problem and presentation of the prevailing legal regulations**

The Author presents the principles of crisis management in the banking sector, within the framework of international co-ordination of actions. The paper presents the state of the EU legal system, which provides the structure for the security network of the banking sector.

Jacek Sierak, Alojzy Zalewski, Marek Ziółkowski, Marek Jakub Goleń

## **Assessment of the social and economic condition of Polish towns and communes – a ranking of towns and communes**

The paper presents results of research regarding the activity of local authorities in Poland. The Authors analyse the role of local administration in local development; they use their observations to assess quality of management of a local administration unit by a purposefully designed ranking of towns and communes.

Michał Wrzesiński

## **The market of fusions and takeovers at the beginning of the 21<sup>st</sup> century**

The Author evaluates the present situation on the market of fusions and takeovers in Poland, and its significance for development of the Polish economy. The paper identifies the barriers for growth of the market in question, and the methods for their eradication. It forecasts developmental trends during the upcoming years.

Maria Aluchna

## **Ownership structure and business effectiveness – the case of Polish stock-exchange companies**

Based on empirical research, the paper discusses the question of effectiveness of ownership structure of businesses, analysed according to co-relation between concentration of ownership and type of dominating shareholders, and financial balance of companies.

Joanna Cygler

## **Typology of business co-operation links**

The Author presents a comprehensive classification of the phenomenon of co-opetition in the context of the criteria connected with its characteristics (i.e. competition and co-operation). Furthermore, the paper presents the chief factors of co-opetitive success, and the organisational scope of the phenomenon.

Piotr Matczuk, Wojciech Pacho

### **Teaching macroeconomics at the turn of the century**

The paper indicates serious limitations of the traditional explanations for economic fluctuations in the IS-LM/AD-AS model. The Authors present the main stipulations of the new lecture, in which money supply is treated as an endogenic variable.

Anna Wilczyńska

### **Analysis of interdependence between the market situation and the directions of change of the level of liabilities, and financial liquidity of Polish businesses during the years 2000–2004**

The Author analyses interdependencies between the macroeconomic situation and the level of liabilities in Polish businesses. For the researched period, the Author discovered a strong linear correlation between changes of economic indicators and the level of liabilities in businesses.

Piotr Stanisław Jakubowski, Piotr Szymański

### **Forecasting the capacity of the Polish financial market in the area of market interest rates**

The paper examines the forecasting capacity of the Polish financial market, as far as market interest rates are concerned. As the instrument for objective analysis, the Authors chose the Future Rate Agreement – FRA).

Dariusz Niedziółka

### **Using company websites in investor relations by companies quoted in Poland – Results of empirical research**

The paper presents results of the research on contents of company websites, and on their usefulness to investors. The research was conducted twice, involving all companies quoted at the Warsaw Stock Exchange.

Agata Głodek

### **Evolution and conditions for development of *bancassurance* in Poland, in the context of European experiences**

The Author presents the development of co-operation between banks and insurance companies in Poland, focussing in particular upon fiscal and legal, as well as social factors of development of the *bancassurance* strategy. The Authors conclude, that during the upcoming few years this strategy may become one of the more significant channels of distribution of life insurance.



Piotr Paweł Mędrzak

**Spatial mobility of workforce in Poland in inter-provincial context and the theory of optimal currency areas**

The paper identifies the characteristic criteria for optimal currency areas. The Author analyses the criterion of workforce mobility in Poland in the inter-provincial contest during the years 1999–2004, indicating that according to the OCA theory workforce in Poland is immobile.

Agnieszka Kusiak

**Accounting policy and corporate management**

The Author presents the role and significance of accounting policy in corporate management. The paper proves, that in the practice of economic operation in Poland there is a deficiency in corporate finance management: inappropriately prepared and/or inappropriately conducted accounting policy.