

**STUDIA I PRACE
KOLEGIUM
ZARZĄDZANIA
I FINANSÓW**

ZESZYT NAUKOWY 107



Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

SKŁAD RADY NAUKOWEJ „ZESZYTÓW NAUKOWYCH” KZiF

prof. dr hab. Janusz Ostaszewski – przewodniczący
dr hab. Ryszard Bartkowiak, prof. SGH – vice przewodniczący
prof. dr hab. inż. Jan Adamczyk
dr hab. Stefan Doroszewicz, prof. SGH
prof. dr hab. Jan Głuchowski
prof. dr hab. Małgorzata Iwanicz-Drozdowska
prof. dr hab. Jan Kaja
dr hab. Jan Komorowski, prof. SGH
prof. dr hab. Tomasz Michalski
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
prof. dr hab. Teresa Słaby
prof. dr hab. Marian Żukowski

Recenzenci

dr hab. Agnieszka Alińska, prof. SGH
dr hab. Maciej Cesarski, prof. SGH
dr hab. Edward Golachowski, prof. SGH
dr Zbigniew Krysiak
dr hab. Zdzisław Leszczyński, prof. SGH
dr Agnieszka K. Nowak
dr hab. Tomasz Przybyciński
dr Marta Sora
dr Andrzej Szablewski
prof. dr hab. Michał Trocki

Redaktor

Krystyna Kawerska

Asystent techniczny

Marcin Jakubiak

© Copyright by Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, 2011

ISSN 1234-8872

Nakład 270 egzemplarzy



Opracowanie komputerowe, druk i oprawa:
Dom Wydawniczy ELIPSA,
ul. Inflancka 15/198, 00-189 Warszawa
tel./fax (22) 635 03 01, 635 17 85, e-mail: elipsa@elipsa.pl, www.elipsa.pl

SPIS TREŚCI

Od Rady Naukowej	5
CZĘŚĆ PIERWSZA	
ARTYKUŁY PRACOWNIKÓW NAUKOWYCH	7
Spory wokół pryncypiów ekonomii – wprowadzenie Marek Gruchelski	9
Analiza zachowań inwestycyjnych inwestorów giełdowych oraz studentów kierunków ekonomicznych i psychologicznych z pespektywy finansów behawioralnych Monika Czerwonka, Marcin Rzeszutek	28
Kapitał intelektualny w polskim sektorze usług finansowych w latach 1999–2009 Piotr Wiśniewski	45
Spowolnienie gospodarcze a realizacja inwestycji w Polsce Dorota Bem	59
Wykorzystanie instrumentów polityki fiskalnej w wybranych krajach europejskich jako narzędzia łagodzącego skutki kryzysu gospodarczego Piotr Russel	77
Budżet zadaniowy jako narzędzie wzrostu efektywności gospodarowania finansami w jednostkach samorządu terytorialnego Jacek Sierak	102
Zobowiązania i należności handlowe a struktura kapitału w przedsiębiorstwie Katarzyna Kreczmańska-Gigol	121
Zasady kalkulacji i zawiązywania rezerwy na pokrycie ryzyka zmian kursu złotego do walut obcych w Narodowym Banku Polskim Kamil Liberadzki, Marcin Liberadzki	145
CZĘŚĆ DRUGA	
ARTYKUŁY UCZESTNIKÓW STUDIÓW DOKTORANCKICH W KOLEGIUM ZARZĄDZANIA I FINANSÓW	163
Wybrane aspekty wartości przedsiębiorstwa Izabela Krawczyk-Sokołowska	165
Fuzje i przejęcia na przykładzie rynku wezwań publicznych w Polsce Justyna Leonowicz	179
Summary	203

OD RADY NAUKOWEJ

Przekazujemy w Państwa ręce kolejny zeszyt „Studiów i Prac Kolegium Zarządzania i Finansów”. Zawiera on artykuły pracowników Kolegium oraz uczestników prowadzonych przez Kolegium studiów doktoranckich.

Artykuły są poświęcone aktualnym zagadnieniom ekonomii, nauk o finansach oraz nauk o zarządzaniu. Stanowią one wynik studiów teoretycznych głęboko osadzonych w badaniach empirycznych polskiej gospodarki, a także gospodarek innych krajów, przede wszystkim członków Unii Europejskiej.

Pozostajemy w przekonaniu, że przedłożone opracowania spotkają się z Państwa życzliwym zainteresowaniem oraz, co byłoby szczególnie cenne, staną się przyczynkiem do polemiki i dalszych owocnych badań.

Życzymy Państwu przyjemnej lektury.

W imieniu Rady Naukowej – Ryszard Bartkowiak

CZĘŚĆ PIERWSZA

ARTYKUŁY PRACOWNIKÓW NAUKOWYCH

Spory wokół pryncypiów ekonomii – wprowadzenie¹

*Nie należy ufać dwóm rodzajom ludzi:
architektom, którzy obiecują tanio budować, i ekonomistom,
którzy obiecują udzielać prostych odpowiedzi*

(J. A. Schumpeter)²

1. Wprowadzenie

Przygotowując „Wprowadzenie” do dyskusji w ramach I sesji pt. „Spory wokół pryncypiów ekonomii” przyjąłem założenie, że najpierw zaprezentuję stanowiska autorów, którzy przygotowali materiały na sesję oraz wynikające z nich wnioski, a potem własne. Na I sesję 14 autorów przygotowało 13 bardzo wartościowych i ciekawych artykułów. Można je podzielić na dwie grupy:

- 1) dotyczące bezpośrednio sporów wokół głównych problemów, przed którymi stoi ekonomia;
- 2) dotyczące zagadnień metodologicznych, związków teorii i praktyki, czy relacji ekonomii z innymi naukami społecznymi³.

2. Opis stanu oraz paradygmat ekonomii w wybranych tekstach

Artykułem otwierającym materiały na I Sesję jest tekst R. Bartkowiaka pt. „Paradygmat ekonomii. Od Kartezjusza do Darwina, czyli od ekonomii klasycznej

¹ Między 7–9 czerwca 2010 roku w Rynie odbyło się XVII Sympozjum Naukowe Kolegium Zarządzania i Finansów SGH pt. „Nauki ekonomiczne w świetle nowych wyzwań gospodarczych”. 7 czerwca odbyła się pierwsza sesja poświęcona „Sporom wokół pryncypiów ekonomii”. Wprowadzenia do dyskusji dokonali Kierownik Katedry Prof. dr hab. W. Pacho oraz dr M. Gruchelski.

² W. Bołkunow, Rola przedsiębiorczości w gospodarce światowej według A. Schumpetera, w: Nauki ekonomiczne w świetle nowych wyzwań gospodarczych, pod red. nauk. R. Bartkowiaka i J. Ostaszewskiego, SGH, Warszawa 2010, s. 158; J. A. Schumpeter, Teoria rozwoju gospodarczego, PWN, Warszawa 1960.

³ Do tej grupy tekstów zaliczam prace zamieszczone w: Nauki ekonomiczne w świetle nowych wyzwań gospodarczych, pod red. nauk. R. Bartkowiaka i J. Ostaszewskiego, SGH, Warszawa 2010; P. Dziewulski, Ł. Woźny, O decentralizacji efektywnych alokacji w równowadze ogólnej w warunkach ryzyka pewnej klasy; D. Pelle, Konwergencja i dywergencja – dwa oblicza wzrostu gospodarczego. Przegląd ustaleń teoretycznych; T. Slaby, Naukowe obserwacje w ekonomii. Refleksje o umiejętności „dyskusji” z liczbami; T. Taranko, Nauki ekonomiczne a praktyka gospodarza. Jak zbliżyć te dwa światy?; R. Wojciechowska, Zastosowanie logiki w ekonomii. Analiza metodologiczna nauk ekonomicznych.

do ewolucyjnej teorii ekonomicznej i ekonomii rozwoju”⁴. Opracowanie, jak stwierdza sam autor: *traktuje o paradygmacie nauki, w tym o paradygmacie ekonomii. Nie ma podstaw do sądenia, by ekonomia rozwijała się w sposób odmienny od pozostałych nauk. Co więcej, jest ona częścią jednej uniwersalnej nauki, której zmiany są znaczone zmianami paradygmatu.*

Zdaniem R. Bartkowiaka spory wokół pryncypiów ekonomii dotyczą fundamentalnych zasad ekonomii, w tym jej paradygmatu (wzorca), głównych nurtów oraz mierzalności zjawisk gospodarczych. W swoim tekście przytacza krytyczne opinie o obecnym stanie ekonomii wybitnych ekonomistów. Szczególnie krytyczny obraz ekonomii, jako nauki świadomie przez swoich głównych twórców odrzucającej konieczność zmiany paradygmatu, nakreślił G. Myrdal:

W moim pojmowaniu nauki ekonomii i jej rozwoju dostrzegam, iż w każdym okresie występuje tendencja do wyodrębnienia się zbioru metod i teorii, które dominują na scenie, nawet jeśli zawsze występują odstępcy, a czasami także zdecydowani rebelianci. Ci, którzy respektują dominujący zbiór, tworzą środowisko (establishment); ich prace cieszą się szacunkiem; wzajemnie się cytują i rzadko kiedy kogokolwiek innego, a już najmniej rebeliantów, gdy zdarzy się, że pojawią się ekonomiści, którzy wążą się zakwestionować w zdecydowany sposób metody i teorie, które środowisko posiada jako wspólny dorobek.

Według innych ekonomistów, np. D. Northa: *Ekonomia neoklasyczna w dalszym ciągu – ze względu na statyczność podejścia oraz pomijanie rzeczywistych, często nieracjonalnych z ekonomicznego punktu widzenia, motywów ludzkich działań jest niezdolna do interpretacji procesów zmian gospodarczych.*

Natomiast według K. Hoffa i J. Styglicza: *Współcześnie większość ludności świata żyje w krajach o gospodarce częściowo rynkowej. Ich zdaniem ekonomia neoklasyczna ma ograniczenia, które czynią ją nieprzydatną w wyjaśnianiu problemów gospodarczych tej części świata, czyli nieprzydatną w ogóle. Po pierwsze – pomija się czynnik instytucjonalny, czyli sposób organizacji społeczeństw. Po drugie – w dalszym ciągu występuje w niej przekonanie o jednej drodze rozwoju poszczególnych społeczeństw (krajów), co znajduje odzwierciedlenie w hipotezie konwergencji, której wyrazem jest teoria stadiów wzrostu gospodarczego W. Rostowa. Po trzecie – w nadmiernym stopniu koncentruje się ona na osiągnięciu przez gospodarkę równowagi, podczas gdy realna gospodarka jest dynamiczna.*

⁴ R. Bartkowiak, Paradygmat ekonomii. Od Kartezjusza do Darwina, czyli od ekonomii klasycznej do ewolucyjnej teorii ekonomicznej i ekonomii rozwoju, w: Nauki ekonomiczne w świetle nowych wyzwań gospodarczych, pod red. nauk. R. Bartkowiaka i J. Ostaszewskiego, SGH, Warszawa 2010, s. 15–17.

W podobnym duchu wypowiada się w swoim opracowaniu M. Garbicz oraz cytowany przez niego G. Mankiw⁵:

Nigdy, jak sięgam pamięcią, ekonomia nie została tak upokorzona, osmie-szona i poddana tak zmasowanej krytyce jak obecnie. Nie tylko nie potrafiliśmy przewidzieć nadciągającego kryzysu, ale przez długi czas nie docenialiśmy jego potencjalnej skali. A potem, kiedy już kryzys wybuchł, sami ekonomiści głęboko się podzielili, zarówno tocząc ostre spory o jego przyczyny, jak i całkowicie odmiennie oceniając zasadność amerykańskiej i europejskiej polityki gospodarczej zmierzającej do zminimalizowania jego skutków.

Rzeczywiście, publiczność ma dzisiaj uzasadnione wątpliwości, czy ekonomiści cokolwiek rozumieją z otaczającego ich świata i czy są mądrzejsi w sprawach gospodarczych od – dajmy na to – poetów czy weterynarzy. Opinia niedawno zmarłego J. K. Galbraitha, że „prognozy ekonomiczne służą głównie do tego, by astrologowie mogli cieszyć się szacunkiem”, zyskała szczególną aktualność.

Przy tym obecny kryzys nie jest incydentem bez znaczenia. Warto przypomnieć skalę paniki i objawy hysterii, jakie zapanowały na rynkach finansowych na jesieni 2008 roku po upadku banku Lehman Brothers, kiedy wydawało się, że chwieje się cały światowy system bankowy.

Nie mamy dobrego modelu...

Nasz główny kłopot polega obecnie na tym, że żaden z dostępnych dziś modeli makroekonomicznych, niezależnie od tego, czy sięgamy do zasobów myśli neoklasycznej, czy neokeynesowskiej, nie opisuje dobrze współczesnej gospodarki, z zupełnie różnych powodów. Flagowy model ekonomii neoklasycznej w postaci modelu realnego cyklu koniunkturalnego (RBC) w praktyce w ogóle kwestionuje istnienie wahań koniunkturalnych. Owszem, potwierdza on istnienie znacznych fluktuacji produkcji, ale twierdzi, że są one wywołane czynnikami podażowymi, tj. zmianami w postępie technicznym i reakcją na te zmiany ze strony racjonalnie działających i optymalizujących swoje działania podmiotów. Gospodarka porusza się cały czas po ścieżce równowagi. W konsekwencji szkoła RBC odrzuca zdroworozsądkowy punkt widzenia, że załamanie jest niekorzystne, a boom produkcyjny – pożądany. Dowodzi się bowiem, że trajektoria gospodarki jest w każdym jej punkcie zbiorową wypadkową optymalnych zachowań wszystkich aktorów gry rynkowej. A skoro wszyscy zachowują się optymalnie, to tym samym dla obserwowanej ścieżki nie ma lepszej alternatywy. Żadne korekty nie są potrzebne, są wręcz szkodliwe, a niestabilność wzrostu – nieusuwalna. Nic dziwnego, że zwolennicy nurtu neoklasycznego sugerują w praktyce, że obecne wydarzenia to tylko jeszcze

⁵ M. Garbicz, Zapowiada się długa i wyczerpująca wojna pozycyjna (kryzys ekonomii, jej głównego nurtu czy incydent bez znaczenia?), w: Nauki ekonomiczne..., *op. cit.*, s. 47–49.

jedno kolejne załamanie produkcji, jakich w przeszłości było wiele. Dla polityków gospodarczych jest to podejście bezużyteczne.

Nurt neokeynesowski wykazuje więcej realizmu. Jest również bogatszy w warstwie metodologicznej i formułowaniu podstaw mikroekonomicznych dla zjawisk makro. Zwolennicy tego podejścia zaprezentowali całe spectrum różnych wyjaśnień przyczyn sztywności płac i cen, co z kolei stanowi pewną podstawę argumentacji na rzecz skuteczności polityki gospodarczej. To pozorne bogactwo wyjaśnień nie jest świadectwem siły, ale raczej wyrazem słabości szkoły, gdyż dotychczas nie udało się zbudować na tych podstawach teoretycznych porządnej syntezy. Modele makroekonomiczne są tu raczej eklektycznym zbiorem zarówno własnych pomysłów, jak i postulatów neoklasycznych. W praktyce zatem neokeynesiści prowadzą raczej sklep z częściami zamiennymi niż z gotowymi produktami.

W 2006 roku, czyli przed wybuchem obecnego kryzysu, G. Mankiw napisał artykuł, który stanowił podsumowanie stanu makroekonomii w tym czasie. Z dzisiejszego punktu widzenia interesujące są trzy oceny tego autora. Po pierwsze – zwraca on uwagę, że zwolennicy podejścia neoklasycznego, w przeciwieństwie do autorów koncepcji neokeynesowskich, nigdy nie brali udziału w praktycznym kreowaniu polityki gospodarczej. Po drugie, około roku 2000 doszło do nowej neoklasycznej syntezy polegającej na wykorzystaniu neoklasycznej idei dynamicznej (i stochastycznej), równowagi ogólnej zbudowanej na podstawach mikroekonomicznych i uzupełnionej o neokeynesowskiej koncepcji sztywności cen i płac. Po trzecie, Mankiw nie wierzy, że ten stan rzeczy jest trwały, a sukces teoretyczny znaczący. Traktuje go jako tymczasowe zawieszenie broni między rywalami, pozwalającymi obu stronom zachować twarz wobec konieczności zawarcia pewnego kompromisu.

W końcowej części swojego artykułu M. Garbicz stawia pytanie – „O co toczy się dzisiaj gra?”

W odpowiedzi formułuje następujące twierdzenia:

W kategoriach teoretycznych stawką są los, przyszłość i reputacja neoklasycznej ekonomii. W dziedzinie polityki gospodarczej obecna debata sprowadza się do odpowiedzi na pytanie, czy zastosowana na ogromną skalę ekspansywna polityka fiskalna była słuszna czy też nie. Dla neoklasyków obecne wydarzenia są podwójnie przykre. Po pierwsze, tak znaczny kryzys w ogóle nie powinien wystąpić. Nie powinien, bowiem system ekonomiczny posiadający tak „wysokie zdolności adaptacyjne”, wymagający tylko niewielkiej korekty w zakresie polityki monetarnej powinien skutecznie zabezpieczać gospodarkę przed kryzysem. Po drugie (i to było szczególnie bolesne) – władze publiczne nie uwzględniły głosów wielu specjalistów od makroekonomii, zdecydowały się na typowo keynesowski pakiet środków stymulowania koniunktury poprzez politykę fiskalną. Jest to, zdaniem M. Garbicza, największa kompromitacja makroekonomii.

Autor stwierdza, że nie chodzi, czy ta polityka była właściwa, czy błędna, ale o to, że władze gospodarcze nie miały żadnego wyboru. Użycie polityki monetarnej nie było możliwe w sytuacji zerowych stóp procentowych, a makroekonomia nie miała niczego innego do zaproponowania poza sugestią przeczekania sytuacji. W tych warunkach rządy sięgnęły po jedyny znany sobie środek zaradczy, by powstrzymać groźbę globalnego załamania. I przeszły do porządku dziennego nad biadoleniem ekonomistów straszących przyszłymi kłopotami i kwestionujących sens tych działań⁶.

Co do długookresowych konsekwencji zadłużenia i wysokich deficytów budżetowych, jako środka walki z kryzysem – trudno dziś o jednoznaczne opinie. Przyszłość pokaże.

Natomiast w kwestii, czy obecny kryzys zmieni szybko sytuację w teorii ekonomii M. Garbicz udziela negatywnej odpowiedzi. W uzasadnieniu podaje działanie trzech czynników:

- 1) stworzenie alternatywnych rozwiązań to zadanie bardzo trudne, a więc jego realizacja nie będzie szybka;
- 2) zwolennicy rozwiązań neoklasycznych przeszli do natarcia. Ich podstawowym argumentem jest nieodpowiedzialna polityka monetarna. Twierdzą oni, że amerykański FED utrzymywał zbyt długo niskie stopy procentowe, co wywołało nadmierną ekspansję kredytu, nadmierny popyt, narastanie bąbla spekulacyjnego i kryzys.

W podobnym duchu do powyższych uwag wypowiadali się inni autorzy, również cytując kolejnych liczących się w skali międzynarodowej ekonomistów. Ostatni z wymienionych argumentów jest, zdaniem M. Garbicza, prawdziwy, ale jednocześnie jednostronny. Pisze on: *trudno poważnie kwestionować np. wpływ deregulacji w sektorze finansowym, wynikającej z wyznawanej filozofii ekonomicznej, na rozwój sytuacji. Jednocześnie użycie tego argumentu wikła zwolenników ekonomii „słodkowodnej” w sprzeczności. Albo jest się zwolennikiem hipotezy racjonalnych oczekiwań i wyznawcą poglądu o nieskuteczności polityki gospodarczej (w tym monetarnej) i wtedy trudno dowodzić, że racjonalnie działające podmioty uległy czarowi A. Greenspana, albo istotnie polityka monetarna zawiniła, ale wtedy hipoteza racjonalnych oczekiwań jest nieprawdziwa (przynajmniej w mocnej wersji). A hipoteza REH ma kluczowe znaczenie dla spójności całej koncepcji neoklasycznej.*

- 3) obecny kryzys nie okazał się na razie zbyt ciężki. Po części w wyniku podjętej – a krytykowanej – akcji fiskalnej.

⁶ Za M. Garbiczem por. np. list około 250 amerykańskich ekonomistów do B. Obamy, With All Due Respect Mr. President, That Is Not True, 9.01.2009, M. Garbicz, Nauki ekonomiczne..., *op. cit.*, s. 61.

W podobnym duchu do powyższych uwag wypowiadali się inni autorzy, również cytując kolejnych liczących się w skali międzynarodowej ekonomistów.

B. Mróz przytoczył krytykę noblisty P. Krugmana założeń i dorobku ekonomii neoliberalnej, zwłaszcza szkoły chicagowskiej⁷. Impulsem do wystąpienia z tak ostrą krytyką stał się ostatni kryzys gospodarczy zapoczątkowany na rynku ryzykownych kredytów hipotecznych (tzw. subprime) w USA. Zdaniem Krugmana: *myśl neoliberalna znalazła się w ślepych zaułku, ponieważ jej prominentni przedstawiciele „wzięli piękno za prawdę”, ulegając urokowi i formalnej elegancji matematycznych modeli. Jednakże powabne teorie ubrane w szaty matematycznych lub ekonometrycznych formuł były oderwane od rzeczywistości, zbyt wyidealizowane i uproszczone, a ich „moc wyjaśniająca” i walory predykcyjne okazały się znikome.*

Nadmierna wiara w samoregulacyjne mechanizmy rynkowe i w racjonalność decyzji podejmowanych przez podmioty gospodarcze doprowadziła do spychania na margines wielu istotnych, ale niewygodnych kwestii, takich jak nieracjonalność ludzkich zachowań, odruchy stadne, okresy paniki rynkowej, uwarunkowania kulturowe i historyczne, irracjonalne banki spekulacyjne, negatywne efekty zewnętrzne. Jeśli uznamy, że teorie powinny być weryfikowane empirycznie i ustawicznie poddawane falsyfikacji, to ekonomia neoliberalna nie wytrzymała konfrontacji z rzeczywistością.

W nawiązaniu do kryzysów i baniek spekulacyjnych na rynkach kapitałowych Krugman krytykuje hipotezę efektywnego rynku, twierdząc, że nie wyjaśnia ona irracjonalnych spadków lub wzrostów indeksów giełdowych, a więc jej walory eksplanacyjne są wysoce wątpliwe. W starciu ekonomistów – zwolenników nieskrępowanego wolnego rynku – z keynesistami Krugman opowiada się po stronie tych ostatnich, przywołując ostatnie doświadczenia i postulując szersze wykorzystanie aktywnej roli państwa i rozsądnych regulacji instytucjonalnych w przewyciężaniu zjawisk kryzysowych.

Schumpeterowskie ujęcie kryzysu przedstawił w swoim tekście A. Glapiński⁸. Stwierdził on, że: *Z punktu widzenia ekonomii ewolucyjnej kryzys nie jest przeciwstawieniem, ale przeciwnie kluczowym elementem rozwoju... Rozwój dokonuje się przez kryzysy i bez nich byłby niemożliwy. „Wieczny wicher kreatywnej destrukcji” w powtarzających się cyklach kryzysów i upowszechniania (imitacji) falowo pojawiających się innowacji selekcjonuje rozwiązania bardziej efektywnie realizujące procesy przystosowania. Proces ten jest istotą i esencją zjawiska kapitalizmu. Innowacje ekonomiczne, technologiczne i instytucjonalne pełnią w rozwoju gospodarczym rolę mutacji genetycznych w mechanizmie doboru naturalnego. Są tworzywem podnoszącym poziom przystosowania mechanizmu selekcji.*

⁷ B. Mróz, Teoria versus niepokorna rzeczywistość. Czy nauki ekonomiczne potrafią sprostać wyzwaniom XXI wieku?, w: Nauki ekonomiczne..., *op. cit.*, s. 63–70.

⁸ A. Glapiński, Ekonomia ewolucyjna a rozwój i kryzys, w: Nauki ekonomiczne, *op. cit.*, s. 75–79.

W kwestii przyszłości gospodarki kapitalistycznej A. Glapiński pisze: *W początkach XXI wieku globalizacja, rozrost światowego kapitału spekulacyjnego, rewolucja informatyczna i rewolucja biologiczna zapowiadają eksplozywnie tempo zmian o niewiadomym kierunku.*

Na etyczne i behawioralne aspekty nauk ekonomicznych zwraca uwagę A. Czerwonka⁹. Autorka pisze: *Okazuje się, że najczęściej wymienianymi przyczynami kryzysu są ludzka chciwość oraz egoizm zarządzających. Rodzi się zatem pytanie, czy w „odczłowieczonej” ekonomii jest miejsce na etykę i moralność. Czy podkreślenie etycznego i behawioralnego czynnika w naukach ekonomicznych pozwoli nam uchronić się przed kolejnym kryzysem, nie tylko finansowym, lecz także kryzysem moralności? Analizując, na ile teorie neoklasycznej ekonomii odpowiadają realiom XXI wieku, przytacza wypowiedź J. E. Stiglitz w kwestii słuszności jednego z podstawowych założeń ekonomii neoklasycznej, że: *wynagrodzenie jednostki odzwierciedla jej wkład społeczny, czyli to, w jakim zakresie jej osiągnięcia czy praca wzbogacają społeczeństwo.**

J. E. Stiglitz podaje dwa kontrastujące ze sobą przykłady moralności i porusza problem wynagrodzenia i podejścia do wykonywanego zawodu. Przedstawia on sylwetkę N. Borlauga, laureata pokojowej Nagrody Nobla z 1970 roku, który dzięki swemu odkryciu uratował setki milionów ludzi przed śmiercią głodową. Borlaug po 20 latach badań wyhodował bardzo plenne i odporne na choroby odmiany zboża, eliminując klęskę głodu w wielu regionach świata. Kiedy otrzymał informację o Nagrodzie Nobla – o czwartej nad ranem, jak pisze Stiglitz: *pracował w polu, nie dla korzyści finansowych, lecz z przekonania i z umiłowania pracy. Postawa Borlauga jaskrawo kontrastuje z działalnością businessmenów z Wall Street, którzy twierdzili, że muszą być hojnie wynagradzani, aby mieć motywację. Zdaniem Stiglitz ta motywacja nie przekłada się na wprowadzanie nowych produktów, które zmieniałyby świat zwykłych ludzi na lepszy, np. poprzez pomoc w zarządzaniu ryzykiem. Działania zarządzających zaślepione chciwością koncentrowały się na obchodzeniu regulacji finansowych i wykorzystywaniu osób gorzej poinformowanych.*

Gdyby neoklasycy mieli rację, tj. gdyby wynagrodzenie zależało od wkładu społecznego, Borlaug byłby jednym z najbogatszych ludzi na świecie, natomiast bankierzy z Wall Street ustawialiby się w kolejce po darmową zupę.

Wpływ obecnego kryzysu na ocenę oraz na empiryczną weryfikację teorii gospodarczych funkcjonujących w ciągu ostatnich dziesięcioleci jest przedmiotem

⁹ M. Czerwonka, *Etyczne i behawioralne aspekty nauk ekonomicznych w dobie kryzysu finansowego*, w: *Nauki ekonomiczne...*, op. cit., s. 81–93.

zainteresowań W. Bołkunowa¹⁰. Jego zdaniem kryzys swoim działaniem i skutkami podważył podstawę myśli liberalnej, która opierała się na założeniu racjonalności zachowań podmiotów gospodarczych. Przykładem może być działalność banków, przedkładających krótkookresowe zyski nad przyszłe straty i poważne ryzyko upadłości. Autor zwraca uwagę, że obecna sytuacja nie jest zjawiskiem nowym. Historia gospodarcza systematycznie pokazuje przyjmowanie jakiejś doktryny za pewnik stanowiący wytyczną dla polityki ekonomicznej, a następnie odrzucenie go pod wpływem następującego kryzysu.

Po raz pierwszy zjawisko to, w opinii autora, wystąpiło w okresie Wielkiego Kryzysu w latach 20. i 30. XX wieku. Doszło wówczas do odejścia od założeń neoklasycznych wolnego rynku, które nie były w stanie wyjaśnić zjawiska o podstawowym dla tego okresu znaczeniu. Zjawiskiem tym było wzrastanie liczby bezrobotnych przy jednoczesnym spadku płac¹¹.

Zjawisko to wyjaśniał keynesizm (J. M. Keynes), który stał się dominującym kierunkiem dla polityki gospodarczej aż do drugiej połowy lat 70. XX wieku.

Kryzys naftowy lat 70. i 80. stał się natomiast podstawą odejścia od keynesizmu, który miał być przyczyną wzrastania inflacji i deficytów budżetowych.

W ekonomii głównego nurtu, zdaniem Z. Stańka, jest niedoceniana rola praw własności, transferów tych praw i funkcjonowania nadzoru korporacyjnego i właścicielskiego¹². Stwierdził on, że: *Wiele faktów i zjawisk wskazuje na zawodność systemów tego nadzoru, co wyraża się nieefektywnością zarządzania wartością przedsiębiorstwa w instytucjach zaufania publicznego czy wadami zarządzania ryzykiem. Dotyczy to również systemu finansowego i rynku finansowego.*

Doświadczenia kryzysu finansowego wskazują, że: *rynkami finansowymi mogą z rynków obsługujących sferę realną stać się głównie rynkami innowacji finansowych, często „żyjącym własnym życiem” i jedynie pośrednio związanym z rzeczową produkcją. Innowacje finansowe mogą powodować brak efektywnego zarządzania ryzykiem i sprzyjać zerwaniu więzi między sferą realną a pieniężną. Na rynkach finansowych występuje tendencja do ich integracji, czemu sprzyjają procesy rozwoju międzynarodowych grup kapitałowych i konglomeratów finansowych. Towarzyszą też temu zmiany w systemie nadzoru i odpowiedniej regulacji.*

¹⁰ W. Bołkunow, Rola przedsiębiorczości w gospodarce światowej według A. Schumpetera, w: *Nauki ekonomiczne...*, *op. cit.*, s. 157–159.

¹¹ Wzrost bezrobocia, przy jednoczesnym spadku wynagrodzeń, był całkowicie sprzeczny z podstawowymi tezami szkoły neoklasycznej. Szkoła ta przyjmowała, że wraz ze spadkiem wynagrodzeń powinien następować spadek bezrobocia. Spadek wynagrodzeń miałby następować aż do momentu osiągnięcia punktu równowagi, czyli punktu, w którym bezrobocie zostałoby wyeliminowane.

¹² Z. Staniek, Ekonomia instytucjonalna a ekonomia głównego nurtu, w: *Nauki ekonomiczne...*, *op. cit.*, s. 33–46.

Przy globalnym charakterze rynków finansowych potrzebne są także instytucje ponadpaństwowe odpowiednio koordynujące działania w gospodarce światowej, np. instytucje wspólnego nadzoru w ramach Unii Europejskiej. W dobie globalizacji swobodny rozwój rynków prowadzi do różnego rodzaju turbulencji, a nawet kryzysów. Wyraźnie daje o sobie znać zjawisko niedorozwoju instytucjonalnego w skali gospodarki światowej.

Możliwości i ograniczenia modelu neokeynesowskiego przy opracowywaniu i wdrażaniu strategii antykryzysowej jest przedmiotem rozważań M. Kolasy w opracowaniu pt. „Model neokeynesowski a kryzys finansowy”¹³. Autor zwraca uwagę, że: *mało kto spodziewał się krachu tej skali. Stąd publiczne przyznanie się przez byłego szefa Rezerwy Federalnej A. Greenspana, że przeceniono zdolności rynków finansowych do samostabilizacji.*

Z kolei ekonomiści brytyjscy, świadomi swej nieskuteczności, przeprosili królową Elżbietę II za brak zapobieżenia kryzysowi.

O skali zagrożenia ze strony kryzysu niech świadczy fakt podjęcia szybkich i wszechstronnych działań rządów i banków centralnych w celu przeciwdziałaniu kryzysowi i ograniczenia jego skutków.

M. Kolasa przytacza, wspomnianą już dyskusję pomiędzy P. Krugmanem i J. H. Cochrane: P. Krugman przypuścił ostry atak na stan współczesnej ekonomii, dezawuuując jej dorobek z ostatnich kilkudziesięciu lat i w gruncie rzeczy postulując cofnięcie się do prac J. M. Keynesa. W swojej replice Cochrane podkreślał, z kolei, na dokonany od czasu Keynesa postęp, wskazując kierunki rozwoju narzędzi analizy ekonomicznej, mogące sprostać obecnym wyzwaniom, bez konieczności przekreślania uzyskanego z takim trudem konsensu pomiędzy szkołą neoklasyczną i keynesowską. Autor artykułu zwraca uwagę, że niniejsze rozważania wpisują się w nurt przyjmujący jako obiekt zainteresowania standardowy model neokeynesowski. Model ten obecnie jest podstawowym narzędziem analizy polityki makroekonomicznej nie tylko w środowiskach akademickich, lecz także w ośrodkach decyzyjnych, szczególnie w bankach centralnych.

Na podstawie przeprowadzonej w artykule analizie M. Kolasa stwierdził, że wbudowane w model neokeynesowski założenie o perfekcyjnie funkcjonujących rynkach finansowych powoduje, że nie mógł być on w swojej standardowej wersji wykorzystany do oceny skutków programów przeciwdziałających załamaniu pośrednictwa finansowego. Jednakże przynajmniej dwa argumenty wskazują jednak, że jego odrzucenie nie jest uzasadnione. Po pierwsze, model ten stanowi użyteczne narzędzie do analizy jednego z aspektów kryzysu, jakim jest funkcjonowanie gospodarki w warunkach pułapki płynności. Po drugie – jego konstrukcja

¹³ M. Kolasa, Model neokeynesowski a kryzys finansowy, w: *Nauki ekonomiczne...*, *op. cit.*, s. 115–124.

jest na tyle elastyczna, że możliwe jest rozszerzenie jej o elementy niezbędne do analizy niekonwencjonalnych działań w zakresie polityki monetarnej.

Reasumując, z przedstawionych opinii wynikają następujące wnioski:

Ekonomistom nie udało się przewidzieć, że kryzys wystąpi ani jego rozmiarów. Rządy i banki centralne, wbrew opinii wielu ekonomistów, zastosowały rozwiązania typu keynesowskiego. Przyczyną był brak propozycji (pomijam postulaty, aby nic nie robić, które dla polityków gospodarczych są bezużyteczne) złagodzenia skutków kryzysu i uruchomienia działań służących wyprowadzeniu gospodarki światowej z kryzysu ze strony ekonomistów reprezentujących szkołę neoklasyczną (czyli ekonomię głównego nurtu).

Jako przyczyny kryzysu podano:

- 1) oportunizm i brak rzetelnego podejścia ekonomistów do nauki oraz nieuczciwość, pazerność i wykorzystywanie, nie mających wiedzy klientów, przez menedżerów i finansistów, np. z Wall Street;
- 2) brak systemowych i instytucjonalnych międzynarodowych zabezpieczeń na światowych rynkach finansowych, umożliwiających w dobie globalizacji na nierzetelne, niemoralne, a często przestępcze działania kadry menedżerów i finansistów;
- 3) skoncentrowanie badań ekonomicznych i zainteresowania ekonomistów z głównych ośrodków gospodarczych sytuacją w krajach o rozwiniętej gospodarce rynkowej, gdy tymczasem większość ludności świata żyje w krajach o gospodarce tylko częściowo rynkowej. Powoduje to, zdaniem K. Hoffa i J. Stiglitz, że ekonomia neoklasyczna ma ograniczenia, które czynią ją nieprzydatną w wyjaśnianiu problemów gospodarczych tej części świata, czyli nieprzydatną w ogóle;
- 4) wysoka złożoność merytoryczna omawianych zagadnień, utrudniająca wykrywanie i monitowanie kryzysów.

Należy podkreślić, że zarówno w czasie I Sesji poświęconej „sporom wokół pryncypiów ekonomii”, jak i w ciągu kolejnych dwóch dni XVII Sympozjum Naukowego Kolegium Zarządzania i Finansów toczyły się bardzo żywe i interesujące debaty dotyczące tematu Sympozjum.

W niniejszym materiale przedstawiłem swoje stanowisko w kwestii relacji wzrost gospodarczy–bezrobocie. Zagadnienie to koresponduje z problemami poruszonymi w punktach 3c i 3d. Jeżeli rozpatrywać je w skali całej gospodarki światowej w długim okresie to brak rozwiązania problemów relacji wzrost gospodarczy–bezrobocie w świetle nowych trendów w postępie technicznym może być przyczyną całej serii bardzo poważnych kryzysów społeczno-gospodarczych, politycznych, a w konsekwencji i finansowych zarówno w poszczególnych krajach i regionach, jak i w skali całej gospodarki światowej.

3. Wzrost gospodarczy a bezrobocie¹⁴

Analizując problem relacji pomiędzy poziomem bezrobocia a zmianami stopy wzrostu gospodarczego zarówno z punktu widzenia teorii ekonomii, jak i zadań polityki ekonomicznej, stajemy wobec pytania, czy zmiany dynamiki wzrostu gospodarczego będą miały wpływ na poziom bezrobocia, a także, czy spadek poziomu bezrobocia będzie przyspieszać czy spowalniać wzrost gospodarki? W krajach wysoko rozwiniętych bezrobocie traktowane jest przede wszystkim jako problem społeczny, jednakże w krajach będących obecnie na niższym poziomie gospodarczym jest to również bardzo poważny problem ekonomiczny¹⁵. Nawet w krajach rozwiniętych wielu ekonomistów uważa¹⁶, że wzrost bezrobocia obniża potencjalną wydajność i negatywnie wpływa na zdolności produkcyjne gospodarki. Bezrobocie zmienia motywacje i zachętę do działania zarówno w stosunku do pracowników, jak i podmiotów gospodarczych. Może ono skłaniać pracowników do większych wysiłków, aby nie stracić miejsca pracy. Jednocześnie jednak może motywować zarówno pracowników, jak i podmioty ekonomiczne do odchodzenia od działalności innowacyjnej, jako obciążonej większym ryzykiem, na rzecz prac rutynowych, co może zarówno zwiększać, jak i redukować stopę wzrostu gospodarczego. Dodatkowym rezultatem utrzymywania się bezrobocia są zmiany roszczeń płacowych pracowników, potencjalnie wpływających na przyspieszenie lub spowolnienie wzrostu gospodarki. Perspektywy wyższych dochodów mogą też zachęcić zarówno pracowników, jak i podmioty gospodarcze do zrewidowania swojego postępowania na poszczególnych rynkach, włączając w to rynek pracy. Fakt ten również może zmieniać poziom bezrobocia w gospodarce.

Jednym z głównych czynników stymulujących wzrost gospodarczy są zmiany strukturalne w gospodarce. Szybkie zmiany strukturalne prowadzą do podwyższenia dynamiki tworzenia i likwidacji miejsc pracy, a w konsekwencji do wzrostu bezrobocia. Problem sprowadza się do ustalenia, czy przy obecnych trendach postępu technicznego (określanych jako tzw. trzecia rewolucja przemysłowa) zmiany dynamiki wzrostu gospodarczego mają jeszcze wpływ na wielkość bezrobocia, czy z kolei spadek poziomu bezrobocia będzie poprawiał czy obniżał wyniki wzrostu gospodarczego.

¹⁴ M. Gruchelski, *Wzrost gospodarczy a bezrobocie w wybranych teoriach wzrostu ekonomicznego i rynku pracy – wnioski dla polityki gospodarczej*, Warszawa 2010, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie.

¹⁵ M. Gruchelski, P. Nowak, *Postęp techniczny i polityka płac efektywnościowych a wzrost gospodarczy. Przegląd literatury – wybrane modele*, w: *Wzrost gospodarczy a bezrobocie i nierówności w podziale dochodu*, praca zbior. pod redakcją W. Pachy, M. Garbicz, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, 2008, s. 39.

¹⁶ E. Kwiatkowski, *Bezrobocie. Podstawy teoretyczne*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 10–11.

Badania wielu autorów potwierdzają tezę, że wzrost gospodarczy i bezrobocie traktowane są jako zjawiska ze sobą skorelowane. Najczęściej bezrobocie i wzrost ekonomiczny są ujemnie skorelowane zarówno gdy rozpatrywać tę relację w układzie czasowym, jak i w przekroju między krajami. Wzorzec ten jednak nie zawsze jest słuszny ani w odniesieniu do poszczególnych krajów wysoko rozwiniętych, ani w stosunku do krajów nowo przyjętych do Unii Europejskiej i przechodzących proces systemowej transformacji. Np. w Polsce w latach 1990–2008 występowały okresy dodatniej korelacji pomiędzy wzrostem gospodarczym i zwiększeniem stopy bezrobocia¹⁷. Zgodnie z badaniami¹⁸ M. Zaglera w Europie Zachodniej w latach 1955–1972 równocześnie występowały okresy wysokiej dynamiki wzrostu gospodarczego oraz niskich stóp bezrobocia. Z kolei w latach 70. nastąpiła stagnacja wzrostu gospodarczego, z równoczesnym radykalnym wzrostem stóp bezrobocia. Okres od połowy lat 80. do połowy lat 90. charakteryzuje się w Europie Zachodniej wyższą dynamiką wzrostu, przy utrzymaniu wysokiego poziomu bezrobocia. Lata te określane są jako okres wzrostu bezzatrudnieniowego.

Problemy wzrostu gospodarczego i bezrobocia były w ostatnich latach podstawowymi zagadnieniami w debacie nad polityką Unii Europejskiej. W dwóch materiałach o strategicznym znaczeniu, tj. w „Białej Księdze dotyczącej Wzrostu Gospodarczego i Zatrudnienia” (The White Paper on Growth, Competitiveness, and Employment, European Commission, 1993) i „Materiałach Komisji dotyczących Innowacji” (Green Paper on Innovation European Commission, 1995), Unia Europejska zdecydowała, aby ujmować obydwa problemy łącznie. W Amsterdamie w ramach Specjalnej Strategii Stymulowania Produkcji i Zatrudnienia (Special Action Programme) Unia Europejska podjęła decyzję o zainwestowaniu 10 mld euro dla pobudzenia wzrostu gospodarczego i zatrudnienia w krajach Unii w latach 1997–2000. Z analizy omawianych strategicznych materiałów i wspomnianego planu inwestycyjnego jednoznacznie wynika, że celem w tym przypadku nie było łagodzenie cyklu koniunkturalnego, ale zmiana oddziaływania czynników determinujących proces wzrostu gospodarczego i sytuację na rynku pracy (European Commission, 1995, p. 12). Zasadnicze znaczenie dla nowej strategii i polityki zatrudnienia miał Traktat Amsterdamski (7 października 1997 roku), w którym uznano: *wyzwanie zatrudnieniowe za kluczowy problem Europy*.

Kolejny szczyt w Luksemburgu (w 1997 roku) przyjął Europejską Strategię Zatrudnienia. Następujące po sobie szczyty w Lizbonie (w 2000 roku) i w Barcelonie (w 2002 roku) potwierdziły, że pełne zatrudnienie jest celem strategicznym, i podkreśliły konieczność pełnej realizacji Europejskiej Strategii Zatrudnienia przyjętej

¹⁷ M. Zagler, *Growth and Employment in Europe*, Vienna University 2003, s. 2.

¹⁸ M. Gruchelski, P. Nowak, *Postęp techniczny...*, *op. cit.*

w Luksemburgu. Rok później, tj. w 2003 roku, na szczycie w Brukseli Rada Europy zainicjowała Nową Strategię Zatrudnienia¹⁹.

Przywołane szczyty i podjęte podczas ich trwania decyzje świadczą o zasadniczej zmianie w polityce państw Unii w kierunku realizacji polityki pełnego zatrudnienia. Polityka taka w kontekście długofalowych trendów w bezzatrudnieniowym wzroście stawia otwarty problem realizacji jednocześnie dwóch celów, tj. pełnego zatrudnienia i dążenia gospodarki do nowoczesności i konkurencyjności.

Cały problem uległ istotnemu zaostrzeniu z chwilą wejścia do Unii Europejskiej kolejnych 10 krajów. Państwa te bowiem charakteryzują się, z jednej strony, niższym poziomem dochodu narodowego na jednego mieszkańca, z drugiej zaś, znacznymi (szczególnie w Polsce i w Słowacji) nadwyżkami siły roboczej, będącymi rezultatem zarówno przemian strukturalnych, transformacji systemowej, jak i realizowanego np. w Polsce w latach 90. bezzatrudnieniowego wzrostu gospodarczego.

Należy podkreślić, że o ile bezrobocie w „starych” krajach Unii Europejskiej traktowane jest głównie jako poważny problem społeczny, a dopiero później jako problem ekonomiczny, o tyle w Polsce powinien być on przede wszystkim rozpatrywany jako problem gospodarczy²⁰.

W wyniku nowych zjawisk w postępie technicznym (określanych potocznie jako III rewolucja przemysłowa), procesowi globalizacji gospodarki światowej oraz zmianami na rynku pracy, od lat 80. XX wieku, ma miejsce w krajach wysoko rozwiniętych zmiana w relacji wzrost gospodarczy–bezrobocie.

Bezrobocie ze zmiennej objaśnianej, zdaniem części autorów, staje się zmienną albo współokreślającą dynamikę wzrostu PKB (sprzężenie zwrotne) albo wręcz zmienną objaśniającą dynamikę produkcji.

¹⁹ Bezrobocie rejestrowane w Polsce w kwietniu 2010 roku wyniosło 1973,8 tysięcy osób, co stanowiło 12,3% zasobu pracy (suma zatrudnionych i bezrobotnych). Powyższe dane nie obejmują 1,5 miliona tzw. zniechęconych (*discouraged*) oraz 2,2 miliona osób, które wyemigrowały za pracą zagranicę, głównie do innych krajów Unii Europejskiej.

²⁰ Za takim podejściem przemawia zarówno skala zjawiska, jak i struktura bezrobocia. Według danych oficjalnych blisko 1/10 zasobów siły roboczej w Polsce nie ma pracy, a więc nie jest ani pełnowartościowymi konsumentami, ani producentami. A prawie połowa bezrobotnych w Polsce to bezrobotni długookresowi, 27,9% to ludzie, którzy nie przekroczyli 24 roku życia, a 44,3% nie przekroczyło 30 roku życia. Stopa bezrobocia osób w wieku 15–19 lat wynosiła 50,2%, a w wieku 20–24 lata – 42,5%. Na koniec 2002 roku 48% absolwentów aktywnych zawodowo było bezrobotnymi. Zatem bezrobocie dotyka w Polsce ludzi lepiej wykształconych oraz będących w najlepszym okresie życia zawodowego. Co gorsza, większość z nich nie podjęła w ogóle pracy (pierwszego zatrudnienia), a więc nie ma możliwości wykorzystania ich naturalnej w młodym wieku zdolności do innowacji i wynalazczości. Obecnie bezrobocie jest na poziomie (około 2 mln osób), ale 2,2 miliona osób pracuje za granicą (dane GUS) oraz około 1,5 miliona jest tzw. zniechęconych, tj. nie podejmuje wysiłku szukania pracy z uwagi na nikłe szanse jej uzyskania.

Jeżeli powyższe tendencja utrzymałaby się lub gdyby przyjąć, że kraje wysoko rozwinięte udziela pomocy krajom słabiej rozwiniętym w formie tworzenia w tych krajach nowych wydajnych miejsc pracy, aby w ten sposób stymulować rozwój gospodarczy oraz zwalczać bezrobocie i ubóstwo w skali całej gospodarki światowej, wówczas redukcja bezrobocia może stać się istotnym czynnikiem przyspieszającym rozwój ekonomiczny.

3.1. Wykorzystanie redukcji bezrobocia jako czynnik wzrostu gospodarczego

Wykorzystanie redukcji bezrobocia jako czynnika stymulującego wzrost gospodarczy ma charakter okresowy. Po zlikwidowaniu nadwyżek siły roboczej tempo wzrostu dochodu narodowego z tytułu wzrostu zatrudnienia ukształtuje się na poziomie wzrostu zatrudnienia z tytułu zmian demograficznych. Z tego punktu widzenia zastosowanie redukcji bezrobocia jako metody na przyspieszenie rozwoju byłoby istotne dla takich krajów, jak Polska, ale będzie miało mniejsze znaczenie dla krajów zaawansowanych ekonomicznie, w których bezrobocie kształtuje się na poziomie od 4% do 10%²¹.

Redukcja bezrobocia rzeczywistego do poziomu bezrobocia równowagi, tj. 5–6%²², mogłaby zgodnie z prawem Okuna²³ przynieść wzrost PKB o 8–10%.

Inaczej wygląda rola ograniczenia bezrobocia jako czynnika wzrostu gospodarczego jeżeli rozpatrywać gospodarkę światową jako całość, uwzględniając następujące czynniki:

- zgodnie z danymi Międzynarodowej Organizacji Pracy (MOP), w skali całej gospodarki światowej jeden miliard ludzi jest bezrobotnych, zatrudnionych w minimalnym stopniu (*underemployed*) lub osiągających dochód za swoją pracę poniżej 1 dolara dziennie. Ekspert MOP szacują, że w ciągu najbliższych lat konieczne będzie pilne zwiększenie nowych miejsc pracy o 500 milionów, tj. tyle, ile obecnie zatrudnionych jest w krajach wysoko rozwiniętych,
- w krajach wysoko rozwiniętych w wielu dziedzinach następuje nasycenie potrzeb lub osiągnięcie poziomu konsumpcji, przy którym popyt całkowity zbliża się do wielkości popytu restytucyjnego. Dla przykładu, stopień rozwoju infrastruktury komunikacyjnej w bogatych krajach Unii Europejskiej (Niemcy) bliski jest pełnemu zaspokojeniu potrzeb.

²¹ W kwietniu 2010 roku stopa bezrobocia w Unii Europejskiej wynosiła 9,7%, a w USA 9,9%.

²² Wysokość stopy równowagi w USA.

²³ Według wcześniejszych badań Okuna przekroczenie stopy bezrobocia naturalnego o 1% powoduje, że poziom rzeczywistego PKB jest niższy od potencjalnego o 4%. Zgodnie z wynikami późniejszych badań Okun zredukował ten współczynnik do 2.

W USA liczba samochodów w tym roku wyniesie 251 milionów na 310 milionów mieszkańców, dlatego nie może dziwić fakt, że największy pod względem liczby sprzedawanych samochodów na świecie nie będzie rynek amerykański, ale chiński. W tej sytuacji dalszy dynamiczny rozwój krajów wysoko rozwiniętych w coraz większym stopniu będzie zależeć od wzrostu popytu ze strony krajów mniej gospodarczo rozwiniętych, a to z kolei będzie wymagało między innymi rozwiązania problemu bezrobocia w tych krajach. Można postawić pytanie, czy znane są w praktyce gospodarczo-społecznej przykłady, gdy kraj czy grupa krajów będąca w lepszej sytuacji ekonomicznej czy znajdująca się na wyższym poziomie rozwoju ekonomicznego udzieliła pomocy krajom mniej rozwiniętym i, zarówno dawca, jak i beneficjent pomocy, odnieśli korzyści? W przeszłości dobrym przykładem takiego działania były tzw. Plan Marshalla²⁴ oraz jego odpowiednik dla Japonii, skutecznie wdrożone po II wojnie światowej. Programy te w warstwie ekonomicznej miały umożliwić odbudowę zniszczonej Europy i Japonii. Z jednej strony, zaktywizowały zatrudnienie w wymienionych krajach, przede wszystkim łagodząc barierę importu, z drugiej zaś, zaktywizować gospodarkę amerykańską, uruchamiając popyt na produkty amerykańskie. Należy podkreślić, że pamięć o recesji, przez jaką przeszła gospodarka amerykańska po I wojnie światowej, była istotnym czynnikiem, który wpłynął na wdrożenie Planu Marshalla.

Podsumowując, obydwie wspomniane programy, łagodząc bariery podażowe (przede wszystkim importową) w krajach odbudowujących swoje gospodarki oraz stymulując popyt w USA (poprzez pobudzanie eksportu dóbr, usług oraz kapitału) przyczyniły się w zasadniczy sposób zarówno do wzrostu dochodu narodowego, jak i redukcji bezrobocia we wszystkich krajach uczestniczących w tych programach.

Współcześnie przykładem podobnej kooperacji jest współpraca pomiędzy bardziej zaawansowanymi krajami w Unii Europejskiej a nowo przyjętymi. Kraje nowo przyjęte są netto beneficjentami programów Unii Europejskiej, których zadaniem jest jak najszybsze dostosowanie ich gospodarek oraz poziomu życia do standardów unijnych. Do największych wartościowo należą programy związane z inwestycjami w infrastrukturę i środowisko naturalne. Oprócz długofalowego zadania, mającego na celu wyrównanie poziomów rozwoju gospodarczego w ramach Unii, zadaniem tych programów jest pobudzanie wzrostu gospodarczego i redukcji bezrobocia zarówno w krajach bogatych, jak i nowo przyjętych. W realizacji inwestycji w nowo przyjętych krajach mają prawo i uczestniczą na tych samych prawach wszystkie firmy z całej Unii Europejskiej. W rezultacie np. firmy niemieckie mogą rozwijać się dzięki inwestycjom w infrastrukturę w Polsce. W Niemczech ze względu na

²⁴ Marshall Plan – European Recovery Program, Program Odbudowy Europy. W Planie Marshalla zastosowany był mechanizm tanich kredytów, natomiast obecnie w unijnych funduszach pomocowych wykorzystuje się system dotacji.

bardzo wysoki poziom rozwoju infrastruktury znalezienie nowych efektywnych przedsięwzięć inwestycyjnych byłoby bardzo trudne.

Z kolei, wysoka dotacja w euro (sięgająca nawet do 85% wartości inwestycji) pozwala na sfinansowanie procesu inwestycyjnego w Polsce. Mamy więc do czynienia z sytuacją analogiczną jak w przypadku Planu Marshalla, w której wszystkie kraje korzystały na współpracy – bogate dzięki usunięciu bariery popytu, natomiast biedniejsze w wyniku złagodzenia bariery braku kapitału, w tym środków na import. Efektem jest wzrost gospodarczy i redukcja bezrobocia we wszystkich krajach członkach Unii Europejskich. W przypadku inwestycji w ochronie środowiska naturalnego dodatkowymi czynnikami stymulującymi rozwój tych inwestycji jest wielokrotnie wyższa ich efektywność, mierzona kosztem osiąganego efektu ekologicznego w krajach nowo przyjętych do Unii Europejskiej

Nie można też nie brać pod uwagę ostrzeżeń płynących ze strony zarówno części biznesu, związków zawodowych, pracowników nauki, jak i polityków, którzy uważają, że obecna tzw. trzecia rewolucja przemysłowa w szybkim tempie zastępuje ludzi maszynami praktycznie w każdym sektorze i gałęzi gospodarki światowej. Redukcji zatrudnienia w trzech podstawowych sektorach gospodarki: rolnictwie, przemyśle i usługach towarzyszy nieznaczny wzrost zatrudnienia w sektorze naukowo-badawczym w żadnym razie nie rekompensujący spadku zatrudnienia w tradycyjnych sektorach gospodarki²⁵. Gdyby wspomniana tendencja okazała się w długim okresie dominująca, prawdopodobne byłoby wówczas powstanie sytuacji, w której nie wzrost produkcji prowadziłby do zwiększenia zatrudnienia, a w konsekwencji do ograniczenia bezrobocia, ale odwrotnie, warunkiem przyspieszenia wzrostu PKB byłaby wówczas redukcja bezrobocia, która poprzez efekt popytowy stymulowałaby wzrost produkcji. Jest prawdopodobne, że ograniczenie bezrobocia wymagałoby wówczas wdrożenia autonomicznej polityki prozatrudnieniowej, realizowanej zarówno przez państwo, jak i przedsiębiorstwa. Niezależnie od tego, czy sprawdzi się czarny scenariusz masowego wypierania ludzi przez maszyny, w szczególności przez roboty, dwa pierwsze argumenty są wystarczająco silne, aby postawić tezę, że w skali całej gospodarki światowej obok tradycyjnego podejścia, według którego wzrost produkcji będzie prowadzić do wzrostu zatrudnienia i ograniczenia bezrobocia będzie występować zarówno sprzężenie zwrotne pomiędzy wzrostem gospodarczym a bezrobociem, ale również na coraz większą skalę będzie miało miejsce odwrócenie relacji wzrost ekonomiczny–bezrobocie. Z odwróceniem relacji wzrost gospodarczy–bezrobocie możemy mieć również do czynienia w przypadku wykorzystywania procesów ograniczania bezrobocia w krajach słabiej zaawansowa-

²⁵ J. Rifkin, *Koniec Pracy – Schylek siły roboczej na świecie i początek ery postrykowej*, Wydawnictwo Dolnośląskie, Wrocław 2003, s. 1.

nych ekonomicznie oraz eliminacji nędzy jako źródła popytu na wzrost produkcji w krajach ekonomicznie bardziej zaawansowanych.

4. Podsumowanie

W niniejszym artykule przedstawiono opinie zawarte w wybranych tekstach przygotowywanych na pierwszą sesję pt.: „Spory wokół pryncypiów ekonomii” XVII Sympozjum Naukowego Kolegium Zarządzania i Finansów Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie. Dotyczyły one stanu teorii ekonomii, skuteczności działania ekonomistów reprezentujących różne szkoły ekonomiczne w zakresie wykrywania i przeciwdziałania kryzysom w świetle obecnego kryzysu finansowego na świecie. Źródłem tych opinii byli zarówno autorzy tekstów, jak i ekonomiści zagraniczni o ugruntowanej renomie międzynarodowej. Na podstawie przedstawionych opinii sformułowano cztery wnioski sprowadzające się do dwóch tez:

- 1) Ekonomiści nie byli w stanie przewidzieć wystąpienia kryzysu ani jego rozmiarów. Jego przyczyny są zarówno natury subiektywnej, jak i obiektywnej. Do pierwszej grupy czynników zalicza się konformistyczną postawę znacznej części środowiska naukowego oraz brak rzetelności zawodowej wielu menedżerów i finansistów, np. z Wall Street. Wśród czynników obiektywnych wymienia się brak międzynarodowych systemowych i instytucjonalnych zabezpieczeń rynków finansowych, uniemożliwiających wyżej wspomniane, często przestępcze działania kadry menedżerów i finansistów.
- 2) Żaden ze współczesnych modeli makroekonomicznych, niezależnie czy opracowanych przez ekonomistów szkoły neoklasycznej czy keynesowskiej, nie opisuje dobrze współczesnej gospodarki i nie może być bezpośrednio wykorzystany jako narzędzie służące do przygotowania strategii wyjścia z kryzysu. Dlatego też zarówno rządy, jak i banki centralne zastosowały typowe rozwiązania keynesowskie z lat 30. XX wieku, adaptując je do dzisiejszej sytuacji poprzez znaczne rozszerzenie wielkości interwencji oraz skoordynowanie działań rządów i banków centralnych w skali całej gospodarki światowej.

Obecny stan badań w zakresie teorii ekonomii powinien mobilizować ekonomistów do intensyfikacji działań nad opracowaniem modelu makroekonomicznego, który w sposób zadowalający opisywałby współczesną gospodarkę. Szczególnie pilną potrzebą jest objęcie badaniami krajów i regionów, które charakteryzują się gospodarką częściowo rynkową i w których mieszka większość mieszkańców świata, oraz relacjami pomiędzy tymi krajami a krajami wysoko rozwiniętymi o zaawansowanej gospodarce rynkowej.

Druga części artykułu dotyczy relacji wzrost gospodarczy a bezrobocie w świetle nowych tendencji w postępie technicznym (określanych jako tzw. III rewolucja przemysłowa) zarówno w odniesieniu do krajów zaawansowanych gospodarczo, jak i relacji pomiędzy wzrostem gospodarczym w tych krajach a tworzeniem nowych miejsc pracy w krajach gospodarczo słabo zaawansowanych. Na podstawie rozważań tu prowadzonych możemy stwierdzić, że:

- 1) w skali całej gospodarki światowej obok tradycyjnego podejścia, według którego wzrost produkcji będzie prowadzić do wzrostu zatrudnienia i ograniczenia bezrobocia będzie występować zarówno sprzężenie zwrotne pomiędzy wzrostem gospodarczym a bezrobociem, ale również na coraz większą skalę nastąpi odwrócenie relacji wzrost ekonomiczny–bezrobocie;
- 2) z odwróceniem relacji wzrost gospodarczy–bezrobocie możemy mieć również do czynienia w przypadku ograniczania bezrobocia poprzez tworzenie nowych miejsc pracy w krajach słabiej zaawansowanych ekonomicznie, jako źródła popytu na wzrost produkcji w krajach ekonomicznie wysoko rozwiniętych.

5. Bibliografia

1. Bartkowiak R., Paradygmat ekonomii. Od Kartezjusza do Darwina, czyli od ekonomii klasycznej do ewolucji teorii ekonomicznej i ekonomii rozwoju, w: Nauki ekonomiczne w świetle nowych wyzwań gospodarczych, pod red. nauk. R. Bartkowiaka i J. Ostaszewskiego, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2010.
2. Bołkunow W., Rola przedsiębiorczości w gospodarce światowej według A. Schumpetera, w: Nauki ekonomiczne.
3. Czerwonka M., Etyczne i behawioralne aspekty nauk ekonomicznych w dobie kryzysu finansowego, w: Nauki ekonomiczne.
4. Dzielwski P., Woźny Ł., O decentralizacji efektywnych alokacji w równowadze ogólnej w warunkach ryzyka pewnej klasy, w: Nauki ekonomiczne.
5. Garbicz M., Zapowiada się długa i wyczerpująca wojna pozycyjna (kryzys ekonomii, jego głównego nurtu czy incydent bez znaczenia?), w: Nauki ekonomiczne.
6. Głapiński A., Ekonomia ewolucyjna a rozwój i kryzys, w: Nauki ekonomiczne.
7. Gruchelski M., Wzrost gospodarczy a bezrobocie w wybranych teoriach wzrostu ekonomicznego i rynku pracy – wnioski dla polityki gospodarczej, Warszawa 2010, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie.

8. Gruchelski M., Nowak P., Postęp techniczny i polityka płac efektywnościowych a wzrost gospodarczy. Przegląd literatury – wybrane modele, w: Wzrost gospodarczy a bezrobocie i nierówności w podziale dochodu, praca zbior. pod redakcją W. Pacho, M. Garbicz, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, 2008, s. 39.
9. Kolasa M., Model neokeynesowski a kryzys finansowy, w: Nauki ekonomiczne.
10. Kwiatkowski E., Bezrobocie. Podstawy teoretyczne, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.
11. Mróz B., Teoria versus niepokorna rzeczywistość. Czy nauki ekonomiczne potrafią sprostać wyzwaniom XXI wieku?, w: Nauki ekonomiczne.
12. Pelle D., Konwergencja i dywergencja – dwa oblicza wzrostu gospodarczego. Przegląd ustaleń teoretycznych, w: Nauki ekonomiczne.
13. Rifkin J., Koniec Pracy – Schyłek siły roboczej na świecie i początek ery postrykowej, Wydawnictwo Dolnośląskie, Wrocław 2003.
14. Słaby T., Naukowe obserwacje w ekonomii. Refleksje o umiejętności „dyskusji” z liczbami, w: Nauki ekonomiczne.
15. Staniek Z., Ekonomia instytucjonalna a ekonomia głównego nurtu, w: Nauki ekonomiczne.
16. Taranko T., Nauki ekonomiczne a praktyka gospodarcza. Jak zbliżyć te dwa światy?, w: Nauki ekonomiczne.
17. Wojciechowska R., Zastosowanie logiki w ekonomii. Analiza metodologiczna nauk ekonomicznych, w: Nauki ekonomiczne.
18. Zagler M., Growth and Employment in Europe, Vienna University 2003.

Monika Czerwonka
Kolegium Zarządzania i Finansów
Marcin Rzeszutek
Kolegium Zarządzania i Finansów

Analiza zachowań inwestycyjnych inwestorów giełdowych oraz studentów kierunków ekonomicznych i psychologicznych z perspektywy finansów behawioralnych

1. Wprowadzenie

Rosnące dowody na ograniczenia ludzkiej racjonalności, jak i liczne odstępstwa od efektywności rynku, podważyły słuszność wielu klasycznych modeli ekonomicznych oraz przyczyniły się do powstania i rozwoju ekonomii behawioralnej, będącej nowym nurtem w dziedzinie nauk ekonomicznych. Ekonomia behawioralna wywarła znaczący wpływ na nauki o finansach, co zaowocowało narodzinami finansów behawioralnych, jako nowego kierunku współczesnych finansów, skupiającym się na analizie indywidualnych zachowań inwestorów w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych, szczególnie w warunkach niepewności.

W piśmiennictwie wymienia się dwa kierunki badawcze związane z finansami behawioralnymi: analiza zachowania rynku w skali makroekonomicznej, szczególnie w kontekście licznych anomalii rynkowych, oraz analiza zachowań indywidualnych inwestorów pod kątem systematycznych błędów poznawczych popełnianych przez nich przy decyzjach inwestycyjnych. W pracy tej główny nacisk został postawiony na ten drugi nurt teoretyczny w kontekście analizy i porównania zachowań inwestycyjnych profesjonalnych inwestorów giełdowych ze strategiami inwestycyjnymi studentów kierunków ekonomicznych i psychologicznych.

2. Psychologia a ekonomia

Tradycyjne nauki ekonomiczne i finansowe odrzucały możliwość wpływu psychiki i emocji jednostki na podejmowane przez nią decyzje inwestycyjne, opierając się na założeniach stanowiących, że ludzie zawsze zachowują się racjonalnie oraz obiektywnie prognozują przyszłe wydarzenia na rynku¹. Przez długie lata podej-

¹ J. P. Nofsinger, Psychologia inwestowania, Helion, Gliwice 2006.

ście behawioralne w ekonomii i finansach było ignorowane, bowiem tradycyjni teoretycy ekonomii i finansów uważali, że to nie ma istotnego znaczenia, iż umysł ludzki ma ograniczone możliwości przetwarzania informacji z otoczenia zewnętrznego, toteż człowiek w procesie podejmowania decyzji może popełniać wiele błędów i zniekształceń poznawczych oraz emocjonalnych. Konsekwencją tego było tworzenie wielu nierealistycznych modeli, pełnych bezemocjonalnych i całkowicie racjonalnych jednostek, zwanych *homo oeconomicus*.

Tymczasem przedstawiciele finansów behawioralnych kreślą bardziej rzeczywistą wizję inwestora, jako osoby popełniającej błędy, ulegającej często różnym iluzjom, poddającej się nastrojom i emocjom oraz porównującej się z innymi ludźmi². Ekonomia behawioralna stanowi połączenie psychologii i ekonomii i, wykorzystując odkrycia nauk psychologicznych, może umożliwić bardziej trafne rozwiązywanie problemów ekonomicznych, zarówno w skali mikro-, jak i makroekonomicznej. Choć początki behawioryzmu w ekonomii i finansach szacuje się na połowę XX wieku, to jednak dopiero przyznanie w 2002 roku Nagrody Nobla z ekonomii dwóm twórcom tego kierunku, Danielowi Kahnemanowi i Amosowi Tversky'emu, umieściło ten nurt w tradycyjnych naukach ekonomicznych i finansowych³.

3. Teoria perspektywy

Eksperymenty Daniela Kahnemana oraz Amosa Tversky'ego wykazały, że ludzie w procesie podejmowania decyzji w sytuacji niepewności wykazują wiele anomalii, które podważają model racjonalnego kształtowania się jednostkowych preferencji⁴. Po pierwsze Kahneman i Tversky zauważyli, że ludzie mają skłonność do przewartościowywania zdarzeń pewnych w stosunku do zdarzeń wysoce prawdopodobnych, co nazwali efektem pewności. Kolejnym, opisanym przez tych badaczy efektem wskazującym na anomalie w procesie kształtowania się jednostkowych preferencji jest efekt odwrócenia, który polega na tym, że inaczej jest traktowana prognoza zysków niż prognoza strat. Okazuje się, że ludzie wykazują awersję do ryzyka w dziedzinie zysków oraz skłonność do ryzyka w dziedzinie strat. Jednostki, aby zminimalizować złożoność procesu podejmowania decyzji, często lekceważą elementy łączące dane alternatywy, a koncentrują się na czynnikach, które je różnią, co opisuje efekt izolacji. Innymi słowy, ludzie mają skłonność do uzależniania

² T. Zaleśkiewicz, Psychologia inwestora giełdowego, Gdańskie Wydawnictwo Psychologiczne, Gdańsk 2003.

³ J. Ostaszewski, Finanse, SGH, Warszawa 2008.

⁴ D. Kahneman, A. Tversky, Prospect theory, an analysis of decisions under risk, „Econometrica”, 47, 1979, Vol. 2, s. 263–292.

własnych wyborów od formy prezentacji danego problemu decyzyjnego, przez co efekt ten zwany jest również kadrowaniem (*framing*).

Wyżej wspomniane anomalie stały się podstawą sformułowanej przez Kahnemana i Tversky'ego teorii perspektywy⁵. Teoria ta stanowi deskryptywną (czyli opierającą się na rezultatach eksperymentów) teorię podejmowania decyzji w warunkach niepewności, i można ją uznać za największy wkład nauk psychologicznych do ekonomii i finansów. Jest to model, który niejako wypełnił lukę pomiędzy idealistyczną teorią oczekiwanej użyteczności von Neumanna i Morgensterna a rzeczywistością.

Centralnym założeniem teorii perspektywy jest stwierdzenie, że to nie absolutny poziom bogactwa, ale zmiany w jego poziomie (zyski vs. straty) są nośnikami postrzeganej wartości. Następnym istotnym założeniem tej teorii jest malejąca wrażliwość na straty. Ostatnią ważną cechą ludzkiej psychiki, wpływającą na kształt funkcji wartości, jest awersja do strat, która polega na tym, że straty boją bardziej niż zyski cieszą, mimo że są takich samych bezwzględnych rozmiarów. Oznacza to, że funkcja wartości jest bardziej stroma w dziedzinie strat niż w dziedzinie zysków.

Kahneman i Tversky, oprócz zastąpienia terminu „użyteczność” pojęciem „wartość”, wprowadzili również własne rozumienie jednostkowej percepcji ryzyka pod postacią funkcji wag prawdopodobieństwa. Analizując wspomniany wcześniej efekt pewności oraz przewartościowywanie przez ludzi niskich prawdopodobieństw, autorzy teorii perspektywy odeszli od matematycznego rozumienia prawdopodobieństwa zdarzeń. W zamian za to zaproponowali funkcję wag prawdopodobieństwa, która dla małych prawdopodobieństw przyjmuje wartości wyższe niż odpowiadające jej matematycznie prawdopodobieństwa, zaś dla dużych prawdopodobieństw wykazuje wartości niższe niż matematycznie wyznaczone prawdopodobieństwa. Oznacza to, że ludzie wykazują skłonność do zawyżania małych prawdopodobieństw i zaniżania średnich i dużych⁶.

4. Efekt predyspozycji

Jedną z najważniejszych konsekwencji założeń teorii perspektywy jest występowanie wśród inwestorów tzw. efektu predyspozycji. Zjawisko to zostało zanalizowane po raz pierwszy przez Shefrina i Statmana⁷ i może być jedną z najważniejszych przyczyn obniżania się rentowności inwestycji giełdowych.

⁵ M. Czerwonka, B. Gorlewski, *Finanse behawioralne*, SGH, Warszawa 2008.

⁶ B. Gorlewski, *Finanse behawioralne – czy decyzje inwestycyjne są racjonalne?*, „Studia i Prace KZiF”, Z. 47, 2004.

⁷ H. Shefrin, M. Statman, *The disposition to sell winners too early and ride losers too long: theory and evidence*, „The Journal of Finance”, 11, 1985, s. 777–791.

Efekt predyspozycji przejawia się w tym, że akcje spółek, których ceny wzrosły, są o wiele szybciej sprzedawane przez indywidualnych inwestorów w porównaniu do akcji spółek, które utraciły na wartości. Jest to sprzeczne z klasyczną teorią finansów, bowiem wedle niej inwestorzy w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych powinni kierować się oczekiwaniami co do przyszłych kursów akcji, a nie ich ceną w przeszłości. Co więcej, efekt predyspozycji neguje również dwa centralne założenia teorii portfelowej: tendencję do dywersyfikacji własnego portfela inwestycyjnego oraz dążenie inwestorów do sprzedaży akcji w celu zwiększenia własnej płynności finansowej. W obu sytuacjach inwestorzy powinni sprzedawać te akcje, które wyróżnia najniższa oczekiwana stopa zwrotu. Dodatkowo wskazana byłaby szybka sprzedaż akcji spółek odnoszących straty, gdyż jest to optymalne rozwiązanie z punktu widzenia obciążeń podatkowych. Tymczasem wedle efektu predyspozycji inwestorzy postępują odwrotnie, czyli chętniej sprzedają akcje, które odznaczają się wyższą oczekiwaną stopą zwrotu.

5. Emocje i zniekształcenia poznawcze a inwestowanie

Giełda jest siedliskiem gwałtownych i zmiennych emocji, które niejednokrotnie mają istotny wpływ na podejmowane decyzje, powodując znaczne odchylenia od racjonalnego działania. Powzięcie decyzji na rynku kapitałowym odbywa się w warunkach znacznej niepewności, bowiem inwestorzy nigdy nie wiedzą, jak rynek zachowa się za miesiąc, za tydzień czy nawet za godzinę. Psychologowie już dawno udowodnili, że zachowanie się jednostki jest silnie uzależnione od jej stanu emocjonalnego⁸. Również błędy i zniekształcenia poznawcze, które są zazwyczaj pochodną wpływu emocji, mają znaczący związek z ograniczoną racjonalnością jednostki⁹. Analizując wpływ emocji oraz psychiki inwestorów na podejmowanie decyzji na rynku kapitałowym, można uzyskać rzeczywisty obraz zachowania się inwestora na giełdzie.

Jednym z najważniejszych przejawów wpływu emocji na proces inwestowania jest uleganie przez inwestorów uczuciu żalu. Żal często towarzyszy inwestorom po podjęciu decyzji, której konsekwencje okazały się dla nich niekorzystne. W sformułowanej przez Davida Bella¹⁰ teorii żalu zakłada się, że uczucie żalu związane z podjęciem złej decyzji inwestycyjnej jest silniejsze niż ewentualne uczucie dumy i satysfakcji związane z dokonaniem właściwego wyboru. Pociąga

⁸ R. B. Zajonc, *Uczucia a myślenie: nie trzeba się domyślać, by wiedzieć, co się woli*, „Przegląd Psychologiczny”, 1, 1985, s. 27–67.

⁹ M. Kofta, T. Szutrowa, *Złudzenia, które pozwalają żyć*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1991.

¹⁰ D. E. Bell, *Regret in decision making under uncertainty*, „Operation, Research”, 30, 1982, s. 961–981.

to za sobą niejako uprzedzanie faktów przez inwestorów i pośpieszne sprzedawanie akcji drożących w celu zabezpieczenia się przed przyszłym spadkiem ich cen. Dodatkowo żal spowodowany stratą z zainwestowania w konkretną spółkę jest przeżywany bardziej intensywnie niż w przypadku straty na poziomie całej giełdy, bowiem poniesioną stratę inwestorzy mogą przypisać nie własnej pomyłce, ale nieprzewidywalnym siłom działającym na rynku. Opisane tu prawidłowości wpływają na sposób konstruowania portfeli inwestycyjnych przez indywidualnych inwestorów, którzy dobierają akcje w portfelu tak, aby część z nich zapewniała ograniczenie lęku przed potencjalną stratą, a część dawała nadzieję na przyszłe profity. Jest to zatem sprzeczne z teorią portfelową Markovitza, gdyż portfele inwestycyjne w perspektywie behawioralnej nie są zbiorem przeanalizowanych i odpowiednio zdywersyfikowanych aktywów, ale raczej pewną mozaiką mało skorelowanych ze sobą elementów, które odzwierciedlają kierowanie się emocjami przez inwestorów, a nie racjonalną ocenę sytuacji na rynku.

Oprócz emocji inwestorzy podczas podejmowania decyzji inwestycyjnych często ulegają różnym zniekształceniom poznawczym. Jednym z nich jest nadmierna pewność siebie¹¹. Inwestorzy nierzadko są tak przekonani o swoich wybitnych zdolnościach inwestycyjnych, że podejmują coraz więcej i coraz bardziej ryzykowne transakcje, co często kończy się dla nich bardzo dotkliwymi stratami. Ważnym przejawem nadmiernej pewności siebie jest nierealistyczny optymizm, widoczny w popełnianiu błędów w procesie planowania. Jego ważnym aspektem jest nieumiejętność uczenia się na błędach – nawet jeśli wcześniejsze prognozy okazały się nadmiernie optymistycznie, to większość osób sądzi, że następnym razem ich wybór okaże się właściwy, co również może być zgubne w konsekwencjach dla ich stanu posiadania.

Kolejnym zniekształceniem poznawczym jest tzw. mentalne księgowanie (ang. *mental accounting*), które polega na oddzielnej i wybiórczej analizie różnych atrybutów decyzji finansowych¹². Inwestorzy konstruują w swoim umyśle oddzielne „konta” dla różnych typów wydatków i przychodów, traktując każdą transakcję oddzielnie, a nie jako jeden wspólny rodzaj inwestycji. Prowadzi to do tego, że nie są w stanie zamknąć stratnych pozycji i zainwestować środków z akcji w nowe przedsięwzięcia, które przyniosły straty, bowiem akcje takie są traktowane jako oddzielny rachunek umysłowy. Zamiast tego wielu z nich ma nadzieję na zmianę trendu i odrobienie strat w przyszłości, co niejednokrotnie te straty pogłębia i powoduje jeszcze większe obniżenie się wartości całego portfela inwestycyjnego.

¹¹ D. Skala, Nadmierna pewność siebie w psychologii i finansach – interdyscyplinarny przegląd literatury, „Bank i Kredyt”, 4, 2008, s. 33–49.

¹² A. Winnett, A. Lewis, Household accounts, mental accounts and savings behavior: Some old economics rediscovered?, „Journal of Economic Psychology”, 16, 1994, s. 431–448.

W końcu, analizując zniekształcenia poznawcze w procesie podejmowania zachowań inwestycyjnych, należy wspomnieć o heurystykach. Są to praktyczne reguły postępowania (*rules of thumb*), oparte na doświadczeniu bądź nawet na wiedzy potocznej i wykorzystywane przy podejmowaniu decyzji bez gruntownego porównania wszystkich dostępnych opcji¹³. Jeśli algorytm można potraktować jako dokładny przepis na rozwiązanie zadania, tak heurystyka stanowi na ogół tylko użyteczną wskazówkę, która niekoniecznie musi przynieść poprawne rozwiązanie danego problemu. Zniekształcenia heurystyczne są bardzo powszechne w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych na giełdzie, gdzie szum informacyjny skłania inwestorów do podejmowania decyzji opierających się na heurystykach. Poniżej warto bardziej szczegółowo przybliżyć trzy najczęściej występujące zniekształcenia heurystyczne, a mianowicie: heurystykę reprezentatywności, heurystykę zakotwiczenia i heurystykę dostępności.

Heurystyka reprezentatywności przejawia się w tym, że przy podejmowaniu decyzji większość ludzi bazuje na różnorodnych stereotypach i wzorcach przechowywanych w umyśle, które nierzadko nie dość, że nie odnoszą się prawie w ogóle do istoty problemu decyzyjnego, to jeszcze mogą w ogóle nie istnieć¹⁴. Błąd reprezentatywności może też uwidaczniać się w zbytym przywiązywaniu się do prawa krótkich serii i uleganiu tzw. złudzeniu gracza (ang. *gambler's fallacy*). Warto zauważyć, że np. po trzykrotnym wyrzuceniu orła w rzucie monetą ludzie przejawiają wiarę, że w następnych rzutach prawdopodobieństwo jego wypadnięcia będzie większe niż reszki. Jednakże szanse wypadnięcia reszki i orła są w takiej sytuacji takie same, a owo złudzenie wynika z błędnego zastosowania prawa wielkich liczb do małych ciągów liczbowych. Pokrewnym zjawiskiem do błędu krótkich serii jest lekceważenie prawa regresji do średniej, zgodnie z którym wyniki kolejnych obserwacji zbliżają się do średniej wartości danej cechy w całej populacji, a występowanie ekstremalnych nasileń określonej cechy jest w kolejnych pomiarach coraz mniej prawdopodobne. Na rynku kapitałowym prawo krótkich serii uwidacznia się w częstszym kupowaniu akcji spółek, które kilka razy z rzędu na giełdzie zdrożały, w oczekiwaniu na powtórzenie się tego trendu w przyszłości. Zachowanie takie niejednokrotnie jest źródłem wielkiego rozczarowania dla inwestorów.

Wiele badań psychologicznych wykazało, że ludzie oceniają wielkości na podstawie zasugerowanego poziomu bazowego, czyli tzw. kotwicy, którą stosują jako wzór przy szacowaniu prawdopodobieństwa zajścia różnych zdarzeń, co jest

¹³ M. Lewicka, Aktor czy obserwator? Psychologiczne mechanizmy odchylenia od racjonalności w myśleniu potocznym, Polskie Towarzystwo Psychologiczne, Warszawa 1993.

¹⁴ A. Szyszka, Finanse behawioralne. Nowe podejście do inwestowania na rynku kapitałowym, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2009.

istotą heurystyki zakotwiczenia¹⁵. Wartość początkowa może zostać zasugerowana jedynie poprzez sposób sformułowania problemu lub też na podstawie pewnych niedokładnych wstępnych obliczeń.

Heurystyka dostępności opisuje błąd poznawczy polegający na tym, że ludzie konstruują swoje oszacowania dotyczące prawdopodobieństwa lub częstości określonych zdarzeń bazując na łatwości przywoływania z umysłu odpowiednich doświadczeń bądź skojarzeń związanych z danym zdarzeniem. Choć wydawałoby się, że umysłowa dostępność różnych konotacji dotyczących analizowanego problemu decyzyjnego mogłaby być ważną wskazówką, to jednak owa dostępność określonych schematów poznawczych jest determinowana nie tylko faktyczną częstością danej sytuacji, ale także innymi czynnikami, które są nieistotne w kontekście analizowanego problemu.

Podsumowując, należy zauważyć, że heurystyki stanowią naturalną konsekwencję ograniczonej możliwości przetwarzania informacji przez człowieka. Choć często są to jedyne rozwiązania dla inwestora, który jest poddany presji czasu w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych, to jednak ceną tego typu wnioskowania są systematyczne pomyłki, które nierzadko mogą doprowadzić do znaczących strat finansowych. Dlatego też nieodzowne staje się uwzględnienie badań przedstawicieli finansów behawioralnych w tej problematyce.

6. Cel i przedmiot badań

Celem badań była analiza i porównanie stopnia racjonalności zachowania w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych wśród profesjonalnych inwestorów giełdowych oraz u osób amatorsko związanych z rynkiem kapitałowym lub w ogóle nie mających nic wspólnego z inwestowaniem na giełdzie¹⁶. Ramę teoretyczną badań stanowiły obserwacje przedstawicieli finansów behawioralnych. W szczególności chodziło o wykrycie ewentualnych przejawów nieracjonalności, wynikających z założeń teorii perspektywy, efektu predyspozycji oraz zniekształceń poznawczych i emocjonalnych. Teorię perspektywy analizowano pod kątem podatności na efekt pewności, zaś efekt predyspozycji był badany w oddzielnym zadaniu. Weryfikowane zniekształcenia poznawcze i emocjonalne obejmowały nadmierną pewność siebie, mentalne księgowanie, heurystykę reprezentatywności oraz wpływ uczucia żalu na proces inwestycyjny. Badania te zaprojektowano tak, aby móc potwierdzić

¹⁵ T. Tyszka, Psychologiczne pułapki oceniania i podejmowania decyzji, Gdańskie Wydawnictwo Psychologiczne, Gdańsk 1999.

¹⁶ Czyli, odpowiednio, studentów SGH oraz studentów Wydziału Psychologii UW.

bądź zaprzeczyć obecności danej inklinacji behawioralnej¹⁷ u osób badanych. Zasadniczym ich celem było sprawdzenie, czy określone zjawiska psychologiczne rzeczywiście mają wpływ na proces podejmowania decyzji inwestycyjnych.

Badani wypełniali ankietę złożoną z sześciu sytuacyjnych zadań¹⁸, w których musieli określić, jak zachowaliby się w hipotetycznej sytuacji wyboru spośród (zazwyczaj dwóch) alternatyw. Sytuacje te dotyczyły szacowania prawdopodobieństwa pewnych wydarzeń, zdolności przewidywania przyszłych zdarzeń na giełdzie oraz oceny zyskowności hipotetycznego portfela akcji. W szczególności analizowano podatność na efekt pewności, efekt predyspozycji, nadmierną pewność siebie, mentalne księgowanie, wpływ uczucia żalu na decyzje inwestycyjne oraz heurystykę reprezentatywności.

W badaniu tym zmienną zależną określono stopień racjonalności lub braku racjonalności u badanych w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych. Zmienna ta została zoperacjonalizowana jako, z jednej strony, liczba „racjonalnych” odpowiedzi udzielonych w ankiecie, czyli nie świadczących o uleganiu przez osobę badaną danej inklinacji behawioralnej, a z drugiej strony jako liczba odpowiedzi „nieracjonalnych”, wskazujących na wpływ określonego zniekształcenia poznawczego lub emocjonalnego na dokonywane wybory. Główną zmienną grupującą (niezależną) była przynależność osób badanych do jednej z trzech grup eksperymentalnych: profesjonalni inwestorzy zrzeszeni w Stowarzyszeniu Inwestorów Indywidualnych, studenci Szkoły Głównej Handlowej należący do Studenckiego Koła Naukowego Inwestora oraz studenci Wydziału Psychologii UW.

7. Osoby badane

Badaniem objęto 120 osób, reprezentujących trzy grupy eksperymentalne, po 40 osób każda. Pierwszą grupę stanowiło 40 inwestorów giełdowych, zrzeszonych w Stowarzyszeniu Inwestorów Indywidualnych (SII). Była to grupa badanych zajmująca się profesjonalnie rynkiem kapitałowym i inwestowaniem na giełdzie. Drugą grupę tworzyło 40 studentów Szkoły Głównej Handlowej, zrzeszonych w Studenckim Kole Naukowym Inwestora. Badani z tej grupy jedynie amatorsko byli związani z giełdą i inwestowaniem, gdyż nie byli aktywni zawodowo na rynku kapitałowym. Ostatnia grupa badanych to 40 studentów psychologii, co do których założono najniższą znajomość nie tylko problematyki rynku kapitałowego, ale zagadnień ekonomicznych w ogóle w stosunku do dwóch poprzednich grup.

¹⁷ Termin „inklinacja behawioralna” użyto w znaczeniu wszelkich możliwych, analizowanych w tym badaniu, przejawów nieracjonalności wynikających z obserwacji finansistów behawioralnych.

¹⁸ Wszystkie zadania były replikacją oryginalnych zadań skonstruowanych przez teoretyków finansów behawioralnych w ich badaniach empirycznych.

W tabeli 1 przedstawiono bardziej szczegółową charakterystykę osób badanych, z podziałem na zmienne kontrolowane, czyli płeć i wiek.

Tabela 1. Charakterystyka demograficzna próby badanych

Grupa	Płeć		Wiek		
	Mężczyźni	Kobiety	Minimum	Maksimum	Średnia
SII ^a	18	22	22	59	35,73
SGH	22	18	19	25	22,35
PSYCH	15	25	19	29	21,50
Razem	55	65	19	59	26,73

^a SII – inwestorzy skupieni w Stowarzyszeniu Inwestorów Indywidualnych; SGH – studenci SGH skupieni w Studenckim Kole Naukowym Inwestora; PSYCH – studenci Wydziału Psychologii UW.

Źródło: opracowanie własne.

8. Model statystyczny badania

Badania miały charakter quasi-eksperymentalny, gdyż nie manipulowano w nich poziomem zmiennych, a przyporządkowanie do grup nie było losowe¹⁹. Przeciwnie, badanie to zostało przeprowadzone na tzw. próbie okolicznościowej (ang. *convenience sample*), specjalnie dobranej i podzielonej na odpowiednie podgrupy. Autor wyszedł z założenia, że jeśli celem badań nie jest ustalenie ilościowych wskaźników całej populacji, lecz tylko oszacowanie różnic w sposobie zachowania się badanych w różnych sytuacjach i w podziale na odrębne podgrupy, to wówczas można posługiwać się stosunkowo mało licznymi próbami okolicznościowymi. Oczywiście wielkość próby była dostatecznie duża, aby móc przeprowadzić odpowiednie analizy statystyczne, jednak kwestia reprezentatywności próby nie stanowiła meritum, gdyż celem nadrzędnym tych badań było jedynie sprawdzenie, czy opisane przez finansistów behawioralnych wybrane inklinacje behawioralne w ogóle występują oraz czy mogą mieć wpływ na proces podejmowania decyzji inwestycyjnych. Wszystkie zmienne zmierzono procedurą ankietową, a analizę danych przeprowadzono za pomocą testu nieparametrycznego Kruskalla-Wallisa, porównującego średnie rangi (odpowiedniki średnich arytmetycznych), jakie uzyskali badani w poszczególnych zadaniach z ankiety badawczej²⁰. Wszystkie obliczenia zostały wykonane za pomocą komputerowego pakietu statystycznego SPSS 18.

¹⁹ J. Brzeziński, *Metodologia badań psychologicznych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004.

²⁰ S. Bedyńska, A. Brzezicka, *Statystyczny drogowskaz*, Wydawnictwo ACADEMICA, Warszawa 2007.

9. Analiza wyników

Analizę wyników badania przeprowadzono oddzielnie dla każdego zadania z ankiety. Jej celem było potwierdzenie lub zaprzeczenie występowania określonej inklinacji behawioralnej u ankietowanych. Badani w każdym z sześciu zadań mogli uzyskać za udzieloną odpowiedź 1 lub 2 punkty. Jeden punkt uzyskiwali wtedy, gdy udzielona odpowiedź była „racjonalna”²¹, czyli nie wskazująca na poddanie się danej inklinacji behawioralnej, natomiast dwa punkty otrzymywali wtedy, gdy odpowiedź była „nieracjonalna”, czyli świadcząca o ulegnięciu danemu zniekształceniu poznawczemu lub emocjonalnemu, zawartemu w zadaniach ankiety. W związku z tym w poszczególnych grupach badanych policzono średnie rangi odpowiedzi i porównano je między grupami. Otrzymane wyniki zaprezentowano kolejno dla każdego z sześciu zadań z ankiety, odnoszących się do każdej z postawionych hipotez. Za każdym razem do analizy statystycznej użyto testu nieparametrycznego Kruskala-Wallisa w celu sprawdzenia, czy wspomniane wyżej różnice między grupami w ogóle występują i czy są istotne statystycznie

Pierwsze pytanie badawcze miało na celu sprawdzić, czy anomalie w kształtowaniu się preferencji, wynikające z efektu pewności, mają wpływ na proces podejmowania decyzji inwestycyjnych. Wyniki analiz zaprezentowano w tabeli 2.

Tabela 2. Test Kruskala-Wallisa. Rangi uzyskane przez badanych w zadaniu 1 (ZAD1)

	Grupa	N	Średnia ranga
ZAD1	SII	40	58,00
	SGH	40	71,50
	PSYCH	40	52,00
	Ogółem	120	

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 3. Test Kruskala-Wallisa. Statystyki testu (a, b)

	ZAD1
Chi-kwadrat	9,044
Df	2
Istotność asymptotyczna	0,011

a – Test Kruskala-Wallisa, b – zmienna grupująca: Grupa.

Źródło: opracowanie własne.

²¹ Odpowiedź „racjonalną” kodowano jako R, natomiast „nieracjonalną” jako NR.

Analiza danych z tabel 2 i 3 potwierdza pierwszą hipotezę mówiącą o istnieniu różnic między grupami w stopniu ulegania efektowi pewności. Widzimy, że grupa studentów SGH skupionych w Studenckim Kole Naukowym Inwestora uzyskała najwyższe średnie rangi w zadaniu 1, co wskazuje na najwyższy stopień nasilenia wspomnianej wyżej inklinacji behawioralnej wśród tej grupy badanych w porównaniu z pozostałymi grupami. W dalszej kolejności znaleźli się inwestorzy ze Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych, zaś najniższe rangi uzyskali studenci Wydziału Psychologii UW.

Drugie pytanie badawcze miało na celu sprawdzić, czy odchylenia od racjonalności w dokonywaniu wyborów, wynikające z efektu predyspozycji, mają wpływ na proces podejmowania decyzji inwestycyjnych (zob. tabela 4).

Tabela 4. Test Kruskala-Wallisa. Rangi uzyskane przez badanych w zadaniu 2 (ZAD2)

ZAD2	Grupa	N	Średnia ranga
	SII	40	62,00
	SGH	40	75,50
	PSYCH	40	44,00
	Ogółem	120	

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 5. Test Kruskala-Wallisa. Statystyki testu (a, b)

	ZAD1
Chi-kwadrat	22,522
Df	2
Istotność asymptotyczna	0,001

a – Test Kruskala-Wallisa, b – zmienna grupująca: Grupa.

Źródło: opracowanie własne.

Analiza wyników przedstawionych w tabelach 4 i 5 pokazuje, że pozytywnie została zweryfikowana także hipoteza badawcza mówiąca o istnieniu różnic między grupami jeśli chodzi o oddziaływanie efektu predyspozycji na proces decyzyjny. I w tym przypadku grupa studentów SGH ze Studenckiego Koła Naukowego Inwestora uzyskała najwyższe średnie rangi w zadaniu 2, co wskazuje na najwyższy stopień nasilenia wspomnianej wyżej inklinacji behawioralnej w porównaniu z pozostałymi grupami. W dalszej kolejności znaleźli się inwestorzy giełdowi, zaś najniższe rangi uzyskali studenci Wydziału Psychologii UW, okazując się znów najbardziej racjonalną grupą badanych.

Kolejne pytanie badawcze było związane ze zjawiskiem nadmiernej pewności siebie i jego ewentualnym wpływem na proces podejmowania decyzji inwestycyjnych (por. tabele 6 i 7).

Tabela 6. Test Kruskala-Wallisa. Rangi uzyskane przez badanych w zadaniu 3 (ZAD3)

ZAD3	Grupa	N	Średnia ranga
	SII	40	65,00
	SGH	40	71,00
	PSYCH	40	45,50
	Ogółem	120	

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 7. Test Kruskala-Wallisa. Statystyki testu (a, b)

	ZAD3
Chi-kwadrat	15,708
Df	2
Istotność asymptotyczna	0,001

a – Test Kruskala-Wallisa, b – zmienna grupująca: Grupa.

Źródło: opracowanie własne.

Analiza wyników z tabel 6 i 7 potwierdza również hipotezę badawczą o istnieniu różnic między grupami w stopniu nadmiernej pewności siebie. Już tradycyjnie studenci SGH ze Studenckiego Koła Naukowego Inwestora uzyskali najwyższe średnie rangi w zadaniu 3, co świadczy, że są najbardziej pewni siebie w porównaniu z pozostałymi grupami badawczymi. Na drugim miejscu znów znaleźli się inwestorzy giełdowi, zaś najniższe rangi uzyskali studenci Wydziału Psychologii UW, po raz kolejny okazując, że są najmniej podatną na inklinacje behawioralne grupą badanych.

Czwarte pytanie badawcze dotyczyło wpływu zniekształceń poznawczych i emocjonalnych na proces podejmowania decyzji inwestycyjnych. Badanym zniekształceniem było tym razem mentalne księgowanie, czyli proces konstruowania przez jednostkę w umyśle oddzielnych „kont mentalnych” dla różnych typów wydatków i przychodów, prowadzący do traktowania każdej transakcji oddzielnie, a nie jako jednej wspólnej inwestycji.

Również tu zastosowano test nieparametryczny Kruskala-Wallisa w celu sprawdzenia, czy wspomniane wyżej różnice między grupami w ogóle zachodzą i czy są istotne statystycznie (zob. tabela 8).

Tabela 8. Test Kruskala-Wallisa. Rangi uzyskane przez badanych w zadaniu 4 (ZAD4)

ZAD4	Grupa	N	Średnia ranga
	SII	40	69,00
	SGH	40	58,50
	PSYCH	40	54,00
	Ogółem	120	

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 9. Test Kruskala-Wallisa. Statystyki testu (a, b)

	ZAD4
Chi-kwadrat	5,259
Df	2
Istotność asymptotyczna	0,072

a – Test Kruskala-Wallisa, b – zmienna grupująca: Grupa.

Źródło: opracowanie własne.

Analiza wyników tabel 8 i 9 pokazuje, że również hipoteza mówiąca o istnieniu różnic między grupami w zakresie stosowania mentalnego księgowania została potwierdzona (choć na poziomie tendencji statystycznej). Co ciekawe, tym razem najwyższe rangi uzyskali inwestorzy giełdowi, następnie studenci SGH i studenci psychologii, którzy już tradycyjnie okazali się najmniej podatną na zniekształcenia poznawczo-emocjonalne grupą badanych.

Przedostatnie pytanie badawcze dotyczyło wpływu uczucia żalu na proces podejmowania decyzji inwestycyjnych. Wyniki analiz zaprezentowano w tabeli 10.

Tabela 10. Test Kruskala-Wallisa. Rangi uzyskane przez badanych w zadaniu 5 (ZAD5)

ZAD5	Grupa	N	Średnia ranga
	SII	40	57,00
	SGH	40	57,00
	PSYCH	40	67,50
	Ogółem	120	

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 11. Test Kruskala-Wallisa. Statystyki testu (a, b)

	ZAD5
<i>Chi-kwadrat</i>	3,522
Df	2
Istotność asymptotyczna	0,172

a – Test Kruskala-Wallisa, b – zmienna grupująca: Grupa.

Źródło: opracowanie własne.

Tym razem wyniki sugerują, że badane grupy nie różnią się pod względem stopnia ulegania uczuciu żalu w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Innymi słowy, należałoby odrzucić kolejną hipotezę badawczą i uznać, że wspomniana wyżej inklinacja behawioralna nie różnicuje badanych pod względem jej wpływu na proces decyzyjny. Mimo to warto zauważyć, że pierwszy raz najwyższą średnią rangę odnotowali studenci psychologii, choć oczywiście różnice te są nieistotne statystycznie.

Ostatnie pytanie badawcze analizowało wpływ heurystyki reprezentatywności na proces podejmowania decyzji inwestycyjnych. Wyniki analiz zaprezentowano w tabeli 12.

Tabela 12. Test Kruskala-Wallisa. Rangi uzyskane przez badanych w zadaniu 6 (ZAD6)

	Grupa	N	Średnia ranga
ZAD6	SII	40	64,00
	SGH	40	59,50
	PSYCH	40	58,00
	Ogółem	120	

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 13. Test Kruskala-Wallisa. Statystyki testu (a, b)

	ZAD6
<i>Chi-kwadrat</i>	1,121
Df	2
Istotność asymptotyczna	0,571

a – Test Kruskala-Wallisa, b – zmienna grupująca: Grupa.

Źródło: opracowane własne.

Również w przypadku zadania 6 z ankiety badawczej należy odrzucić ostatnią hipotezę, gdyż badane grupy nie różnią się pod względem stopnia ulegania

heurystyce reprezentatywności w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Dlatego wspomniana wyżej inklinacja behawioralna nie różnicuje badanych pod względem jej wpływu na proces decyzyjny.

10. Podsumowanie

Przeprowadzone analizy statystyczne wykazały istotne różnice między badanymi pod względem nasilenia czterech z sześciu analizowanych inklinacji behawioralnych, opisanych w hipotezach badawczych, co potwierdza znaczenie opisywanych przez finansistów behawioralnych zniekształceń poznawczych i emocjonalnych w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych. Oprócz tego odnotowano też bardzo ciekawy i powtarzający się trend w wynikach poszczególnych grup eksperymentalnych. Otóż w trzech pierwszych zadaniach ankiety najwyższe wyniki, wskazujące na najbardziej nieracjonalne zachowanie, za każdym razem uzyskiwali studenci SGH. Inwestorzy giełdowi uzyskali najwyższe wyniki jedynie w zadaniu mierzącym mentalne księgowanie i heurystykę reprezentatywności (w zadaniu dotyczącym teorii żalu najwyższe wyniki uzyskali studenci psychologii). Natomiast prawie we wszystkich zadaniach ankiety (oprócz zadania analizującego teorię żalu) najniższe wyniki, wskazujące na najbardziej racjonalne podejście do podejmowania decyzji inwestycyjnych, osiągnęli studenci psychologii, czyli osoby w ogóle nie związane z rynkiem kapitałowym. Wynik ten jest zadziwiający gdyż stawia niejako pod znakiem zapytania sens gromadzenia wiedzy i informacji o rynku kapitałowym w celu uzyskania ponadprzeciętnych zysków na giełdzie. Nie tylko bowiem osoby amatorsko związane z inwestowaniem, ale przede wszystkim profesjonalści zachowali się w sposób znacząco mniej racjonalny od osób kompletnie niedoświadczonych w inwestowaniu na giełdzie. Przemawia to więc za koniecznością edukacji psychologicznej inwestorów giełdowych, gdyż wiedza psychologiczna, jak się okazało w tym badaniu, może uchronić ich przed popełnianiem wielu błędów w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Profesjonalny uczestnik rynku kapitałowego nie może zatem lekceważyć podejścia behawioralnego w finansach czy, szerzej, psychologii w ogóle, gdyż może to w sposób dotkliwy wpłynąć na jego stan posiadania.

Podsumowując, warto podkreślić że finanse behawioralne powstały z chęci głębszego zrozumienia rynku kapitałowego i z dążenia do skonstruowania bardziej rzeczywistego obrazu inwestora giełdowego, którego psychika jest nieodłącznym elementem w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Uwzględnienie czynników psychologicznych w finansach i ekonomii stanowiło niezmiernie istotny wkład przedstawicieli finansów behawioralnych w rozwój myśli ekonomicznej i finansowej. Wkład ten przyniósł im nie tylko Nagrodę Nobla, ale umożliwił też udzielenie odpowiedzi na wiele zagadkowych i niewytłumaczonych przez dziesiątki

lat zjawisk na rynkach finansowych. Pozwolił też na akceptację w środowisku akademickim pozornie banalnej konstatacji, że inwestor giełdowy jest tylko człowiekiem i bardzo rzadko zachowuje się na wzór mechanistycznego i nieludzkiego *homo oeconomicus*, a rzeczywistość, w której przyszło mu funkcjonować, jest o wiele bardziej skomplikowana i nieprzewidywalna niż świat klasycznych modeli ekonomicznych, opartych na wielu nierealistycznych założeniach. W tym sensie nurt behawioralny w finansach i ekonomii stał się odpowiedzią na niedostatki modeli klasycznych w naukach ekonomiczno-finansowych. Jest on istotny również w kontekście ostatniego kryzysu finansowego, który obnażył słabość wielu tradycyjnych paradygmatów ekonomicznych z jednej strony, a z drugiej zaś pokazał słuszność dużej części założeń ekonomii behawioralnej.

11. Bibliografia

1. Bedyńska S., Brzezicka A., Statystyczny drogowskaz, Wydawnictwo ACADEMICA, Warszawa 2007.
2. Bell D. E., Regret in decision making under uncertainty, „Operation, Research”, 30, 1982.
3. Brzeziński J., Metodologia badań psychologicznych, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004.
4. Czerwonka M. Gorlewski B., Finanse behawioralne, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2008.
5. Gorlewski B., Finanse behawioralne – czy decyzje inwestycyjne są racjonalne?, „Studia i Prace KZiF”, Z. 47, 2004.
6. Kahneman D., Tversky A., Prospect theory, an analysis of decisions under risk, „Econometrica”, 47, 1979, Vol. 2.
7. Kofta M., Szutrowa T., Złudzenia, które pozwalają żyć, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1991.
8. Lewicka M., Aktor czy obserwator? Psychologiczne mechanizmy odchylenia od racjonalności w myśleniu potocznym, Polskie Towarzystwo Psychologiczne, Warszawa 1993.
9. Nofsinger J. P., Psychologia inwestowania, Helion, Gliwice 2006.
10. Ostaszewski J., Finanse, Difin, Warszawa 2008.
11. Shefrin H., Statman M., The disposition to sell winners too early and ride losers too long: theory and evidence, „The Journal of Finance”, 11, 1985.
12. Skała D., Nadmierna pewność siebie w psychologii i finansach – interdyscyplinarny przegląd literatury, „Bank i Kredyt”, 4, 2008.
13. Szyszka A., Finanse behawioralne. Nowe podejście do inwestowania na rynku kapitałowym, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2009.

14. Tyszka T., Psychologiczne pułapki oceniania i podejmowania decyzji, Gdańskie Wydawnictwo Psychologiczne, Gdańsk 1999.
15. Winnett A., Lewis A., Household accounts, mental accounts and savings behavior: Some old economics rediscovered?, „Journal of Economic Psychology”, 16, 1994.
16. Zajonc R. B., Uczucia a myślenie: nie trzeba się domyślać, by wiedzieć, co się woli, „Przegląd Psychologiczny”, 1, 1985.
17. Zaleskiewicz T., Psychologia inwestora giełdowego, Gdańskie Wydawnictwo Psychologiczne, Gdańsk 2003.

Kapitał intelektualny w polskim sektorze usług finansowych w latach 1999–2009

1. Wprowadzenie

Kapitał intelektualny to, według L. Edvinssona, uznawanego za prekursora i jednego z wiodących teoretyków pojęcia, „korzenie wartości przedsiębiorstwa”, tj. *miara ukrytych czynników o charakterze dynamicznym, które znajdują się u podstaw aktywów trwałych*¹. Inni teoretycy przedmiotu odnoszą definicję kapitału intelektualnego wprost do kategorii aktywów niematerialnych, włączając w to wartości niematerialne i prawne². Wszechstronny przegląd terminologii, systematyki, standardów raportowania finansowego, a także metod wyceny składników kapitału intelektualnego stanowił przedmiot kwerendy przeprowadzonej przez autora w Bibliotece Kongresu USA³.

Innowacja uznawana jest za kluczowy element tworzenia kapitału intelektualnego, bowiem rozwój przedsiębiorstw, sektorów oraz całych systemów ekonomicznych jest zazwyczaj uwarunkowany wprowadzaniem czynników postępu naukowo-technicznego oraz organizacyjnego w ich strukturach. Najobszerniejszym i najbardziej aktualnym materiałem na temat nowoczesnego spojrzenia na mierzenie innowacji jest tegoroczny raport Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (ang. *Organisation for Economic Co-operation and Development* – OECD)⁴.

¹ L. Edvinsson, M. S. Malone, *Intellectual Capital. Realizing Your Company's True Value by Finding Its Hidden Brainpower*, Harper Business, Nowy Jork 1997, s. 11.

² Zob. dyskusję przytoczoną na witrynie internetowej Value Based Management: http://www.valuebasedmanagement.net/faq_what_are_intangible_assets.html [dostęp 30 września 2010 r.].

³ Jej wyniki opublikowano w dwóch Zeszytach Naukowych („Studia i Prace”) Kolegium Zarządzania i Finansów Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie: Nr 92 (z 2009 r.), s. 73–82 oraz Nr 93 (z 2009 r.), s. 22–47.

⁴ OECD, *Measuring Innovation – A New Perspective*, (OECD Publishing) maj 2010 r., s. 1–130; materiał także dostępny w formie elektronicznej na witrynie internetowej OECD: <http://www.oecd-ilibrary.org/docserver/download/fulltext/9210041e.pdf?expires=1286442005&id=0000&accname=ocid54014699&checksum=74FD7198A291BCAC835D740B1F96CB8E> [dostęp 30 września 2010 r.].

2. Przykłady pomiaru wielkości kapitału intelektualnego sektora finansowego w literaturze i praktyce światowej

Ocena zjawisk kapitału intelektualnego w sektorze finansowym nie była dotąd przedmiotem szerokich badań naukowych. Pionierskim przedsięwzięciem w tym zakresie był projekt pomiaru kapitału intelektualnego w Skandia Group, międzynarodowym konglomeracie ubezpieczeniowo-finansowym. Szacunek ten został dokonany przekrojowo w odniesieniu do analizowanego przedsiębiorstwa, użyto licznych zmiennych objaśniających elementy tworzenia aktywów niematerialnych⁵. Problemem w tym kontekście okazało się sformułowanie całościowej wizji (agregacja) stanu tych aktywów i kryteriów porównywalności z innymi przedsiębiorstwami.

Wśród nielicznych, istniejących w światowej literaturze naukowej odniesień do problematyki zjawisk niematerialnych w sektorze usług finansowych tzw. gospodarek wschodzących (ang. *emerging markets*) znajduje się analiza efektywności malezyjskiego sektora finansowego za 2007 rok. W wynikach badania podnoszona jest istotna, pozytywna korelacja pomiędzy Wskaźnikiem Wartości Dodanej Kapitału Intelektualnego (ang. *Value Added Intellectual Coefficient* – VAIC⁶) a rentownością przedsiębiorstw finansowych (w ujęciu memoriałowym), skalkulowaną jako zwrot (netto) z aktywów (ang. *Return on Assets* – ROA). Poza tym stwierdzono, że „nasylenie” sektora kapitałem intelektualnym w przypadku banków jest większe niż dla firm ubezpieczeniowych czy też domów maklerskich.

Innym przykładem nowoczesnej oceny w analizowanej branży jest próba szacunku kapitału intelektualnego w łotewskim sektorze bankowym. Prócz współczynnika VAIC w studium tym posłużono się miarami Kalkulowanej Wartości Niematerialnej (ang. *Calculated Intangible Value* – CIV⁷). W wynikach zawarto

⁵ Syntetyczny opis metodyki użytej do szacunku kapitału intelektualnego w Skandia Group w wywiadzie L. Edvinssona oraz M. BuckLew opublikowanym na witrynie Foundation for Performance Measurement: <http://www.fpm.com/cases/el3.html> [dostęp 27 września 2010 r.].

⁶ Przy VAIC wartość dodana określana jest jako suma księgowych zysków operacyjnych, kosztów pracowniczych, a także amortyzacji, omówienie tego wskaźnika na tle innych miar kwantyfikacji kapitału intelektualnego w: P. Wiśniewski, *Nowoczesne metody wyceny aktywów niematerialnych – teoria i praktyka światowa. Część II. Metodyka wyceny aktywów niematerialnych*, Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów, Z. 93, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, 2009, s. 22–47. Formuła VAIC przedstawiona jest skrótowo w: http://images.ihyaaululum.multiply.multiplycontent.com/attachment/0/SGMMxAoKCsQAAA5Ft0Q1/2000_Basic%20information%20on%20VAIC.pdf?nmid=102807470 [dostęp 26 września 2010 r.]. Zasadniczą nowością mierzenia kapitału intelektualnego z perspektywy VAIC jest uwzględnienie po stronie kreacji wartości intelektualnej kosztów osobowych.

⁷ Wyliczana jest jako uśrednienie wpływu wartości niematerialnych i prawnych na wycenę przedsiębiorstwa, przy użyciu siedmiostopniowego algorytmu, którego podstawą są wyniki memoriałowe, opis metodyki na witrynie internetowej „Investopediii”: <http://www.investopedia.com/terms/c/civ.asp> [dostęp 26 września 2010 r.].

ocenę, że składniki kapitału intelektualnego dla sektora finansowego pozostają trwale niedoszacowane (wobec bieżącej wartości rynkowej) w wielu krajach, m.in. na Łotwie⁸.

Innym przykładem oceny wpływu kapitału intelektualnego na działalność sektora finansowego (przy użyciu metodyki VAIC) jest analiza indyjskiego rynku usług bankowych. W ramach tego badania zidentyfikowano współzależność obecności składników kapitału intelektualnego w stosunku kapitalizacji giełdowej (wyceny rynkowej akcji) badanych instytucji finansowych. W tym kontekście mechanizmy wyceny instytucji indyjskiego systemu bankowego można uznać za efektywne wobec reprezentacji aktywów niematerialnych⁹.

Kolejnym sposobem oceny obecności składników kapitału intelektualnego w przedsiębiorstwach sektora finansowego, jaką można byłoby zastosować w ramach niniejszego badania, są coraz wyższe kwalifikacje pracowników sektora usług finansowych w badanym okresie. Wydaje się, że powszechność wykształcenia na szczeblu wyższym w sektorze finansowym była w latach 1999–2009 tak duża, iż dyskusyjne jest użycie tej miary jako wyznacznika dalszego postępu w kształtowaniu „nasyconia” kapitałem intelektualnym branży.

Alternatywnym sposobem określania rosnących kompetencji kapitału ludzkiego są formalne kwalifikacje profesjonalne osiągnięte na rynku finansowym, np. doradcy inwestycyjnego, maklera (papierów wartościowych i giełd towarowych), aktuariusza, biegłego rewidenta, licencjonowanego analityka finansowego (ang. *Chartered Financial Analyst* – CFA¹⁰), certyfikowanego międzynarodowego analityka inwestycyjnego (ang. *Certified International Investment Analyst* – CIIA¹¹), a także profesjonalnego menedżera ds. Ryzyka (ang. *Professional Risk Manager* – PRM¹²). Ograniczeniem w szacowaniu wpływu kwalifikacji do sektora finansowego są okoliczności praktyczne nabywania umiejętności w ramach tych tytułów i pomiaru zjawisk transferu wiedzy. Długotrwała nauka i przygotowania towarzyszące nabywaniu kwalifikacji, wymogi rejestracyjne, przystępowania do kolejnych szczebli egzaminów, rotacja kandydatów i niewielka dostępność danych

⁸ N. Titova, Intellectual Capital and the Creation of Value in the Latvian Banking Sector: Panel Data Analysis, „American Journal of Finance and Accounting”, Vol. 2, No. 1, 2010, s. 16–32.

⁹ G. B. Kamath, Intellectual Capital Efficiency Analysis of Indian Private Sector Banks, „IUP Journal of Bank Management”, Vol. IX, issue 3, 2010, s. 23–36.

¹⁰ Opis kwalifikacji na witrynie CFA Institute: <https://www.cfainstitute.org/pages/index.aspx> [dostęp 30 września 2010 r.].

¹¹ Zob. stronę internetową Association of Certified International Investment Analysts (ACIIA): <http://www.aciia.org/pages/home.asp> [dostęp 28 września 2010 r.].

¹² Kwalifikacja nadawana jest przez Professional Risk Managers' International Association (PRMIA): <http://www.prmia.org/> [dostęp 28 września 2010 r.].

statystycznych z poszczególnych organizacji profesjonalnych¹³ czynią ten aspekt wzrostu jakości kapitału intelektualnego nieużytecznym w kontekście niniejszego badania.

3. Metodyka mierzenia kapitału intelektualnego w polskim sektorze finansowym: propozycja

Kwantyfikacja zjawisk kapitału intelektualnego stanowi istotne wyzwanie dla teoretyków i praktyków przedmiotu także w warunkach polskich. Mimo poddania podmiotom rodzimego sektora usług finansowych różnorodnym obowiązkom informacyjnym¹⁴, przejrzystość przedsiębiorstw działających w branży usług finansowych – pod kątem wykorzystania przezeń aktywów niematerialnych – pozostaje ograniczona.

Aby dokonać szacunków „nasylenia” polskich przedsiębiorstw działających w branży finansowej składnikami kapitału intelektualnego, warto wykorzystać zarówno nakłady czynione na aktywa niematerialne (ang. *input*), jak i wyniki stosowania tych aktywów (ang. *output*). Dla zobrazowania czynników „dyfuzji” kapitału intelektualnego w polskim sektorze usług finansowych w latach 1999–2009, posłużono się w niniejszym badaniu następującymi dwoma rodzajami miar:

- **nakłady na działalność badawczo-rozwojową polskich przedsiębiorstw sektora finansowego** w ujęciu analitycznym (ang. *Analytical Business Enterprise on Research & Development* – ABERD¹⁵) – jako miara nakładów na kapitał intelektualny (ang. *input*),
- **wycena spółek sektora bankowego** (indeks WIG-Banki) na tle indeksu największych spółek notowanych **na Giełdzie Papierów Wartościowych** w Warszawie (GPW) – jako miara wyników kapitału intelektualnego (ang. *output*) wobec całości polskiej gospodarki.

Przekrojowe badania ankietowe na temat czynników innowacyjności w przedsiębiorstwach Unii Europejskiej podejmowane były także we Wspólnotowym

¹³ Ze wszystkich wymienionych tu organizacji profesjonalnych kompletne dane na temat liczby kandydatów, osób uzyskujących uprawnienia oraz wykonujących zawód udostępniła jedynie Krajowa Izba Biegłych Rewidentów (KIBR).

¹⁴ W celu analizy ich pełnego katalogu zob. m.in. akty wykonawcze do kluczowych ustaw regulujących funkcjonowanie polskiego sektora usług finansowych (na witrynie internetowej Komisji Nadzoru Finansowego, KNF): http://www.knf.gov.pl/regulacje/regulacje_prawne/index.html [dostęp 23 września 2010 r.].

¹⁵ Metodyka kalkulacji ABERD na odnośnej zakładce witryny internetowej OECD: <http://www.oecd.org/dataoecd/52/23/1962156.pdf> [dostęp 24 września 2010 r.].

Przełądzie Innowacji (ang. *Community Innovation Survey – CIS*¹⁶). Studia te (w teorii) można byłoby wykorzystać na potrzeby niniejszej analizy, jednakże raporty CIS wydawane były dotąd nieregularnie, zaś ich zakres ewoluował w czasie. Poza tym dane na temat Polski nie były zamieszczane w oficjalnych raportach dostępnych w ramach CIS.

Wspólnotowe Przełądzie Innowacji odbyły się dotąd za następujące okresy referencyjne:

- CIS-1 (faza pilotażowa): 1993 rok,
- CIS-2 (faza początkowa): lata 1997–1998, z wyjątkiem Grecji i Irlandii (tam zainicjowano go w 1999 roku),
- CIS-3: lata 2000–2001 (nie uwzględniono Polski),
- CIS-4: 2004 rok, obliczony dla 16 państw Europejskiego Obszaru Gospodarczego,
- CIS-2006, uwzględniający 22 państwa europejskie.

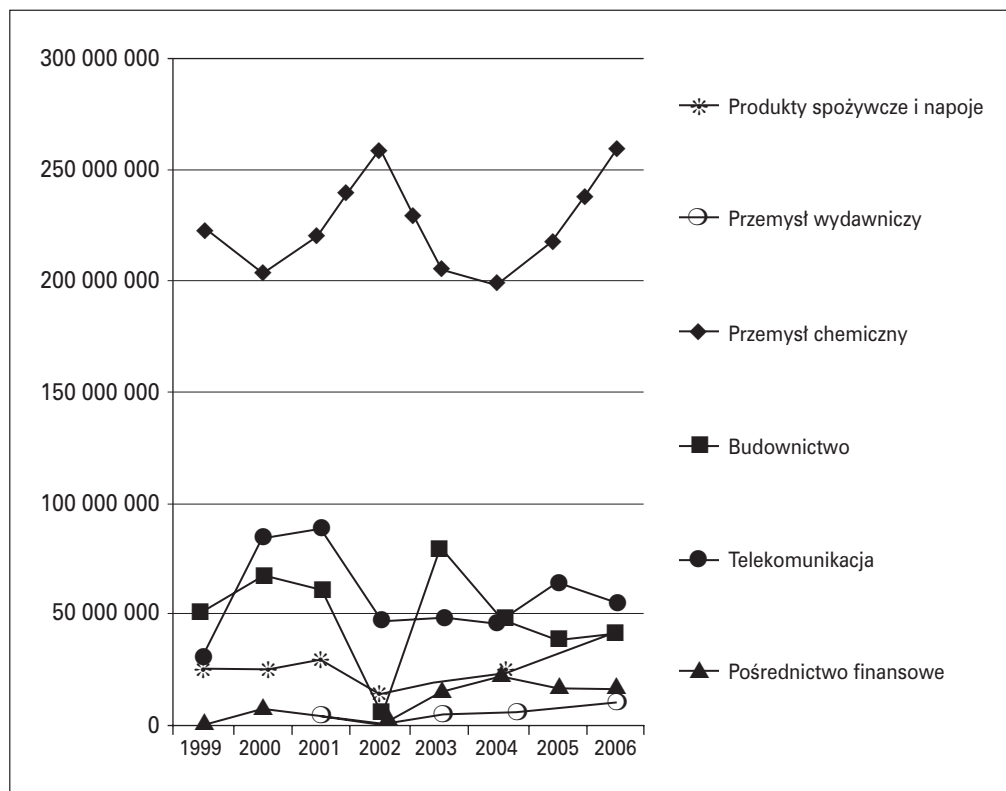
3.1. Nakłady na działalność badawczo-rozwojową polskich przedsiębiorstw w ujęciu analitycznym

Nakłady na działalność badawczo-rozwojową przedsiębiorstw w ujęciu analitycznym (ang. *Analytical Business Expenditure on Research & Development – ABERD*) to najnowocześniejsza, wszechstronna baza danych prowadzona przez Sekretariat Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (ang. *Organisation for Economic Co-operation and Development – OECD*) dla 29 gospodarek i gromadząca materiał statystyczny na temat działalności innowacyjnej przedsiębiorstw pochodzących z różnorodnych branż.

Na rysunku 1 uwidocznione są nakłady na innowację poczynione (w wartościach bezwzględnych, w PLN) dla branż: produktów spożywczych i napojów, przemysłu wydawniczego, chemicznego, budownictwa, telekomunikacji oraz pośrednictwa finansowego w latach 1999–2006. Widać tu dysproporcję zarówno pomiędzy skalą zaangażowania w innowację sektora pośrednictwa finansowego oraz większości innych branż (włącznie z tradycyjnymi), jak i dynamiką nakładów na badania i rozwój, która pozwoliła odrobić dystans sektora finansowego do innych (z wyjątkiem przemysłu wydawniczego – przeżywającego regres w związku ze strukturalnymi zmianami użytkowania mediów: na rzecz źródeł elektronicznych).

¹⁶ Opis historii i metodyki badań CIS na witrynie internetowej Urzędu Statystycznego Wspólnot Europejskich (Eurostat): <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/microdata/cis> [dostęp 30 września 2010 r.].

Rysunek 1. Nakłady na działalność naukowo-badawczą polskich przedsiębiorstw w ujęciu analitycznym (ang. *Analytical Business Expenditure on Research & Development – ABERD*) w latach 1999–2006 (w PLN)



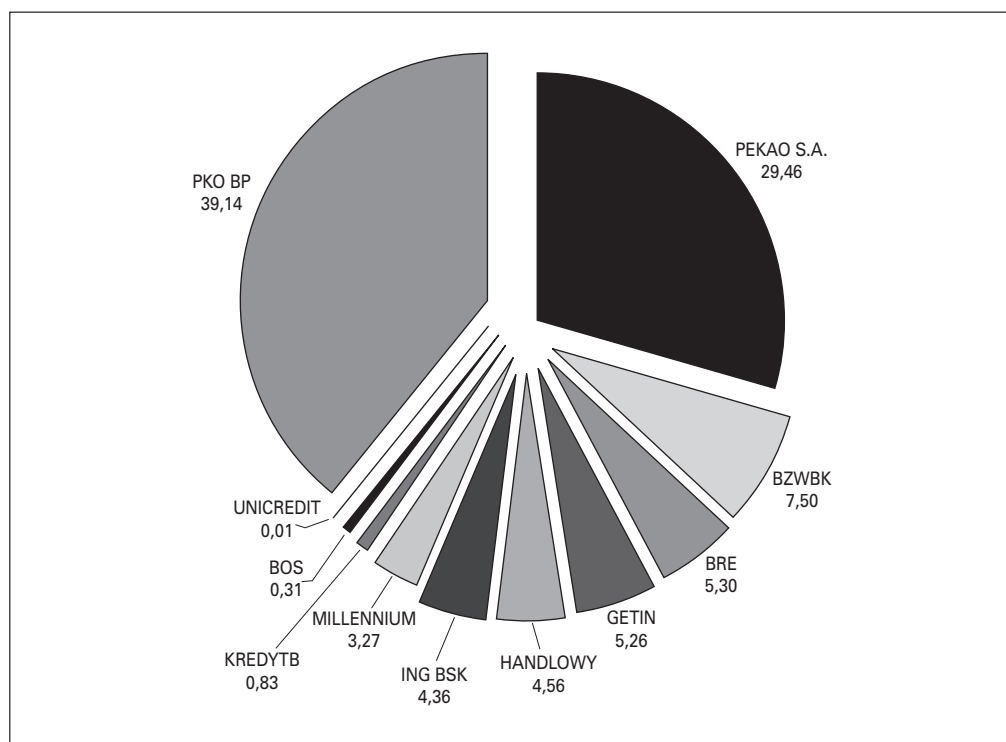
Źródło: Elektroniczna baza danych OECD (OECD Statistics) dostępna poprzez witrynę internetową: <http://stats.oecd.org/Index.aspx> [dostęp 30 września 2010 r.].

3.2. Wycena spółek sektora bankowego na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW)

Niestety na GPW brak jest indeksu, który całościowo określałby zmiany wyceny sektora usług finansowych – pomimo obecności licznych emitentów z tej branży na stołecznym parkiecie. W celu relatywnego pomiaru efektów innowacji posłużono się więc w niniejszym badaniu indeksem WIG-Banki, stanowiącym punkt odniesienia dla przedsiębiorstw bankowych notowanych na GPW. Indeks ten kalkulowany jest przez GPW od początku 1999 roku, kiedy to jego wartość (2 795,60 punktów, tj. 1 279,56 punktów po denominacji złotego) była identyczna z notowaniem szerokiego, a zarazem najstarszego indeksu polskiego parkietu, tj. Warszawskiego Indeksu Giełdowego (WIG).

W skład indeksu WIG-Banki wchodziły podmioty bankowe zawarte w indeksie WIG, zaś przy kalkulacji indeksu jest stosowana identyczna metodyka jak przy WIG (m.in. uwzględnienie płatności dywidendowych oraz praw poboru), co stwarza warunki do porównywalności obu wskaźników¹⁷. Instytucje bankowe stanowiące składniki portfela WIG-Banki zostały ujęte na rysunku 2. Widzimy dominujący udział dwóch wielkich grup bankowych (PKO BP oraz Pekao S.A.), tj. 68,6% całości indeksu. Taka konstrukcja portfela wzorcowego w znacznej mierze uzależnia jego kształtowanie się od ewolucji obu wspomnianych grup finansowych, które stały się obiektem zainteresowania inwestorów: Pekao S.A. został poddany prywatyzacji już w 1998 roku, PKO BP stanowił zaś przedmiot oferty giełdowej w 2004 roku, podobne przekształcenia (na czele z przejściami przez kapitał zagraniczny) dotyczyły większości innych, ujętych w WIG-Banki instytucji.

Rysunek 2. Skład indeksu WIG-Banki na 30 września 2010 roku (w %)

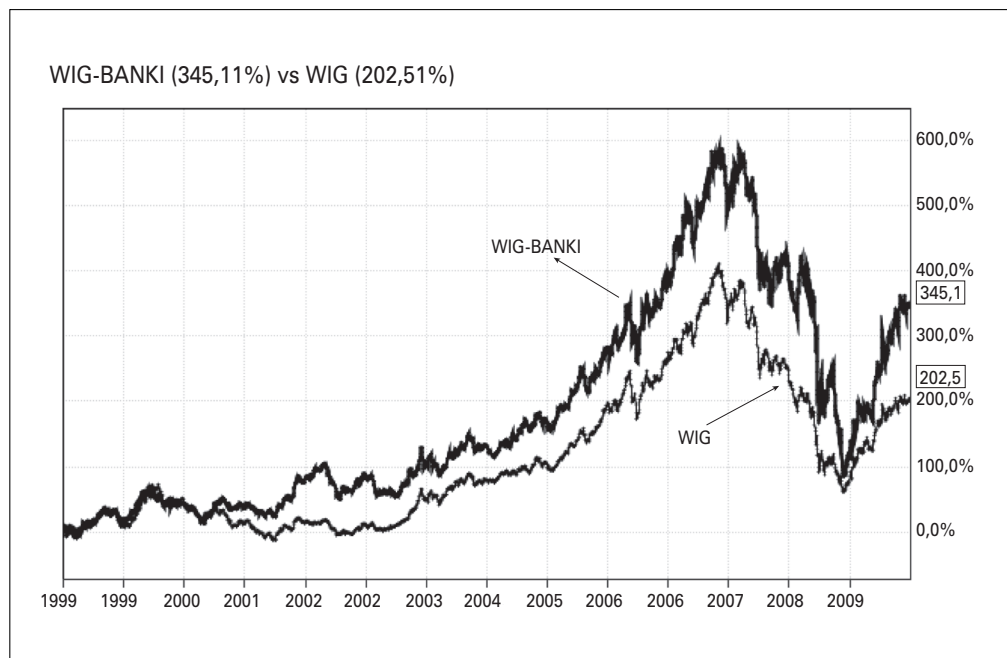


Źródło: witryna internetowa GPW: http://www.gpw.pl/zrodla/gpw/spws/portfele/wig-ba_p.htm [dostęp 30 września 2010 r.].

¹⁷ Całościowy opis metodyki kalkulacji indeksów giełdowych GPW w Warszawie dostępny jest w formie elektronicznej na witrynie GPW: http://www.gpw.pl/gpw.asp?cel=informacje_gieldowe&k=3&i=/indeksy_n/indeksy&sky=1 [dostęp 30 września 2010 r.].

W analizowanym okresie indeks WIG-Banki charakteryzował się ponadprzeciętną stopą zwrotu (+345,11%) wobec szerokiego indeksu polskiej giełdy (+202,51%). Wysokiej stopie dochodu towarzyszyła duża zmienność bankowego indeksu, której apogeum przypadło na dołek globalnego kryzysu finansowego lat 2007–2009, wówczas to WIG-Banki powtórnie (po dziesięciu latach notowań zbliżył się do WIG), by rozpocząć trend wzrostowy po powrocie globalnej koniunktury i lepszych perspektywach dla europejskiego i rodzimego sektora bankowego (m.in. w związku z coraz korzystniejszą oceną adekwatności kapitałowej krajowych instytucji finansowych¹⁸).

Rysunek 3. Porównanie dziennych notowań WIG-Banki ze wskaźnikiem największych 20 spółek notowanych na GPW, tj. WIG w okresie 1 I 1999 r. – 31 XII 2009 r.

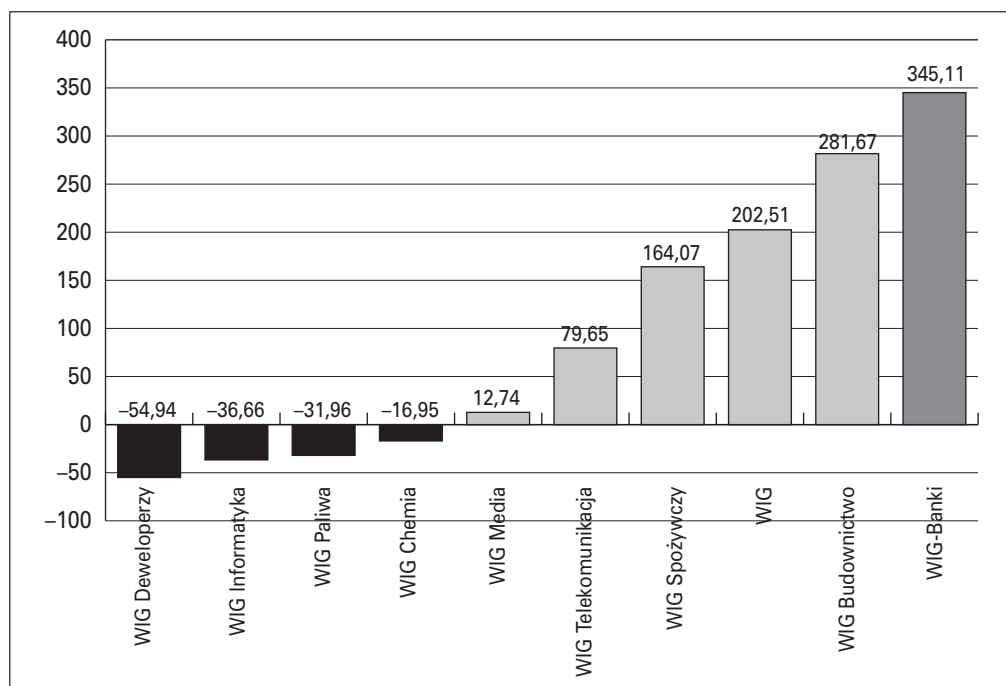


Źródło: Serwis giełdowy „Stockwatch” (wersja elektroniczna): <http://www.stockwatch.pl/gpw/indeks/wig-banki,at.aspx> [dostęp 20 września 2010 r.].

¹⁸ Polskie banki uważane są obecnie za jedno z najbezpieczniejszych instytucji finansowych w całej Unii Europejskiej. PKO BP, jako reprezentant polskiego sektora bankowego, w ostatnich tego typu badaniach przeprowadzonych w lipcu 2010 roku (tzw. stress testach) zajął trzecią najlepszą pozycję wśród wszystkich badanych instytucji w Unii Europejskiej. Informacja prasowa na temat tych badań w publikacji elektronicznej Warsaw Business Journal: <http://www.wbj.pl/article-50427-pko-bank-polski-passes-stress-test.html> [dostęp 21 września 2010 r.].

Co ciekawe – wśród wszystkich indeksów branżowych obliczanych i publikowanych oficjalnie dla warszawskiej giełdy w latach 1999–2009 WIG-Banki oferował w analizowanym okresie najwyższą stopę zwrotu. Wskaźniki sektorowe najpowszechniej kojarzone z wysokimi technologiami i dużą skalą podejmowanej innowacji przyniosły wówczas albo straty (informatyka, media), albo też znacznie niższe zyski (telekomunikacja) od indeksu bankowego (por. rysunek 4).

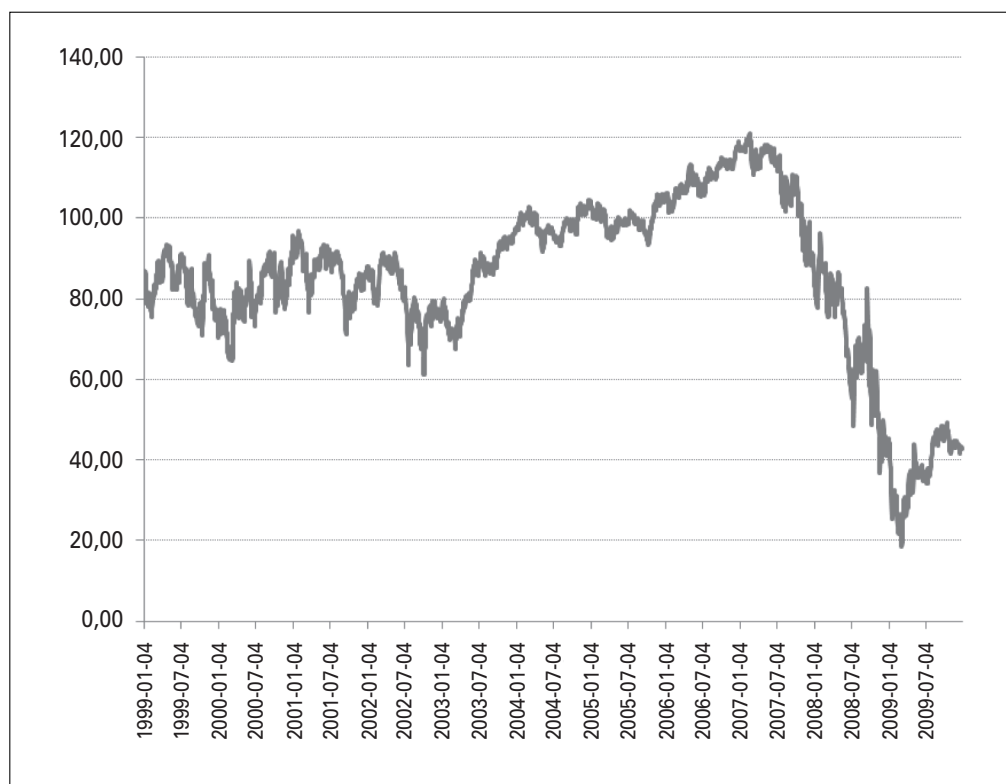
Rysunek 4. Porównanie stopy zwrotu z indeksu WIG-Banki ze stopami zwrotu pozostałych indeksów sektorowych oficjalnie kalkulowanych i ogłaszanych dla GPW w okresie 1 I 1999 r. – 31 XII 2009 r. (w %)



Źródło: Portal finansowy „Money.pl”: http://www.money.pl/gielda/indeksy_gpw/ [dostęp 20 września 2010 r.].

Zmiany indeksu WIG-Banki mogły (hipotetycznie) wynikać w omawianym okresie z wyjątkowo korzystnej koniunktury w globalnym sektorze bankowym, z którą ściśle powiązane są indeksy także polskiej giełdy. Jednakże, śledząc najbardziej uznany barometr tendencji kursowych na rynku przedsiębiorstw finansowych USA (KBW Bank Index, rysunek 5), trudno pokusić się o tego rodzaju konkluzję. W okresie 1 I 1999 roku – 31 XII 2009 roku indeks ten zanotował bowiem bezwzględną stopę zwrotu równą aż $-47,16\%$, zaś najgłębsze spadki odnotowano w czasie zaostrzenia się globalnego kryzysu finansowego lat 2007–2009.

Rysunek 5. Notowania indeksu Keefe, Bruyette and Woods (KBW) Bank (wskaźnika 24 największych amerykańskich instytucji finansowych) w okresie 1 I 1999 r. – 31 XII 2009 r.



Źródło: notowania indeksu na witrynie KBW: <http://www.kbw.com/research/BKX.asp> [dostęp 30 września 2010 r.].

W czasie istnienia indeksu (ostatnie 5 lat) dużą, negatywną stopę zwrotu przyniósł także Bloomberg Europe Banks and Financial Services Index (BEBANKS), który uwzględnia ważone kapitalizacją udziały wszystkich przedsiębiorstw sektora finansowego, ujętych we wskaźniku ogólnym Bloomberg Europe 500 Index¹⁹.

Negatywna percepcja podmiotów bankowych w czasie kryzysu lat 2007–2009 dotknęła także polską giełdę, aczkolwiek została poprzedzona wykładniczym trendem wzrostu WIG-Banki, zaś odbudowanie zaufania inwestycyjnego w czasie powracającej koniunktury dokonało się w przypadku polskich emitentów z sektora bankowego bardzo dynamicznie (por. rysunek 3).

¹⁹ Metodyka finansowego indeksu europejskiego Bloomberg na stronie elektronicznej tego serwisu: <http://www.bloomberg.com/apps/quote?ticker=BEBANKS:IND> [dostęp 30 września 2010 r.].

4. Podsumowanie

Porównując dane liczbowe na temat intensywności nakładów na innowację (w ujęciu ABERD) z jej efektami (kształtowanie się giełdowych indeksów branżowych), należy przede wszystkim zwrócić uwagę na następujące ograniczenia metodyczne, a zarazem interpretacyjne:

- 1) **fragmentaryczność i nieaktualność danych** na temat innowacji podejmowanej w polskich przedsiębiorstwach (porównywalne i spójne przedstawianie nakładów na czynniki innowacyjne w poszczególnych branżach krajów Unii Europejskiej, także w Polsce, jest wciąż kwestią przyszłości, zaś obecne raportowanie innowacji ma charakter wybiórczy i jest obciążone znaczną inercją w prezentacji wyników);
- 2) **brak kompleksowego indeksu giełdowego**, który by uwzględniał wszystkie przedsiębiorstwa notowane na rynku regulowanym w Polsce (indeks WIG-Banki, choć grupujący największe konglomeraty bankowe, nie oddaje koniunktury wśród specyficznych przedsiębiorstw szeroko pojętego sektora usług finansowych);
- 3) **ograniczenia indeksów giełdowych** dotyczące pomiaru efektywności innowacji (wskaźniki rynku kapitałowego, choć systematycznie obrazujące wzrastającą rolę czynników niematerialnych w wycenie przedsiębiorstw²⁰, kalkulowane są dość schematycznie²¹ i mogą dawać wypaczony obraz opisywanych emitentów);
- 4) **rozbieżność pomiędzy klasyfikacją sektorów** w badaniu nakładów na innowację (ABERD²²) oraz indeksami branżowymi istniejącymi na GPW w Warszawie, na czele z przeważaniem portfela WIG-Banki w kierunku podmiotów bankowych (wobec „pośrednictwa finansowego” opisywanego w ramach ABERD).

Przy wszystkich poczynionych tak założeniach można pokusić się w ramach prezentowanego opracowania o następujące wnioski:

- 1) **mierna skala innowacji polskiego sektora finansowego w latach 1999–2009** (oceniana przez pryzmat miar absolutnych lub względnych – w ujęciu międzysektorowym, tj. wydatków innowacyjnych: ABERD);

²⁰ Np. poprzez iloraz kursu akcji do jej wartości księgowej (C/WK, z ang. *price/book value*, P/BV).

²¹ Np. w związku ze zmianami w składzie (tzw. ang. *rebalancing*), a także metodyką kalkulacji indeksów.

²² Typologia rodzajów działalności ekonomicznej w ramach ABERD spójna jest z kodyfikacją International Standard of Industrial Classification of All Economic Activities (ISIC) pod egidą Organizacji Narodów Zjednoczonych (ONZ); zob. witrynę brytyjskiej Economic and Social Data Service (ESDS): http://www.esds.ac.uk/international/support/user_guides/unido/isic_guide.asp [dostęp 29 września 2010 r.].

- 2) **ponadprzeciętny wzrost wyceny giełdowej instytucji finansowych** ujętych w indeksie giełdowym WIG-Banki (podmioty ujęte w tym indeksie charakteryzowały się wyjątkowo dynamicznym – w odniesieniu branżowym, a także wobec porównywalnych indeksów światowych – wzrostem);
- 3) **brak korelacji nakładów na działalność naukowo-badawczą polskiego sektora finansowego z jego wyceną giełdową** (zauważalna jest dysproporcja miernego zaangażowania innowacyjnego polskich podmiotów sektora finansowego w stosunku do ich bardzo pozytywnej percepcji przez inwestorów na rynku kapitałowym).

Wytłumaczeniem dla tej dysproporcji może być zarówno nieefektywność polskiego rynku giełdowego w wycenie znamion innowacyjności, ale także względna atrakcyjność polskiego rynku bankowego w okresie poprzedzającym globalny kryzys finansowy lat 2007–2009 oraz po powrocie światowej koniunktury. Atrakcyjność ta mogła mieć przy tym charakter nie związany ze skalą działalności naukowo-badawczej (lub nawet negatywnie z nią skorelowany). Choć może to zabrzmieć paradoksalnie, niski stopień rozwoju polskiego rynku usług finansowych (w tym kreacji skomplikowanych i potencjalnie „toksycznych” struktur finansowych zawierających szeroką gamę finansowych instrumentów pochodnych²³) okazał się *de facto* czynnikiem stabilizującym sferę makroekonomiczną i zaowocował masowym napływem zagranicznych i krajowych inwestycji (w formie bezpośredniej i portfelowej). Inwestorzy lokujący swe środki w aktywa polskiego systemu bankowego kierować się mogli czynnikami strategicznymi związanymi ze skalą gospodarczą Polski, dynamiką jej rozwoju makroekonomicznego, a także odpornością na zmienność koniunktury w gospodarce światowej, włączając w to globalny kryzys finansowy ostatnich lat.

5. Bibliografia

1. Asset Backed Securities (ABS) – skrócona prezentacja w Concise Encyclopedia of Economics: <http://www.econlib.org/library/Enc1/AssetBackedSecurities.html> [dostęp 30 września 2010 r.].
2. Association of Certified International Investment Analysts (ACIIA): <http://www.aciia.org/pages/home.asp> [dostęp 28 września 2010 r.].
3. Bloomberg (finansowy indeks europejski, sposób kalkulacji) na stronie elektronicznej tego serwisu: <http://www.bloomberg.com/apps/quote?ticker=BEBANKS:IND> [dostęp 30 września 2010 r.].

²³ Typu Asset Backed Securities (ABS). Ich skrócona prezentacja w Concise Encyclopedia of Economics: <http://www.econlib.org/library/Enc1/AssetBackedSecurities.html> [dostęp 30 września 2010 r.].

4. CFA Institute: <https://www.cfainstitute.org/pages/index.aspx> [dostęp 30 września 2010 r.].
5. Community Innovation Survey (CIS) – opis metodyki na witrynie internetowej Urzędu Statystycznego Wspólnot Europejskich (Eurostat): <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/microdata/cis> [dostęp 30 września 2010 r.].
6. Economic and Social Data Service (ESDS), oficjalna witryna internetowa: http://www.esds.ac.uk/international/support/user_guides/unido/isic_guide.asp [dostęp 29 września 2009 r.].
7. Edvinsson L., BuckLew M. (wywiad opublikowany na stronie internetowej Foundation for Performance Measurement: <http://www.fpm.com/cases/el3.html> [dostęp 27 września 2010 r.].
8. Edvinsson L., Malone M. S., *Intellectual Capital. Realizing Your Company's True Value by Finding Its Hidden Brainpower*, Harper Business, Nowy Jork 1997.
9. http://images.ihyaululum.multiply.multiplycontent.com/attachment/0/SGMMxAoKCsQAAA5Ft0Q1/2000_Basic%20information%20on%20VAIC.pdf?nmid=102807470 [dostęp 26 września 2010 r.].
10. <http://www.investopedia.com/terms/c/civ.asp> [dostęp 26 września 2010 r.].
11. Indeksy giełdowe GPW w Warszawie (opis metodyki i kalkulacji) na witrynie GPW: http://www.gpw.pl/gpw.asp?cel=informacje_gieldowe&k=3&i=/indeksy_n/indeksy&sky=1 [dostęp 30 września 2010 r.].
12. Kamath G. B., *Intellectual Capital Efficiency Analysis of Indian Private Sector Banks*, „IUP Journal of Bank Management”, Vol. IX, issue 3, 2010.
13. Komisja Nadzoru Finansowego, KNF), witryna oficjalna: http://www.knf.gov.pl/regulacje/regulacje_prawne/index.html [dostęp 23 września 2010 r.].
14. Metodyka kalkulacji ABERD na zakładce witryny internetowej OECD: <http://www.oecd.org/dataoecd/52/23/1962156.pdf> [dostęp 24 września 2010 r.].
15. OECD (witryna internetowa poświęcona pomiarom innowacji): <http://www.oecd-ilibrary.org/docserver/download/fulltext/9210041e.pdf?expires=1286442005&id=0000&accname=ocid54014699&checksum=74FD7198A291BCAC835D740B1F96CB8E> [dostęp 30 września 2010 r.].
16. OECD, *Measuring Innovation – A New Perspective*, (OECD Publishing) maj 2010 r.
17. Professional Risk Managers' International Association (PRMIA): <http://www.prmia.org/> [dostęp 28 września 2010 r.].
18. Stress testy polskich banków – informacja o wynikach tych badań na stronie „Warsaw Business Journal”: <http://www.wbj.pl/article-50427-pko-bank-polski-passes-stress-test.html> [dostęp 21 września 2010 r.].
19. Titova N., *Intellectual Capital and the Creation of Value in the Latvian Banking Sector: Panel Data Analysis*, „American Journal of Finance and Accounting”, Vol. 2, No. 1, 2010.

20. Wiśniewski P., Nowoczesne metody wyceny aktywów niematerialnych – teoria i praktyki światowe. Wnioski dla polskich przedsiębiorstw, Zeszyty Naukowe („Studia i Prace”) Kolegium Zarządzania i Finansów Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, Nr 92 (z 2009 r.) oraz Nr 93 (z 2009 r.).
21. Witryna internetowej Value Based Management: http://www.valuebasedmanagement.net/faq_what_are_intangible_assets.html [dostęp 30 września 2010 r.].

Spowolnienie gospodarcze a realizacja inwestycji w Polsce

1. Wprowadzenie

Stosując model matematyczny, gospodarkę jako całość można by określić mianem zbioru złożonego z wielu milionów podmiotów gospodarczych. W zbiorze tym można wyróżnić podzbiory przedsiębiorstw, gospodarstw domowych, organów administracji rządowej i samorządowej.

Decydenci poszczególnych elementów zbioru lub określonej grupy podzbiorów mają wpływ na wydatki w gospodarce, całkowity dochód, jak również poziom produkcji dóbr i usług, czyli oni kreują koniunkturę gospodarczą rozumianą jako zmiany aktywności gospodarczej. Zmiany aktywności gospodarczej przejawiają się w zmianach podstawowych wskaźników ekonomicznych określających kondycję gospodarki, np. produkt krajowy brutto, produkt narodowy brutto, stopa wzrostu dochodu narodowego (lub realnego produktu krajowego brutto) oznaczająca stosunek przyrostu dochodu narodowego w badanym okresie do wielkości dochodu narodowego w okresie bazowym, wielkość produktu PKB przypadająca na jednego mieszkańca (PKB *per capita*).

Badając wielkość różnych wymienionych wskaźników w wybranym okresie, można zauważyć występujące cyklicznie zmiany ich wartości i na tej podstawie, przy uwzględnieniu, jakiego obszaru badań dotyczą (kraj, region świata), dokonać oceny, w której z faz (pomyślności, depresji, ożywienia, zastoju czy też kryzysu gospodarczego) znajduje się gospodarka oraz poszukiwać przyczyn wystąpienia takiego stanu, jak również podejmować środki zaradcze, mając jednak na uwadze, że zarówno nadmierny rozwój, jak i zastój może doprowadzić do kryzysu.

Dwa lata minęło od ogłoszenia 15 września 2008 roku bankructwa przez amerykański bank Lehmann Brothers. Wydarzenie to powszechnie uważa się za początek kryzysu gospodarczego o skali porównywalnej jedynie do Wielkiego Kryzysu z początku lat 30. ubiegłego wieku. Kryzys w większym lub mniejszym stopniu objął praktycznie wszystkie kraje. Po dwóch latach od tego wydarzenia należy rozważyć, w jak wielkim stopniu kryzys światowy miał wpływ na gospodarkę Polski i w jakim stadium znajduje się nasza gospodarka.

Oceniając stan gospodarki Polski na podstawie podstawowych wskaźników makroekonomicznych w III kwartale 2010 roku, można stwierdzić, że wskaźniki makroekonomiczne nie napawają optymizmem i chyba trudno mówić, że gospodarka wychodzi z okresu spowolnienia.

Wysoki dług publiczny, wysoka stopa bezrobocia, 3% wzrost PKB (pomimo że jest wyższy jak w strefie EURO, Japonii czy w USA) przy naszym wysokim zadłużeniu nie daje szans na szybkie pokonanie trudności gospodarczych.

Szans takich nie potwierdzają również niskie wskaźniki koniunktury w budownictwie, handlu i przemyśle¹.

Niektórzy ekonomiści uważają, że po upadku planowanych gospodarek nastąpiła era triumfu teorii, że rynki są idealne, więc państwo nie powinno ingerować w gospodarkę. Tymczasem właściwa konkluzja, której powinniśmy się nauczyć, jest taka: rynki są przeważnie zawsze lepsze niż państwo, ale nie są idealne. Przesadna ingerencja państwa jest niewłaściwa, ale nie znaczy to, że żadna nie jest potrzebna. Polska nie powinna bać się przekroczenia 55-procentowego progu zadłużenia pod warunkiem, że pójdą za tym gruntowne reformy finansów publicznych. Tymczasem sam próg pozbawia rząd elastyczności i zwalnia z odpowiedzialności za realizowanie reform².

Doświadczenia minionych lat wskazują, że próba wprowadzenia reguł rynkowych nie w każdym warunkach i nie w każdym czasie musi być udana. Okazuje się, że w pewnych sytuacjach interwencjonizm państwowy jest niezbędny, ale argumenty za lub przeciw interwencjonizmu państwa w gospodarkę można by długo mnożyć.

Rozważając kwestie interwencjonizmu państwa w gospodarkę w aspektach możliwości uniknięcia kryzysu, łagodzenia jego negatywnych dla gospodarki skutków, jak również przesłanek wskazujących na możliwość wystąpienia kryzysu, poddano analizie w niniejszym opracowaniu zagadnienie inwestycji będących czynnikiem napędzającym wzrost gospodarczy, kosztów realizacji inwestycji, wydatków na inwestycje z budżetu państwa w aspekcie rynku pracy i bezrobocia.

¹ Badanie koniunktury gospodarczej GUS (Z. 6, s. 11). Wybrane wskaźniki koniunktury gospodarczej oblicza się na podstawie prowadzonych co miesiąc badań opinii dyrektorów przedsiębiorstw metodą testu koniunktury. Wskaźniki są obliczane w formie sald powstających jako różnica między odpowiedziami pozytywnymi i negatywnymi. Wskaźnik ogólnego klimatu koniunktury jest średnią arytmetyczną z ważonych sald odnoszących się do pytań o aktualną oraz przewidywaną ogólną sytuację gospodarczą przedsiębiorstwa.

² Roman Frydman – profesor Uniwersytetu Nowojorskiego, bliski współpracownik profesora Edmunda Phelps'a, laureata Nagrody Nobla w dziedzinie ekonomii z 2006 roku. Od prawie 30 lat zajmuje się ekonomią niedoskonałej wiedzy, w której kwestionuje modele służące perfekcyjnemu przewidywaniu zmian gospodarczych.

2. Inwestycje jako czynniki napędzające wzrost gospodarczy

W publikacjach naukowych pojęcie inwestycji wyjaśniane jest najczęściej przez pryzmat uzyskiwanych efektów ekonomicznych, ocenianych w aspekcie ponoszonych nakładów na wytworzenie lub nabycie składników majątku trwałego oraz obrotowego, jak również nabycie praw majątkowych do realnych aktywów³. Słownik Języka Polskiego⁴ określa, że inwestycją jest nakład gospodarczy, którego celem jest stworzenie nowych lub powiększenie już istniejących środków trwałych. Definicja ta nie wyczerpuje w pełni pojęcia inwestycji, gdyż odnosi się tylko do rzeczowego, materialnego efektu inwestycji, w wyniku którego zostają wytwarzane środki trwałe w postaci urządzeń, budynków, budowli, maszyn i innych obiektów trwałego użytkowania.

Inwestycje można określić jako celowe wydatkowanie środków przedsiębiorstwa, które w wyniku użycia powiększają majątek rzeczowy, majątek finansowy i wartości niematerialne i prawne⁵.

Pojęcie inwestycji, według stanu z 15 września 2010 roku, występuje w 740 obowiązujących aktach prawnych. Wśród tych przepisów zwrócono uwagę na ustawy i rozporządzenia przyjazne inwestowaniu, a zatem mające bezpośredni wpływ na rozwój gospodarczy kraju⁶.

W treści ustawy z dnia 27 sierpnia 2009 roku o finansach publicznych⁷ postanowiono, że w ramach limitów wydatków na rok budżetowy należy również określać limity wydatków na realizację programów wieloletnich ustanawianych przez Radę Ministrów. Jednostki realizujące takie programy mogą zaciągać zobowiązania w celu sfinansowania inwestycji w poszczególnych latach realizacji.

Ustawa z dnia 6 grudnia 2006 roku o zasadach prowadzenia polityki rozwoju⁸ określa zasady prowadzenia polityki rozwoju rozumianej jako zespół wzajemnie powiązanych działań podejmowanych i realizowanych w celu zapewnienia trwałego i zrównoważonego rozwoju kraju, spójności społeczno-gospodarczej, regionalnej i przestrzennej, podnoszenia konkurencyjności gospodarki oraz tworzenia nowych miejsc pracy w skali krajowej, regionalnej lub lokalnej.

³ T. Waśniewski, *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1993, s. 432.

⁴ *Słownik Języka Polskiego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1992, s. 806.

⁵ K. Marecki, *Rachunkowość menedżerska w gospodarce finansowej przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2001, s. 52.

⁶ System Informacji Prawnej LEX OMEGA Wolters Kluwer Polska Sp. z o.o.

⁷ Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych (Dz.U. Nr 157 z 2009 r., poz. 1240 z późn. zm. art. 136).

⁸ Ustawa z dnia 6 grudnia 2006 r. o zasadach prowadzenia polityki rozwoju (Dz.U. Nr 84 z 2009 r., poz. 712 z późn. zm.) art. 1, ust. 1.

Warunki, sposób, tryby, kryteria i terminy dokonywania oceny zgodności planowanych inwestycji ze strategiami rozwoju reguluje rozporządzenie Ministra Rozwoju Regionalnego z dnia 3 sierpnia 2010 roku w sprawie szczegółowych warunków, sposobu, trybu, kryteriów i terminów dokonywania oceny zgodności planowanych inwestycji ze strategiami rozwoju⁹. Ocenie podlega zaplanowanie wydatków na inwestycje budowlane państwowych jednostek budżetowych oraz dotacji, wartości kosztorysowej przekraczającej 300 000 tys. zł, z wyłączeniem wydatków na inwestycje budowlane, oraz dotacji celowych na finansowanie lub dofinansowanie kosztów realizacji inwestycji, jeżeli są one finansowane ze środków pochodzących z budżetu Unii Europejskiej oraz nie podlegających zwrotowi środków z pomocy udzielanej przez państwa członkowskie Europejskiego Porozumienia o Wolnym Handlu (EFTA).

Mikroprzedsiębiorcy, mali lub średni przedsiębiorcy spełniający warunki określone w załączniku I do rozporządzenia Komisji (WE) Nr 800/2008 z dnia 6 sierpnia 2008 roku, uznającego niektóre rodzaje pomocy za zgodne ze wspólnym rynkiem w zastosowaniu art. 87 i 88 Traktatu (ogólne rozporządzenie w sprawie wyłączeń blokowych) (Dz.Urz. UE L 214 z 9 sierpnia 2008 roku, s. 8) mogą uzyskać pomoc państwa na rewitalizację¹⁰ obszarów zdegradowanych na podstawie rozporządzenia Ministra Rozwoju Regionalnego z dnia 9 czerwca 2010 roku w sprawie udzielania pomocy na rewitalizację w ramach regionalnych programów operacyjnych.

Zasady wspierania inwestycji telekomunikacyjnych reguluje ustawa z dnia 7 maja 2010 roku¹¹.

Pomocą państwa objęto również realizację operacji polegającej na wzmocnieniu konkurencyjności i utrzymaniu atrakcyjności obszarów zależnych od rybactwa. Pomocą państwa objęto, między innymi, budowę, remont lub przebudowę małej infrastruktury turystycznej, w szczególności: przystani, kąpielisk, punktów widokowych, miejsc wypoczynkowych i biwakowych, tras turystycznych, łowisk dla wędkarzy i punktów informacji turystycznej, wraz ze ścieżkami i drogami dojazd-

⁹ Rozporządzenie Ministra Rozwoju Regionalnego z dnia 3 sierpnia 2010 r. w sprawie szczegółowych warunków, sposobu, trybu, kryteriów i terminów dokonywania oceny zgodności planowanych inwestycji ze strategiami rozwoju (Dz.U. Nr 150 z 2010 r., poz. 1009).

¹⁰ Program rewitalizacji – należy przez to rozumieć wieloletni program działań o charakterze gospodarczym lub społecznym dotyczący gospodarki przestrzennej i urządzeń technicznych, zmierzający do wyprowadzenia danego obszaru zdegradowanego z sytuacji kryzysowej oraz stworzenia warunków do jego dalszego rozwoju – rozporządzenia Ministra Rozwoju Regionalnego z dnia 9 czerwca 2010 r. w sprawie udzielania pomocy na rewitalizację w ramach regionalnych programów operacyjnych (Dz.U. Nr 117 z 2010 r., poz. 787) § 2 pkt 6.

¹¹ Ustawa z dnia 7 maja 2010 r. o wspieraniu rozwoju usług i sieci telekomunikacyjnych (Dz.U. Nr 106 z 2010 r., poz. 675).

dowymi do miejsc objętych inwestycją, lub dostosowanie obiektów turystycznych i rekreacyjno-sportowych do potrzeb osób niepełnosprawnych¹².

Na pobudzenie działalności produkcyjnej i usługowej w regionie poprzez stworzenie nowoczesnych ośrodków przemysłowych, zwiększenie liczby inwestycji o charakterze innowacyjnym, dywersyfikację działalności gospodarczej skierowaną na wzrost udziału sektora nowoczesnych usług, biotechnologii i innych branż stosujących rozwiązania innowacyjne powinno znacząco wpłynąć ustalenie planów rozwoju Specjalnych Stref Ekonomicznych¹³: Warmińsko-Mazurskiej, Wałbrzyskiej, Tarnobrzeskiej, Suwalskiej, Słupskiej, Pomorskiej, Legnickiej, Katowickiej, Łódzkiej, Kamiennogórskiej, „Starachowice” oraz „Krakowski Park Technologiczny”.

Na ożywienie i rozwój gospodarczy Polski Wschodniej w latach 2007–2013 niewątpliwie będzie miała wpływ pomoc udzielana przez Polską Agencję Rozwoju Przedsiębiorczości¹⁴.

Należy również wspomnieć, że Rada Ministrów ustaliła szczegółowe warunki udzielania ulg w spłacie zobowiązań podatkowych stanowiących pomoc publiczną na rozwój małych i średnich przedsiębiorstw w zakresie inwestycji, usług doradczych i udziału w targach lub wystawach, do której mają zastosowanie przepisy rozporządzenia Komisji (WE) Nr 800/2008 z dnia 6 sierpnia 2008 roku, uznającego niektóre rodzaje pomocy za zgodne ze wspólnym rynkiem w zastosowaniu art. 87 i art. 88 Traktatu¹⁵.

3. Państwo jako największy jednostkowy inwestor

Największym jednostkowym inwestorem oraz największym nabywcą dóbr i usług jest państwo. Można stwierdzić, że państwo decyduje, które inwestycje i usługi będą zamawiane przez jednostki budżetowe i w jakiej kolejności będą one realizowane, gdyż państwo kieruje w określonym czasie i w odpowiedniej wysokości

¹² Rozporządzenie z dnia 15 października 2010 r. Ministra Rolnictwa i Rozwoju Wsi w sprawie szczegółowych warunków i trybu przyznawania, wypłaty i zwracania pomocy finansowej na realizację środków objętych osią priorytetową 4 – Zrównoważony rozwój obszarów zależnych od rybactwa, zawartą w programie operacyjnym „Zrównoważony rozwój sektora rybołówstwa i nadbrzeżnych obszarów rybackich 2007–2013” (Dz.U. 177 z 2009 r., poz. 1371) § 3. 1.

¹³ Rozporządzenia Ministra Gospodarki Dz.U. Nr 158 z 2009 r., poz. 1242–1254.

¹⁴ Rozporządzenia Ministra Rozwoju Regionalnego z dnia 18 lutego 2009 r. w sprawie udzielania przez Polską Agencję Rozwoju Przedsiębiorczości pomocy finansowej na wyposażenie, tworzenie zaplecza badawczo-rozwojowego (B+R) oraz przygotowanie terenów inwestycyjnych w ramach Programu Operacyjnego Rozwój Polski Wschodniej 2007–2013 (Dz.U. Nr 34 z 2009 r., poz. 271).

¹⁵ Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 31 marca 2009 r. w sprawie udzielania niektórych ulg w spłacie zobowiązań podatkowych stanowiących pomoc publiczną na rozwój małych i średnich przedsiębiorstw (Dz.U. Nr 59 z 2009 r., poz. 488).

zgromadzone zasoby pieniężne na finansowanie zadań wynikających z funkcji państwa.

Analizując zagadnienie kosztów przedsięwzięć inwestycyjnych, a szczególnie w aspekcie zdolności finansowej państwa do udzielenia zamówień przez administrację publiczną (rządową i samorządową), należy zauważyć, że stanowią one znaczącą część w strukturze wydatków państwa. Przykładowo w 2006 roku udzielono zamówień o wartości około 79,6 mld zł, w 2007 roku ponad 103,1 mld zł, w 2008 roku ponad 109,5 mld zł¹⁶.

Administracja rządowa i samorządowa udzieliła w 2009 roku zamówień o wartości 126,7 mld zł, z czego wartość robót budowlanych stanowiła 48% wartości udzielonych zamówień¹⁷.

Mając na uwadze, że wartość robót budowlanych w każdym roku znacząco przekracza 40% wartości udzielanych zamówień, należy stwierdzić, iż czynniki cenotwórcze kosztów robót budowlanych mają istotny i bezpośredni wpływ na wartość udzielanych zamówień przez administrację publiczną, państwowe jednostki organizacyjne nie mające osobowości prawnej oraz osoby prawne, utworzone w szczególnym celu zaspokajania potrzeb o charakterze powszechnym nie mających charakteru przemysłowego ani handlowego, jeżeli uzyskują finansowanie z budżetu państwa w wysokości ponad 50% lub

- państwo posiada ponad połowę udziałów albo akcji, lub
- państwo sprawuje nadzór nad organem zarządzającym, lub
- państwo ma prawo do powoływania ponad połowy składu organu nadzorczego lub zarządzającego¹⁸.

Należy też zauważyć, że dane statystyczne publikowane przez Urząd Zamówień Publicznych nie obejmują zamówień zastrzeżonych ustawowo realizowanych przez podmioty mające uprawnienia potwierdzające zdolność do realizacji zamówień służb specjalnych, wyłączonych z działania mocy ustawy Prawo zamówień publicznych¹⁹, które nie są bilansowane i nie są podawane do publicznej wiadomości.

¹⁶ Dane statystyczne za lata 2006, 2007 oraz 2008 zaczerpnięto ze „Sprawozdań z funkcjonowania systemu zamówień publicznych” publikowanych przez Urząd Zamówień Publicznych na stronie internetowej <http://www.uzp.gov.pl>

¹⁷ *Ibidem*, sprawozdanie za 2009 r., s. 21–22.

¹⁸ Ustawa z dnia 29 stycznia 2004 r. Prawo zamówień publicznych – Dz.U. z 2010 r. Nr 113, poz. 759, art. 3.

¹⁹ *Ibidem*, art. 4, pkt 5 (Ustawy nie stosuje się do „zamówień objętych tajemnicą państwową zgodnie z przepisami o ochronie informacji niejawnych, albo jeżeli wymaga tego istotny interes bezpieczeństwa państwa, albo zamówień objętych tajemnicą służbową, jeżeli wymaga tego istotny interes publiczny lub istotny interes państwa).

4. Czynniki cenotwórcze kosztów realizacji inwestycji budowlanych

Wydatkowanie środków publicznych w warunkach gospodarki rynkowej wywiera pokaźny wpływ na kształtowanie się popytu, a także na takie zagadnienia, jak: deficyt budżetowy, dług publiczny i równowagę budżetową, a w związku z tym wydatki publiczne powinny być dokonywane²⁰:

- 1) w sposób celowy i oszczędny, z zachowaniem zasad:
 - uzyskiwania najlepszych efektów z danych nakładów,
 - optymalnego doboru metod i środków służących osiągnięciu założonych celów;
- 2) w sposób umożliwiający terminową realizację zadań;
- 3) w wysokości i terminach wynikających z wcześniej zaciągniętych zobowiązań.

Czynniki cenotwórczymi kosztów robót budowlanych, mającymi istotny i bezpośredni wpływ na wartość udzielanych zamówień, a zatem wydatki państwa są:

- 1) wartość materiałów;
- 2) stawki robocizny kosztorysowej R_b (netto) w zł za roboczogodzinę.

Stawki te zawierają przede wszystkim wynagrodzenie robotników, płace uzupełniające, obowiązkowe obciążenia płac (ZUS) oraz odpisy na zakładowy fundusz świadczeń socjalnych²¹;

- 3) wskaźnik narzutów kosztów pośrednich W_{kp} (%) obliczany jest według formuły (1)²²:

$$W_{kp} = \frac{100 \times K_p}{R + S}, \quad (1)$$

gdzie:

R – kosztorysowa wartość robocizny,

K_p – kosztorysowa wartość kosztów pośrednich,

S – kosztorysowa wartość pracy i najmu sprzętu budowlanego lub sprzętu nie wymagającego obsługi.

Koszty pośrednie obejmują: koszty ogólne budowy, koszty zarządu.

²⁰ Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych..., *op. cit.*, art. 44 ust. 3.

²¹ Miesięcznik Polskiej Izby Inżynierów Budownictwa – „Inżynier Budowlany”, Nr 7/8, s. 40.

²² Zeszyty Ośrodka Wdrożeń Ekonomiczno-Organizacyjnych Budownictwa Promocja Sp. z o.o., SEKOCENBUD – Zeszyt IRS 40/2010, s. 34.

Koszty ogólne budowy to koszty ponoszone w odniesieniu do danej, konkretnej budowy, a nie objęte kosztami bezpośrednimi w jakiegokolwiek pozycji kosztorysowej. Koszty te obejmują między innym wydatki: płace personelu stałego budowy, np. kierownika budowy, kierowników robót, majstrów itp., koszty zaplecza budowy, zużytej wody, energii elektrycznej i innych mediów, ubezpieczenie, ochronę budowy.

Koszty zarządu obejmują koszty utrzymania całego przedsiębiorstwa, jego kierownictwa, siedziby, koszty biurowe, itd.

4) Wskaźnik narzutów zysku W_z (%) obliczany jest według formuły:

$$W_z = \frac{100 \times Z}{R + K_p + S}, \quad (2)$$

gdzie:

Z – kosztorysowa wartość zysku przedsiębiorcy,

R – kosztorysowa wartość robocizny,

K_p – kosztorysowa wartość kosztów pośrednich,

S – kosztorysowa wartość pracy i najmu sprzętu budowlanego lub sprzętu nie wymagającego obsługi.

Omawiane wskaźniki mają wpływ w odpowiedniej proporcji na koszt budowy obiektu.

Strukturę udziału ceny w kosztach obiektu zestawiono w tabeli 1.

Tabela 1. Struktura udziału ceny w kosztach obiektu

Okres badany	Udział w %					Razem
	R	M	S	K_p	Z	
I kwartał 2009 roku	20,80	53,80	3,60	16,50	5,30	100,00
I kwartał 2010 roku	21,20	53,10	4,00	16,70	5,00	100,00
II kwartał 2010 roku	21,00	53,30	4,10	16,70	4,90	100,00
Średnio	21,00	53,40	3,90	16,63	5,07	100,00

Źródło: opracowanie własne. Dane zaczerpnięto z odpowiednich zeszytów Ośrodka Wdrożeń Ekonomiczno-Organizacyjnych Budownictwa Promocja Sp. z o.o., SEKOCENBUD.

Obserwacja zmiany czynników cenotwórczych na przestrzeni kilku lat umożliwia ustalenie okresów ich wzrostu bądź spadku. Przyporządkowując wielkości czynników cenotwórczych do wskaźników oceny gospodarki w takiej samej przestrzeni czasowej, rozważono, czy te czynniki są odzwierciedleniem stanu gospodarki. Analiza, ocena i trendy wzrostu lub spadku czynników cenotwórczych, szczególnie w okresie stagnacji gospodarczej, umożliwiają przy planowaniu zamie-

zeń inwestycyjnych dla uzyskania określonego efektu gospodarczego prognozowanie, czy zamierzony cel może zostać osiągnięty większym, mniejszym czy też porównywalnym nakładem środków finansowych po okresie wyjścia gospodarki ze spowolnienia.

5. Koszty materiałów w procesie inwestycyjnym

W tabeli 1 należy zwrócić uwagę, że udział kosztów materiałów stanowi przeszło 50% wartości kosztów inwestycji i w tym przypadku ceny zdecydowanie są kształtowane przez rynek. W okresie wzrostu gospodarczego materiały drożeją, bo jest na nie większe zapotrzebowanie inwestorów.

W tabeli 2 zestawiono przykładowo ceny jednej sztuki cegły budowlanej na przestrzeni od I kwartału 2006 roku do II kwartału 2010 roku (popularny materiał w budownictwie).

Z analizy rynku wynika, że analogicznie zmieniały się ceny na inne materiały budowlane, jak cement, pręty stalowe, farby itp.

Tabela 2. Ceny jednej sztuki cegły budowlanej na przestrzeni od I kwartału 2006 roku do II kwartału 2010 roku (popularny materiał w budownictwie)

Rok	2006				2007				2008			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Cena za szt. (netto)	0,6	0,58	0,54	0,66	0,7	1,04	1,34	1,32	1,26	1,23	1,2	1,25
Rok	2009				2010							
Kwartał	I	II	III	IV	I	II						
Cena za szt. (netto)	0,93	0,81	0,81	0,73	0,73	0,65						

Źródło: opracowanie własne. Ceny cegły w latach 2006–2008 ustalono na podstawie Miesięcznika Polskiej Izby Inżynierów Budownictwa „Inżynier Budowlany”, Nr 12, 2008, s. 32; w latach 2009 i 2010 (I i II kwartał) na podstawie średniej z cenników publikowanych przez producentów.

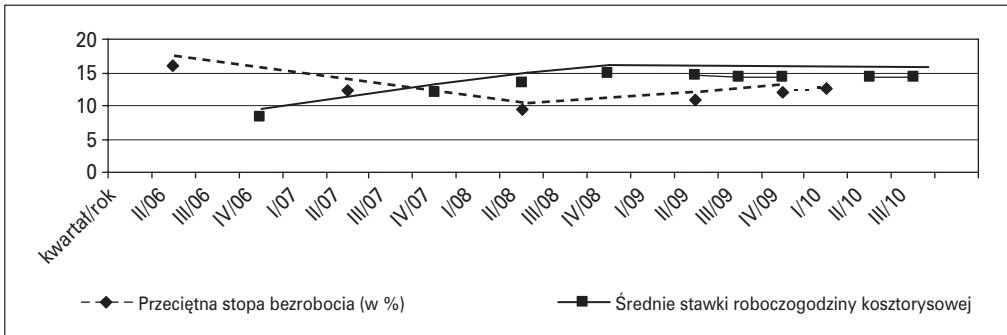
Należy zwrócić uwagę na fakt, że gwałtowny wzrost cen materiałów budowlanych nastąpił w 2007 roku i po „uspokojeniu” rynku w 2008 roku rozpoczął się spadek cen, który trwał do II kwartału 2010 roku.

6. Koszty robocizny kosztorysowej

Kolejnym czynnikiem mającym prawie 21-procentowy wpływ na koszt inwestycji są koszty robocizny kosztorysowej wyliczane na podstawie wynegocjowanej przez

wykonawcę z inwestorem i przyjętej do kosztorysowania stawki robocizny kosztorysowej Rb (netto) w zł za roboczogodzinę.

Rysunek 1. Przeciętna stopa bezrobocia w % oraz średnie stawki roboczogodziny kosztorysowej netto



Źródło: opracowanie własne na podstawie publikowanych przez SEKOCENBUD stawek i GUS wskaźników.

Na podstawie publikowanych przez SEKOCENBUD i GUS informacji można zauważyć, że dynamiczny wzrost stawek robocizny kosztorysowej nastąpił pod koniec 2006 roku i utrzymywał się praktycznie do IV kwartału 2008 roku.

Z analizy rysunku 1 wynika, że przeciętna stopa bezrobocia w skali kraju nie ma większego wpływu na wzrost średniej stawki robocizny kosztorysowej. Wpływ taki zauważono jednak, porównując stawki roboczogodziny deklarowane przez przedsiębiorców zarejestrowanych w regionach dotkniętych bezrobociem, np. w województwach warmińsko-mazurskim, świętokrzyskim i lubelskim oraz ubiegających się o realizację zamówień publicznych, np. w Warszawie i województwie mazowieckim oraz w województwach: dolnośląskim, pomorskim i wielkopolskim.

Przykładowo w IV kwartale 2008 roku minimalna stawka za roboczogodzinę wynosiła 8 zł/rb, max 33 zł/rb; w IV kwartale 2009 roku minimalna stawka to 8 zł/rb, max to 28 zł/rb. Natomiast przeciętna stopa bezrobocia według stanu na 30 czerwca 2009 roku wynosiła na obszarze powiatów: bartoszyckiego 32,4%, braniewskiego 28,9%, działdowskiego 22,6%, podczas gdy w Warszawie i Poznaniu tylko 2,4%²³.

Na wzrost stawki kosztorysowej roboczogodziny wpłynął niewątpliwie odpływ robotników budowlanych i kadry inżynieryjno-technicznej do innych państw człon-

²³ Obwieszczenie Prezesa Głównego Urzędu Statystycznego z dnia 30 września 2009 r. w sprawie przeciętnej stopy bezrobocia w kraju oraz na obszarze powiatów M. P. Nr 64 z 2009 r., poz. 854.

kowskich Unii. Nie bez znaczenia jest również zwiększanie się roszczeń płacowych oraz socjalnych osób zatrudnionych w bezpośredniej produkcji.

Aktualnie na skutek spowolnienia gospodarczego sytuacja się trochę zmienia, oczekiwania wykonawców, jeśli chodzi o stawki robocizny kosztorysowej, nie są już tak wygórowane jak w 2007 roku.

Należy jednak brać pod uwagę, że do kraju z emigracji zarobkowej wróciła część fachowców. W Irlandii zmniejszyło się zapotrzebowanie na fachowców, bo skurczył się znacznie rynek pracy. Na skutek kryzysu Wielka Brytania przestaje być krajem, gdzie zarabiają Polacy, co potwierdzają dane NBP dotyczące wielkości transferów. W 2009 roku wielkość transferów od naszych rodaków pracujących na Wyspach zmniejszyła się o jedną piątą w stosunku do 2008 roku²⁴.

Oczywiście problem emigracji zarobkowej należy analizować w wielu aspektach. Trzeba również brać, między innymi, pod uwagę aktualnie utrzymujący się poziom bezrobocia, które jest jednym z najważniejszych problemów społecznych powodującym obniżenie standardu życia, rezygnację z aspiracji, utratę poczucia godności. Bezrobotni czują się oszukani i odrzuceni przez społeczeństwo. Społeczne brzemie bezrobocia jest dotkliwie tym bardziej, że powoduje powstawanie innych obszarów ludzkiej biedy, przyczynia się do takich zjawisk, jak przemoc i alkoholizm, zakłócając prawidłowe funkcjonowanie rodziny²⁵.

Poważnym argumentem przemawiającym jednak za powrotami z emigracji jest problem tzw. eurosieroctwa – zjawiska pozostawiania w kraju dzieci przez (jedno lub dwoje) rodziców wyjeżdżających do pracy za granicę. Szacuje się, że jest to około 100 tys. dzieci, ale nikt tego dokładnie nie obliczył²⁶.

Z licznych doniesień prasowych można też wnioskować, że Polacy za granicą w poszukiwaniu oszczędności ze względu na znacznie wyższe koszty utrzymania niż w kraju, zamieszkują w pustostanach, dzielnicach peryferyjnych i niebezpiecznych.

Problemów i argumentów za i przeciw emigracji zarobkowej jest wiele i niestrudno przewidzieć, że rząd będzie musiał gruntownie przeanalizować zagadnienia kierunków inwestowania (udzielania zamówień publicznych) w aspekcie tworzenia miejsc pracy, wysokości i zasad wypłacania zasiłku dla bezrobotnych umożliwiającego utrzymanie rodziny, płacy minimalnej i reformy systemu podatkowego, aby stworzyć konkurencyjny rynek pracy i zatrzymać fachowców w kraju.

²⁴ Wielka Brytania już nie tak kusząca – nie oplaca się emigrować, „Dziennik Gazeta Prawna” z dnia 10 marca 2010 r.

²⁵ I. Sierpowska, Komentarz do art. 7 ustawy z dnia 12 marca 2004 r. o pomocy społecznej ABC 2007.

²⁶ Wypowiedź z dnia 29 kwietnia 2009 r. dla PAP dyrektora Departamentu Migracji w Ministerstwie Pracy i Polityki Społecznej Janusza Grzyba.

Za gruntowną reformą i nowym spojrzeniem na te problemy przemawiają prognozy demografów. Prognozuje się, że w najbliższych latach w Polsce nastąpi spadek liczby ludności, a także zmniejszenie liczby osób w wieku produkcyjnym, czyli między 18 a 64 rokiem życia. W ciągu następnych 10 lat z rynku pracy ubędzie około 2 mln osób.

Prawie ośmiokrotnie szybszy spadek liczby dostępnych pracowników w stosunku do spadku ogólnej liczby konsumentów musi zdecydowanie zmienić rynek pracy i panujące na nim zwyczaje – przewiduje „Parkiet”²⁷.

7. Wpływ kosztów pośrednich na cenę budowanego obiektu

Jak już wspomniano, koszty pośrednie K_p , obejmujące ogólne koszty budowy i koszty zarządu, stanowią 16,63% udziału ceny w kosztach obiektu (por. tabela 1). Można zauważyć, że koszty te wzrosły o 0,2% między I kwartałem 2009 roku i I kwartałem 2010 roku.

W latach 2006 do 2008 średni wskaźnik kosztów pośrednich zmienił się z 65,2% na 68,0%²⁸, natomiast w ciągu 2010 roku zmieniał się z 66,2% w II kwartale na 65,8% w III kwartale, co niewątpliwie miało wpływ na koszty inwestycji.

Przekształcając wzór (1) otrzymamy, że koszty pośrednie K_p oblicza się:

$$K_p = \frac{W_{Kp} \times (R + S)}{100}, \quad (3)$$

gdzie:

K_p – kosztorysowa wartość kosztów pośrednich,

R – kosztorysowa wartość robocizny,

S – kosztorysowa wartość pracy i najmu sprzętu budowlanego lub sprzętu nie wymagającego obsługi,

W_{Kp} (%) – wskaźnik narzutów kosztów pośrednich, którego wysokość jest negocjowana między inwestorem i wykonawcą.

Wzrost wartości wynegocjowanego wskaźnika powoduje wzrost ceny inwestycji.

Ponieważ, jak już wspomniano, K_p obejmuje ogólne koszty budowy i koszty zarządu, czyli takie koszty, których nie można odnieść do konkretnych wyrobów czy usług, gdyż dotyczą one ogólnie utrzymania jednostki, jak m.in.: podatki

²⁷ 12 czerwca 2010 r., 08:08, <http://www.newsweek.pl/artykuly/sekcje/biznes/>

²⁸ Zeszyty Ośrodka Wdrożeń Ekonomiczno-Organizacyjnych Budownictwa Promocja Sp. z o.o.

i opłaty, ubezpieczenia majątkowe, koszty utrzymania magazynów itp.²⁹, należy się spodziewać, że przedsiębiorcy ubiegający się o zamówienia publiczne będą ze sobą konkurować, zmniejszając koszty pośrednie.

8. Kosztorysowa wartość zysku przedsiębiorcy

Rozwój przedsiębiorstwa dokonuje się poprzez realizację określonych przedsięwzięć inwestycyjnych. Mogą one dotyczyć zarówno zmian wielkości produkcji, jak i asortymentu, kosztów produkcji, organizacji i kosztów zbytu, lokowania nadwyżek kapitału itp.³⁰ Rozwój ten wynika z faktu, że nadrzędnym celem działania przedsiębiorstwa jest wzrost wartości rynkowej przez maksymalizowanie wartości kapitału własnego, zwane kreowaniem wartości dodanej³¹.

Rozważając w tych aspektach problematykę zysku operacyjnego przedsiębiorstwa, albo też definiując zysk bilansowy (lub księgowy) jako nadwyżkę rocznych wpływów (utargów) nad kosztami własnymi produkcji³², jak również analizując zagadnienie w kontekście czysto rachunkowym, opierającym się na kategoriach przychodów i kosztów – dochód oparty na zysku³³, rozważono, jaki wpływ na zysk przedsiębiorstwa budowlanego ma kosztorysowy wskaźnik zysku W_z .

Przekształcając wzór (2) otrzymamy:

$$Z = \frac{W_z (R + K_p + S)}{100}, \quad (4)$$

gdzie:

Z – kosztorysowa wartość zysku przedsiębiorcy,

W_z – kosztorysowy wskaźnik narzutów zysku W_z (%), którego wysokość jest negocjowana między inwestorem i wykonawcą,

R – kosztorysowa wartość robocizny,

K_p – kosztorysowa wartość kosztów pośrednich,

S – kosztorysowa wartość pracy i najmu sprzętu budowlanego lub sprzętu nie wymagającego obsługi.

²⁹ Biuletyn Informacyjny dla Służb Ekonomiczno-Finansowych, Nr 13/558 z 2007 r.

³⁰ T. Jachna, M. Sierpińska, Ocena bieżącej i rozwojowej działalności firmy, TEMPRAGO, Kraków 1991, s. 86.

³¹ L. Szyszko (red.), Finanse przedsiębiorstwa, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2000, s. 217.

³² M. Nasilowski, Podstawy mikro- i makroekonomi, Wydawnictwo Key Text, 1998, s. 119.

³³ A. Michalik, Finansowanie inwestycji w teorii i praktyce, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 25.

Mając na względzie zależność K_p z wzoru (3), należy zauważyć, że kosztorysowy zysk przedsiębiorcy uzależniony jest od czynników cenotwórczych:

W_z (%) – kosztorysowego wskaźnika narzutów zysku, którego wysokość jest negocjowana między inwestorem i wykonawcą,

W_{kp} (%) – wskaźnika narzutów kosztów pośrednich, którego wysokość jest negocjowana między inwestorem i wykonawcą,

R – kosztorysowej wartość robocizny, której wartość uzależniona jest od liczby roboczogodzin i wynegocjowanej między inwestorem i wykonawcą, przyjętej do kosztorysowania stawki robocizny kosztorysowej R_b (netto) w zł za roboczogodzinę,

S – kosztorysowa wartość pracy i najmu sprzętu budowlanego lub sprzętu nie wymagającego obsługi.

Wpływ poszczególnych czynników cenotwórczych na wysokość kosztorysowego zysku przedsiębiorcy dla średnich stawek według SEKOCENBUDU dla III kwartału 2010 roku przedstawia się następująco:

$$\begin{aligned} K_p \text{ (średnie)} &= 65,8\%, \\ W_z \text{ (średnie)} &= 11,7\%, \\ Z &= 0,117 [R + 0,658 (R + S) + S]. \end{aligned} \quad (5)$$

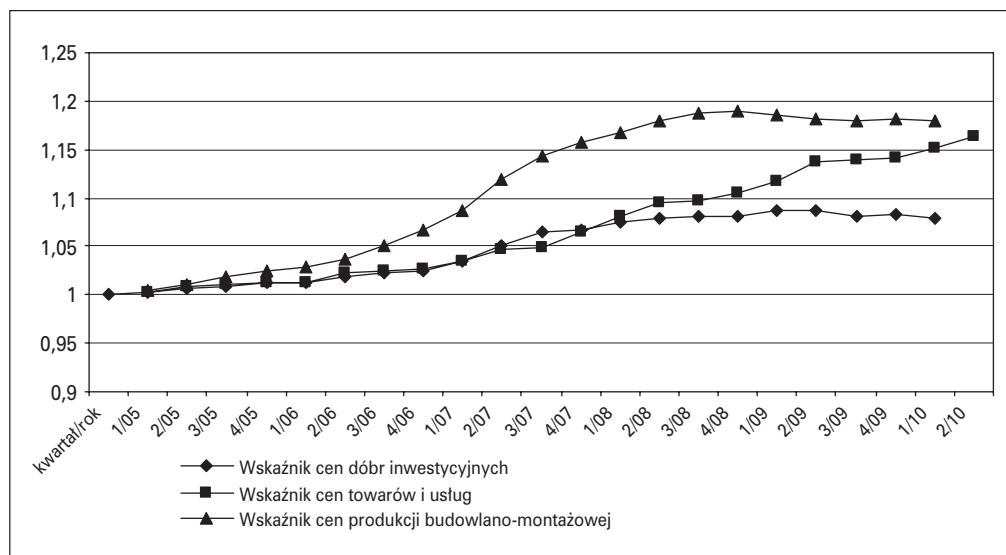
$$\begin{aligned} Z &= 0,194 R + 0,194 S, \\ Z &= 0,194 (R + S), \\ Z &= 19,4\% (R + S). \end{aligned} \quad (6)$$

Z obliczeń wynika, że faktyczna kosztorysowa wartość zysku przedsiębiorcy dla przyjętych średnich czynników cenotwórczych wynosi 19,4% wartości kosztów robocizny oraz kosztów pracy i najmu sprzętu budowlanego.

Ponieważ parametry R_b , K_p , W_z są negocjowane między inwestorem i wykonawcą to od wyników negocjacji uzależniony jest znacząco koszt inwestycji.

Analizując kolejno przebieg wartości wskaźników, można zauważyć, że na przełomie III i IV kwartału 2009 roku wartości wskaźnika cen dóbr inwestycyjnych i wskaźnika cen produkcji budowlano-montażowej wykazują tendencje spadkowe. W tym samym okresie zanotowano tendencje spadkowe średnich stawek robocizny kosztorysowej R_b , spadek cen materiałów i niewielkie wzrosty wskaźnika kosztów pośrednich K_p (0,2% między I kwartałem 2009 roku i I kwartałem 2010 roku).

Zapewne utrzymujące się tendencje spadkowe skłaniają inwestorów do wybierania nowych technologii w budownictwie, atrakcyjne zarówno pod kątem rozwiązań materiałowych i ponoszonych z tego tytułu kosztów, jak również charakteryzujące się zmniejszoną pracochłonnością.

Rysunek 2. Wskaźniki cen: dóbr inwestycyjnych, towarów i usług oraz produkcji budowlano-montażowej

Źródło: publikacje GUS.

Należy też zauważyć, że tylko przy niewielkich wahaniach systematycznie wzrasta wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych (por. rysunek 2). Wydaje się, że przyczyn tego wzrostu należy dopatrywać się we wzrostach cen paliw mających wpływ na ceny towarów konsumpcyjnych, jak również w kosztach świadczenia usług wynikających z emigracji zarobkowej fachowców z Polski, o czym już wspomniano.

9. Podsumowanie

Rozważając kwestie wymienionych wskaźników, można w uproszczeniu wysnuć wniosek, że nastąpił korzystny okres do inwestowania przez Rząd, bo mniejszym nakładem finansowym można osiągnąć wyższe efekty jak przed spowolnieniem gospodarczym, czyli wybudować więcej i taniej. Taki kierunek działania można by uznać za trafiony, jeśli państwo nie byłoby zadłużone. Niestety jak podało Ministerstwo Finansów o blisko 2 mld zł wzrósł deficyt budżetu państwa na koniec sierpnia 2010 roku, a zarówno dochody, jak i wydatki rządu osiągnęły poziom około 65% planu na cały bieżący rok. Ogółem wydatki budżetu państwa wyniosły 197,1 mld zł, czyli 65,4% planu. Powyżej tej średniej ukształtowały się jeszcze wydatki na obsługę zadłużenia zagranicznego, które osiągnęły 75% kwoty

zaplanowanej na cały rok (6,2 mld zł). Deficyt budżetu zamknął się na koniec sierpnia kwotą 36,9 mld zł, co stanowiło 70,7% dopuszczalnej sumy zapisanej w ustawie budżetowej. Zatem nasuwa się prosty wniosek – aby państwo mogło inwestować musi obniżyć, i to znacznie, wydatki budżetowe związane z utrzymaniem administracji rządowej i samorządowej.

Niestety rząd ponosi kolejne wydatki, np. związane z wyborami samorządowymi. We władzach samorządowych zasiądzie ponad 46 tysięcy radnych oraz 576 wójtów, 796 burmistrzów i 107 prezydentów miast.

Można postawić pytanie, czy aż tak liczna 46-tysięczna „armia” samorządowców jest niezbędna?

Należy też rozważyć, czy w aktualnej sytuacji gospodarczej budownictwo mieszkaniowe może być motorem napędzającym gospodarkę.

Po głębokim spadku cen mieszkań w drugiej połowie 2008 roku, w 2009 roku ceny stabilizowały się na niższych poziomach³⁴. W lipcu 2010 roku średnio o 0,3% spadła cena metra kwadratowego mieszkania w największych miastach Polski oraz zwiększyła się liczba transakcji kupna. Stabilny, utrzymujący się od wielu miesięcy poziom cen mieszkań wciąż jest daleki od oczekiwań i możliwości kupna potencjalnych klientów³⁵. Klienci deweloperów zainteresowani są zakupem mieszkań o mniejszych powierzchniach, w średnim standardzie.

Mieszkania o dużej powierzchni i wysokim standardzie, drogie nie wzbudzają większego zainteresowania na rynku nieruchomości. Oznacza to, że ceny takich mieszkań (apartamentów) są znacznie przeszacowane, nieprzystające do obecnych realiów rynkowych.

Od 1 października 2010 roku obowiązują nowe limity cen mieszkań, na które można zaciągnąć kredyt z dopłatą z rządowego programu „Rodzina na swoim”³⁶. Celem tego programu jest wsparcie rodzin i osób samotnie wychowujących dzieci w pozyskaniu własnego mieszkania lub domu. Warunki preferencyjne dotyczą małżeństw lub osób samotnie wychowujących dziecko, a głównie polegają na tym, że przez 8 lat kredytobiorca spłaca tylko połowę odsetek, resztę spłaca rząd, czyli podatnicy.

Program ten ma zarówno zwolenników, jak i przeciwników. Ci drudzy uważają, że pieniądze podatników powinny być skierowane raczej na inwestycje związane z tworzeniem nowych miejsc pracy.

³⁴ Źródło: Informacja z 11 I 2010 r. Bankier.pl

³⁵ Źródło: Open Finance SA – największa firma doradztwa finansowego w Polsce, która po raz pierwszy wprowadziła kategorię doradztwa finansowego na polski rynek.

³⁶ Ustawa z dnia 8 września 2006 r. o finansowym wsparciu rodzin w nabywaniu własnego mieszkania (Dz.U. z 2006 r. Nr 183, poz. 1354), zmieniona ustawą z dnia 15 czerwca 2007 r. (Dz.U. Nr 136, poz. 955) oraz ustawą z dnia 21 listopada 2008 r. (Dz.U. Nr 223, poz. 1465).

Wychodząc jednak z założenia, że budownictwu mieszkaniowemu towarzyszy zawsze szereg inwestycji związanych z infrastrukturą oraz, że budownictwo to jest motorem napędowym rozwoju rynku materiałów budowlanych, produkcji sprzętu gospodarstwa domowego i rynku usług związanych z wyposażeniem mieszkania, program ten powinien przyczynić się do ożywienia gospodarki.

Nie bez znaczenia jest też fakt, że jeśli młode małżeństwa nie będą miały stworzonej możliwości zakupu mieszkania w Polsce to będą emigrować do bogatszych krajów, a sytuacja taka w dalszej perspektywie może być wręcz katastrofalna demograficznie dla naszego państwa.

10. Bibliografia

1. Jachna T., Sierpińska M., Ocena bieżącej i rozwojowej działalności firmy, TEMPRAGO, Kraków 1991.
2. Marecki K., Rachunkowość menedżerska w gospodarce finansowej przedsiębiorstwa, Difin, Warszawa 2001.
3. Michalik A., Finansowanie inwestycji w teorii i praktyce, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
4. Miesięcznik Polskiej Izby Inżynierów Budownictwa – „Inżynier Budowlany”, Nr 7/8.
5. Nasiłowski M., Podstawy mikro- i makroekonomi, Wydawnictwo Key Text, 1998.
6. Słownik Języka Polskiego, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1992.
7. Szyszko L. (red.), Finanse przedsiębiorstwa, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2000.
8. Tyran Michael R., Wskaźniki finansowe, Dom Wydawniczy ABC, 1999.
9. Waśniewski T., Analiza finansowa przedsiębiorstwa, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1993.
10. Wielka Brytania już nie tak kusząca – nie opłaca się emigrować, „Dziennik Gazeta Prawna” z 10 marca 2010 r.

Akty prawne

1. Ustawa z dnia 8 września 2006 r. o finansowym wsparciu rodzin w nabywaniu własnego mieszkania (Dz.U. z 2006 r. Nr 183, poz. 1354), zmieniona ustawą z dnia 15 czerwca 2007 r. (Dz.U. Nr 136, poz. 955) oraz ustawą z dnia 21 listopada 2008 r. (Dz.U. Nr 223, poz. 1465).
2. Ustawa z dnia 29 stycznia 2004 r. Prawo zamówień publicznych – Dz.U. z 2010 r. Nr 113, poz. 759 z późn. zm.
3. Ustawa z dnia 27 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych (Dz.U. z 2009 r. Nr 157, poz. 1240 z późn. zm.).

4. Ustawa z dnia 6 grudnia 2006 r. o zasadach prowadzenia polityki rozwoju (Dz.U. z 2009 r. Nr 84, poz. 712 z późn. zm.).
5. Ustawa z dnia 7 maja 2010 r. o wspieraniu rozwoju usług i sieci telekomunikacyjnych (Dz.U. z 2010 r. Nr 106, poz. 675).
6. Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 31 marca 2009 r. w sprawie udzielania niektórych ulg w spłacie zobowiązań podatkowych stanowiących pomoc publiczną na rozwój małych i średnich przedsiębiorstw (Dz.U. z 2009 r. Nr 59, poz. 488).
7. Rozporządzenie Ministra Gospodarki z dnia 15 października 2009 r. w sprawie udzielania pomocy publicznej na budowę instalacji do wytwarzania biokomponentów i biopaliw ciekłych (Dz.U. z 2009 r. Nr 183, poz. 1429).
8. Rozporządzenie z dnia 15 października 2010 r. Ministra Rolnictwa i Rozwoju Wsi w sprawie szczegółowych warunków i trybu przyznawania, wypłaty i zwracania pomocy finansowej na realizację środków objętych osią priorytetową 4 – Zrównoważony rozwój obszarów zależnych od rybactwa, zawartą w programie operacyjnym „Zrównoważony rozwój sektora rybołówstwa i nadbrzeżnych obszarów rybackich 2007–2013” (Dz.U. Nr 177 z 2009 r., poz. 1371).
9. Rozporządzenia Ministra Rozwoju Regionalnego z dnia 18 lutego 2009 r. w sprawie udzielania przez Polską Agencję Rozwoju Przedsiębiorczości pomocy finansowej na wyposażenie, tworzenie zaplecza badawczo-rozwojowego (B+R) oraz przygotowanie terenów inwestycyjnych w ramach Programu Operacyjnego Rozwój Polski Wschodniej 2007–2013 (Dz.U. z 2009 r. Nr 34, poz. 271).
10. Rozporządzenie Ministra Rozwoju Regionalnego z dnia 3 sierpnia 2010 r. w sprawie szczegółowych warunków, sposobu, trybu, kryteriów i terminów dokonywania oceny zgodności planowanych inwestycji ze strategiami rozwoju (Dz.U. z 2010 r. Nr 150, poz. 1009).
11. Rozporządzenie Ministra Gospodarki z dnia 2 czerwca 2010 r. w sprawie dotacji budżetowej przeznaczonej na dofinansowanie do inwestycji początkowych (Dz.U. z 2010 r. Nr 109, poz. 714).
12. Rozporządzenie Ministra Gospodarki z dnia 15 października 2009 r. w sprawie udzielania pomocy publicznej na inwestycje w zakresie budowy i przebudowy sieci dystrybucyjnej gazowej oraz prawidłowego funkcjonowania systemu dystrybucyjnego gazowego (Dz.U. z 2009 r. Nr 18, poz. 1430).

Wykorzystanie instrumentów polityki fiskalnej w wybranych krajach europejskich jako narzędzia łagodzącego skutki kryzysu gospodarczego

1. Wprowadzenie

Polityka fiskalna (budżetowa) oznacza dobór *źródeł i metod gromadzenia dochodów publicznych, jak też kierunków i sposobów realizacji wydatków publicznych dla osiągnięcia celów społecznych i gospodarczych, ustalonych przez właściwe organy publiczne*¹.

Problematyka wpływu systemu fiskalnego na rozwój gospodarczy, w tym potrzeba aktywnego wykorzystania instrumentów polityki budżetowej, od wielu lat jest przedmiotem wielu kontrowersji, zarówno w gronie naukowców, jak również animatorów życia gospodarczego. Wśród licznych słabości aktywnej polityki budżetowej wskazuje się najczęściej następujące czynniki²:

- opóźnienia czasowe wynikające z faktu, że między powstaniem potrzeby zastosowania określonego instrumentu (np. podwyższenia stawek podatkowych) a jego skutkiem musi upłynąć określony czas,
- niepewność związana z właściwym rozpoznaniem zarówno przyczyn zakłóceń w funkcjonowaniu gospodarki, jak i faktycznego poziomu wielkości makroekonomicznych,
- ryzyko inflacji, którego źródłem może być nadmiernie ekspansywna polityka budżetowa,
- niebezpieczeństwo nadmiernej ekspansji państwa na rynkach finansowych – konieczność pokrywania rosnących deficytów budżetowych powoduje wzrost popytu na pieniądź, co może z jednej strony prowadzić do wzrostu kosztów obsługi zadłużenia, z drugiej zaś wywołać efekt wypierania (co w konsekwencji ogranicza dostępność środków dla sektora prywatnego),
- zmiany strukturalne zachodzące w gospodarce kapitalistycznej, w tym szczególnie wzrost roli dużych korporacji i przedsiębiorstw transnaro-

¹ Z. Fedorowicz, *Polityka fiskalna*, Wyd. Wyższej Szkoły Bankowej, Poznań 1998, s. 7.

² W. Ziółkowska, *Finanse publiczne. Teoria i zastosowanie*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej, Poznań 2005, s. 75–77.

dowych, które w ograniczonym zakresie poddają się oddziaływaniu państwa,

- wzrost współzależności gospodarczego rozwoju rozwiniętych krajów kapitalistycznych, który przekłada się na to, że większość zjawisk gospodarczych, jak np. problem bezrobocia czy inflacji, ma zasięg międzynarodowy, z tego powodu działania prowadzone w ramach polityki budżetowej również wymagają koordynacji.

Wymienione powyżej słabości polityki budżetowej nie wykluczają aktywnego wykorzystania jej instrumentów w celu pobudzania wzrostu gospodarczego i ograniczania bezrobocia. Należy pamiętać, że realizacja określonych celów polityki gospodarczej jest realizowana nie tylko przy wykorzystaniu instrumentów polityki fiskalnej, ale równolegle powinny być stosowane narzędzia właściwe innym politykom, w tym głównie polityce monetarnej.

W celu przeciwdziałania negatywnym skutkom aktualnego kryzysu poszczególne kraje wykorzystują wiele instrumentów polityki gospodarczej, w tym na szeroką skalę instrumenty należące do polityki fiskalnej.

Celem niniejszego artykułu jest zaprezentowanie oraz próba oceny skuteczności instrumentów polityki fiskalnej wykorzystywanych przez wybrane kraje europejskie do łagodzenia skutków aktualnego kryzysu gospodarczego, a także pokazanie skutków prowadzonej polityki fiskalnej dla finansów publicznych poszczególnych krajów.

W opracowaniu zostały zaprezentowane zmiany w zakresie redystrybucji PKB w wybranych krajach europejskich, przy uwzględnieniu dochodów publicznych. Oprócz statystyk OECD charakteryzujących zmiany w zakresie udziału dochodów podatkowych i niepodatkowych w PKB pokazano wybrane instrumenty polityki podatkowej wykorzystywane do łagodzenia skutków kryzysu i pobudzania wzrostu gospodarczego. Przedstawiono zmiany w zakresie redystrybucji PKB w odniesieniu do wydatków sektora finansów publicznych, ze szczególnym uwzględnieniem zmian w czasie trwania kryzysu gospodarczego. Z uwagi na to, że wiele zmian w systemie podatkowym dokonanych w odpowiedzi na kryzys gospodarczy dotyczyło pobudzenia konsumpcji wewnętrznej, autor podjął próbę odpowiedzi, czy zmiany dokonane w konstrukcji systemu podatkowego wpłynęły na poziom wydatków konsumpcyjnych gospodarstw domowych. Ponadto zaprezentowano tu dane dotyczące dynamiki PKB w analizowanych krajach wraz z prognozą na lata 2010–2011, a także wpływ prowadzonej polityki fiskalnej na kondycję sektora finansów publicznych w wybranych krajach europejskich.

Należy zaznaczyć, że niniejsze opracowanie nie wyczerpuje całej skomplikowanej i ogromnej problematyki dotyczącej polityki fiskalnej i jej wpływu na różne obszary życia gospodarczego oraz kondycję sektora finansów publicznych

w poszczególnych krajach. Autor ma nadzieję, że stanowiąc ono będzie przyczynę do dalszych badań i przemyśleń naukowych.

2. Zmiany w zakresie redystrybucji PKB przy uwzględnieniu dochodów podatkowych i niepodatkowych w wybranych krajach UE

2.1. Analiza dochodów podatkowych i niepodatkowych na podstawie statystyki OECD

Koncentrując się przede wszystkim na dochodach podatkowych (por. tabela 1) można zauważyć, że w latach 1995–2009 obserwujemy na świecie różnokierunkowe tendencje w zakresie udziału dochodów sektora finansów publicznych w PKB.

Jak wynika z danych zamieszczonych w tabeli 1, w latach 1995–2009 udział dochodów publicznych w PKB w krajach należących do strefy euro (12 państw) w niewielkim stopniu się zmieniał i w latach wyznaczających ten przedział czasowy zmniejszył się o 1,1 pkt proc. (45,6% i 44,5%). W tym samym okresie w Polsce udział danin publicznych w PKB zmniejszył się o 5,9 pkt proc. (43,3% i 37,4%), w tym tylko w latach 2007–2009 udział ten zmniejszył się o 2,9 pkt proc. Wyrażony w ten sposób spadek redystrybucji PKB przez ogniwa systemu finansów publicznych był w Polsce relatywnie wysoki w stosunku do innych krajów europejskich, dla których przedstawiono dane w tabeli 1. Spadek ten był wynikiem nie tylko spowolnienia wzrostu gospodarczego w Polsce, ale również zmian w konstrukcji systemu podatkowego³. Spośród wszystkich wymienionych w tabeli 1 państw w analizowanym okresie wyższy w stosunku do naszego kraju spadek redystrybucji PKB odnotowała tylko Słowacja (11,2 pkt proc.).

Wzrost udziału podatków i paropodatków w PKB w analizowanym okresie nastąpił w 7 europejskich państwach, tj. w Belgii (47,6% i 48,3%), Grecji (36,7% i 36,9%), Islandii (39,8% i 42,4%), we Włoszech (45,1 i 46,7%), Norwegii (54,2% i 55,6%), Portugalii (38,4% i 41,6%) oraz w Wielkiej Brytanii (38,2% i 40,2%). W tym samym okresie redystrybucja budżetowa mierzona relacją dochodów budżetowych do PKB została zmniejszona aż w 12 krajach europejskich: Austrii (50,4% i 48,2%), Czechach (41,0% i 40,2%), Danii (56,4% i 55,7%), Finlandii (55,1% i 53,1%), Francji (48,9% i 48,1%), Niemczech (45,1% i 44,3%), na Węgrzech (46,3% i 45,3%), Irlandii (39,1% i 34,1%), Luksemburgu (42,1% i 41,6%), Holandii (47,2% i 46,3%), Polsce (43,3% i 37,4%), Słowacji (45,2% i 34,0%), Hiszpanii (38,0% i 34,7%) oraz Szwecji (57,8% i 54,8%).

³ Obniżenie składki rentowej łącznie o 7 pkt proc. (w dwóch etapach – o 3 pkt proc. od 1 lipca 2007 roku oraz o 4 pkt proc. od 1 stycznia 2008 roku) oraz wprowadzenie dwóch (18% i 32%) stawek podatkowych wraz z podwyższeniem progów podatkowych począwszy od 2009 roku.

Tabela 1. Podatki i inne dochody budżetowe w wybranych krajach europejskich w % PKB (w wyrażeniu nominalnym) w latach 1995–2009

Kraj	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Austria	50,4	51,9	51,8	51,5	51,3	50,3	51,5	50,2	50,0	49,6	48,5	47,9	48,2	48,5	48,2
Belgia	47,6	48,5	49,0	49,4	49,5	49,1	49,5	49,7	50,9	49,1	49,3	48,7	48,2	48,9	48,3
Czechy	41,0	39,3	39,4	38,2	38,6	38,1	38,7	39,5	40,7	42,2	41,4	41,1	41,8	40,2	40,2
Dania	56,4	56,9	56,1	56,2	56,8	55,8	55,4	54,8	55,0	56,4	57,8	56,6	55,7	55,3	55,7
Finlandia	55,1	56,4	55,2	54,4	53,3	55,1	53,0	53,0	52,5	52,2	52,8	52,9	52,5	53,6	53,1
Francja	48,9	50,4	50,8	50,1	50,8	50,1	50,0	49,4	49,1	49,6	50,5	50,3	49,6	49,5	48,1
Niemcy	45,1	46,0	45,7	45,9	46,7	46,4	44,7	44,4	44,4	43,5	43,6	43,7	43,8	43,8	44,3
Grecja	36,7	37,4	39,0	40,5	41,3	43,0	40,9	40,3	39,0	38,0	38,5	39,3	39,7	39,1	36,9
Węgry	46,3	45,7	43,1	42,3	43,1	43,8	42,8	41,9	41,9	42,2	42,0	42,3	44,5	45,4	45,3
Islandia	39,8	40,6	40,7	40,9	43,2	43,6	41,9	41,7	42,8	44,1	47,1	48,0	47,7	44,2	42,4
Irlandia	39,1	39,0	38,1	36,8	36,7	36,1	34,2	33,2	33,6	34,9	35,5	37,4	36,7	34,8	34,1
Włochy	45,1	45,5	47,6	46,2	46,5	45,3	44,9	44,4	44,7	44,2	43,8	45,3	46,4	46,2	46,7
Luksemburg	42,1	42,3	44,3	44,4	42,6	43,6	44,2	43,6	42,2	41,5	41,5	39,7	39,8	40,1	41,6
Holandia	47,2	47,5	46,3	45,8	46,4	46,1	45,1	44,1	43,9	44,3	44,5	46,1	45,7	46,6	46,3
Norwegia	54,2	54,8	54,5	52,5	53,7	57,7	57,5	56,3	55,5	56,7	57,3	59,1	58,9	59,3	55,6
Polska	43,3	46,1	41,8	40,1	40,4	38,1	38,5	39,3	38,5	37,2	39,4	40,2	40,3	39,6	37,4
Portugalia	38,4	39,7	39,7	39,4	40,5	40,2	40,1	41,4	42,5	43,1	41,6	42,3	43,2	43,2	41,6
Słowacja	45,2	43,8	42,6	40,5	40,7	39,9	38,0	36,9	37,4	35,3	35,2	33,5	32,5	32,5	34,0
Hiszpania	38,0	38,4	38,2	37,8	38,4	38,1	38,0	38,4	38,2	38,5	39,4	40,4	41,1	37,0	34,7
Szwecja	57,8	59,7	59,1	59,7	59,4	59,0	56,8	54,9	55,2	55,5	56,6	55,8	55,3	54,7	54,8
Wielka Brytania	38,2	38,0	38,4	39,4	39,8	40,3	40,6	39,0	38,7	39,6	40,8	41,4	41,4	42,5	40,2
Strefa Euro	45,6	46,4	46,7	46,2	46,7	46,2	45,4	45,0	44,9	44,6	44,8	45,3	45,4	44,9	44,5

Uwaga: Dane dotyczą budżetu państwa, budżetów samorządów oraz składek na rzecz sektora ubezpieczeń społecznych. Niepodatkowe dochody budżetowe uwzględniają dochody z tytułu praw własności (łącznie z dywidendami oraz innymi transferami z sektora przedsiębiorstw publicznych), czynsze dzierżawne, kary i grzywny, etc.

Źródło: OECD Economic Outlook 2010/1, Nr 87, database, aneks, tabela 26.

Na podstawie tak skonstruowanego wskaźnika ilustrującego zmiany w zakresie poziomu fiskalizmu poszczególnych państw trudno jest wyciągać jednoznaczne wnioski dotyczące prowadzonej przez te kraje polityki fiskalnej. Z tego powodu w dalszej części badania zostaną zaprezentowane szczegółowe instrumenty polityki podatkowej wykorzystywane przez poszczególne państwa do łagodzenia skutków aktualnego kryzysu gospodarczego.

2.2. Instrumenty polityki podatkowej w wybranych państwach europejskich wykorzystywane w celu łagodzenia skutków kryzysu gospodarczego

Rozwiązania, które zostały wprowadzone przez wybrane państwa europejskie w celu zahamowania zjawiska recesji oraz pobudzenia gospodarczego przedstawia tabela 2.

Tabela 2. Najważniejsze zmiany w systemie podatkowym w wybranych krajach europejskich

Austria
Zmiany w PIT na kwotę około 3 mld euro (1,1 PKB). Składają się na to:
<ul style="list-style-type: none"> • zmiany w podatku dochodowym (2,3 mld euro): zmniejszenie taryfy podatkowej w drugim i trzecim progu podatkowym; zwiększenie kwoty wolnej od opodatkowania o 1000 euro (do 11 000 euro); zwiększenie przedziału podatkowego dla najwyższej 50% taryfy podatkowej
<ul style="list-style-type: none"> • wprowadzenie pakietu rodzinnych ulg podatkowych na kwotę 0,5 mld euro
<ul style="list-style-type: none"> • ulgi w PIT dla przedsiębiorców na kwotę około 0,15 mld zł
Wprowadzenie jednorazowych 30% odpisów amortyzacyjnych dla przedsiębiorstw na lata 2009–2010 (szacowane skutki budżetowe 0,7 mld euro)
Belgia
<ul style="list-style-type: none"> • przyspieszenie zwrotu VAT-u
<ul style="list-style-type: none"> • czasowe odroczenie płatności VAT, gdy przedsiębiorstwo przeżywa trudności finansowe
<ul style="list-style-type: none"> • zmniejszenie stawki podatku VAT z 21% do 12% na żywność serwowaną w restauracjach i przy usługach cateringowych oraz z 21% do 6% w przypadku indywidualnego budownictwa mieszkaniowego (do 50 000 euro)
<ul style="list-style-type: none"> • czasowe odroczenie płatności pobranego podatku od wynagrodzeń
<ul style="list-style-type: none"> • stopniowa, rozłożona w czasie, redukcja kosztów pracy, poczynając od stycznia 2009 roku
Bułgaria
<ul style="list-style-type: none"> • pomoc w spłacie kredytów hipotecznych dla młodych małżeństw
<ul style="list-style-type: none"> • obniżenie składek na zabezpieczenie społeczne o 2 pkt proc. w 2009 roku oraz o kolejne 2 pkt proc. w 2010 roku

cd. tabeli 2

Cypr
• czasowa obniżka VAT na usługi hotelarskie i restauracyjne o 3 pkt proc. – do 5%
• zmniejszenie składek na ubezpieczenie społeczne płaconych przez pracownika (o 0,5 pkt proc.) i pracodawcę (o 0,5 pkt proc.)
• obniżka CIT-u dla quasi-rządowych organizacji z 25% do 10%
• zmniejszenie pewnych opłat lotniskowych dla przedsiębiorstw z branży lotniczej
Czechy
• przyspieszenie terminu zwrotu podatku VAT z 30 do 15 dni
• obniżka VAT-u na samochody osobowe dla przedsiębiorstw
• obniżka o 1 pkt proc. stawki VAT (podstawowej i obniżonej)
• redukcja o 1 pkt proc. stawki CIT w 2009 roku (do 20%) oraz o kolejny 1 pkt proc. w 2010 roku
• zmniejszenie składek na zabezpieczenie społeczne płaconych przez pracownika (o 1,5 pkt proc.) i pracodawcę (o 1 pkt proc.)
• czasowe przyspieszenie amortyzacji pewnych aktywów
Dania
• wydłużenie czasu zapłaty VAT i PIT
Finlandia
• dostosowanie skali podatkowej do inflacji o 4%
• wprowadzenie nowej ulgi podatkowej – dla dochodów z pracy dla mało i średnio zarabiających
• zwiększenie ulg dla pewnych grup społecznych o niższych dochodach, w daninach publicznych państwowych i samorządowych
• zmniejszenie składki na ubezpieczenie społeczne płacone przez pracodawcę o 0,8 pkt proc. (od 1 kwietnia 2009 roku)
• zmniejszenie VAT-u na produkty spożywcze z 17% do 12%
Francja
• obniżka PIT dla osób o niskich dochodach, skutkująca obniżeniem w 2009 roku obciążeń podatkiem dochodowym dla wspomnianej grupy społecznej o 2/3
• zwolnienia z podatków lokalnych w okresie 23 października 2008 roku – 31 grudnia 2009 roku związanych z inwestycjami dotyczącymi sprzętu i majątku
• objęcie od 1 lipca 2009 roku usług restauracyjnych obniżoną 5,5% stawką VAT
Niemcy
• obniżenie dolnej stawki PIT z 15% do 14%
• podniesienie progów podatkowych w PIT: o 400 euro od 1 stycznia 2009 roku (wstecznie) oraz o 330 euro od 1 stycznia 2010 roku
• zwiększenie kwoty wolnej od opodatkowania z 7 664 euro do 7 834 euro od 1 stycznia 2009 roku (wstecznie) i do 8 004 euro od 1 stycznia 2010 roku
• zwiększenie ulg w PIT dla osób samozatrudniających się w usługach dla gospodarstw domowych (do 1200 euro)

cd. tabeli 2

<ul style="list-style-type: none"> • jednorazowy dodatek na dziecko w 2009 roku w wysokości 100 euro • zwiększenie kwoty wolnej od opodatkowania na każde dziecko z 6024 euro na 7008 euro • zachęty dla osób kupujących samochody przyjazne dla środowiska • wprowadzenie amortyzacji degresywnej ze stawką 25% na aktywa ruchome, zakupione lub wyprodukowane od 1 stycznia 2009 roku do 31 grudnia 2010 roku
Grecja
<ul style="list-style-type: none"> • wprowadzenie dodatkowego podatku dla najlepiej zarabiających (dochód powyżej € 60 000) • preferencje podatkowe dla osób zatrudnionych w tzw. budżetówce i jednocześnie nie osiągających wysokich wynagrodzeń • wprowadzenie zasiłków „solidarnościowych” dla osób o niskich dochodach, emerytów i rolników • wprowadzenie dopłat do kredytów hipotecznych dla osób bezrobotnych lub o niskich dochodach z emerytur • wprowadzenie dodatkowego podatku dla dużych korporacji bazujących na zyskach z 2008 roku • zmniejszenie opłaty lokalnej z 2% do 0,5% od przychodów restauracji, klubów, usług noclegowych – turystycznych • 50% obniżka opłaty rejestracyjnej samochodu w okresie kwiecień–sierpień 2009 roku • obniżki w opłatach za parkowanie i lotniskowych w okresie kwiecień–wrzesień 2009 roku • wprowadzenie dodatkowego podatku od nieruchomości o dużej wartości • wprowadzenie podatku drogowego od motocykli oraz dodatkowego pobieranego od motocykli i samochodów o dużej pojemności silnika • wzrost akcyzy na paliwa, papierosy, alkohol, elektryczność, telefony komórkowe
Węgry
<ul style="list-style-type: none"> • od 1 lipca 2009 roku obniżono składkę na ubezpieczenie społeczne płacone przez pracodawcę o 5 pkt proc. w odniesieniu do płac nie przekraczających 2-krotności minimum socjalnego; zaś od 1 stycznia 2010 roku obniżka objęła wszystkich pracowników • wprowadzenie podatku „solidarnościowego” od przedsiębiorstw i osób prywatnych z wysokimi dochodami – obowiązywał do końca 2009 roku • od 1 lipca 2009 roku podniesiono podstawową stawkę VAT z 20% do 25%, wprowadzono czasowo zredukowaną stawkę VAT w wysokości 18% na produkty mleczne, pieczywo oraz ogrzewanie (od 9 lipca 2009 roku) • od 1 stycznia 2009 roku rozszerzono najniższy przedział PIT (ze stawką 18%)
Irlandia
<ul style="list-style-type: none"> • podniesienie podstawowej stawki VAT z 21% do 21,5% w grudniu 2008 roku, od 1 stycznia 2010 roku obowiązuje stawka 21% • podniesienie akcyzy na wybrane produkty

cd. tabeli 2

<ul style="list-style-type: none"> • poszerzenie standardowego przedziału podatkowego o € 1 000 dla samodzielnie rozliczającego się podatnika i o € 2 000 dla małżeństwa z dwoma źródłami dochodu
<ul style="list-style-type: none"> • wprowadzenie progresywnego podatku od dochodu brutto (tzw. <i>income levy</i>), którego stawki ustalono początkowo na 1%, 2% i 3% dochodu brutto, zaś od 1 maja 2009 roku zostały podniesione 2-krotnie do 2%, 4% i 6% dochodu brutto
<ul style="list-style-type: none"> • wzrost górnych progów w składkach na ubezpieczenie społeczne płacone przez pracownika
<ul style="list-style-type: none"> • wzrost podatków od zysku z kapitału z 20% do 25%
<ul style="list-style-type: none"> • wzrost podatku od nabytego majątku z 22% do 25%
<ul style="list-style-type: none"> • wzrost stawki podatku od depozytów (DIRT) z 23% do 25%
<ul style="list-style-type: none"> • wzrost ulg podatkowych od B&R dla wydatków przyrastających (z 20% do 25%)
<ul style="list-style-type: none"> • redukcja maksymalnej opłaty skarbowej z 9% do 6%
<ul style="list-style-type: none"> • zostały przesunięte (do przodu) daty płatności dla podatków od zysków od przedsiębiorstw oraz od zysków kapitałowych
Włochy
<ul style="list-style-type: none"> • mocniejsze środki do walki z procederem uchylania się od płacenia podatków
<ul style="list-style-type: none"> • wprowadzenie dodatkowo 5,5% obciążeń podatkowych do CIT-u dla przedsiębiorstw zajmujących się szukaniem, wydobywaniem, przetwarzaniem i sprzedażą ropy naftowej, gazu i produktów pokrewnych oraz produkcją i sprzedażą prądu (podatek zwany podatkiem Robina)
<ul style="list-style-type: none"> • obniżka akcyzy na gaz do użytku przemysłowego
<ul style="list-style-type: none"> • seria obniżek podatków i składek dla firm transportowych
<ul style="list-style-type: none"> • przedłużenie do 2012 roku preferencji podatkowych przy renowacji mieszkań – 36% PIT na wydatki remontowe i obniżka do 10% VAT-u z tym związanego
<ul style="list-style-type: none"> • zachęty podatkowe przy zakupie wykończenia wnętrz i mebli
Łotwa
<ul style="list-style-type: none"> • wzrost standardowej stawki VAT z 18% do 21%
<ul style="list-style-type: none"> • wzrost zredukowanej stawki VAT z 5% do 10% oraz zabranie możliwości stosowania zredukowanej stawki VAT dla wielu produktów
<ul style="list-style-type: none"> • zwiększenie stawki akcyzy na wyroby tytoniowe, alkohol, paliwo, kawę, napoje niealkoholowe
<ul style="list-style-type: none"> • redukcja stawki PIT z 25% do 23%
<ul style="list-style-type: none"> • zwiększenie ulg w PIT
Litwa
<ul style="list-style-type: none"> • zwiększenie standardowej stawki VAT o 1 pkt proc. do 19%
<ul style="list-style-type: none"> • stawka PIT jest płaska i została zredukowana do 15%
<ul style="list-style-type: none"> • wprowadzenie oddzielnej składki na ubezpieczenie zdrowotne w wysokości 6%, co razem daje opodatkowanie dochodu z pracy w wysokości 21% (PIT plus składka)
<ul style="list-style-type: none"> • wzrost stawki opodatkowania CIT z 15% do 20%
<ul style="list-style-type: none"> • zmniejszenie preferencyjnej stawki CIT z 13% do 5% w odniesieniu do niektórych małych przedsiębiorstw

cd. tabeli 2

<ul style="list-style-type: none"> • wprowadzenie znaczących zachęt do inwestowania, mają pozostać aż do 2013 roku • wzrost akcyzy na benzynę, alkohol i papierosy; zmniejszenie akcyzy na olej napędowy
Malta
<ul style="list-style-type: none"> • rozszerzenie zwolnień z VAT na usługi kulturalne oraz podatek rejestracyjny od ciężarówek • podniesienie progów podatkowych w podatku PIT
Holandia
<ul style="list-style-type: none"> • zwiększenie ulg dla obojga pracujących rodziców, zniesienie składki na ubezpieczenie od bezrobocia płaconej przez pracownika • wprowadzenie dopłaty do € 3 000 dla osób, które pracują po osiągnięciu 62 roku życia • wprowadzenie wielu uproszczeń administracyjnych w systemie podatkowym i ubezpieczeń społecznych • zwolnienie z opodatkowania biletów lotniczych • ułatwienia w amortyzacji w 2009 roku • cięcia w opodatkowaniu MŚP • zwiększenie ulg dla nowo powstałych przedsiębiorstw • przedsiębiorstwa mogą płacić VAT kwartalnie, a nie, jak wcześniej, co miesiąc
Polska
<ul style="list-style-type: none"> • wprowadzenie dwóch (18% i 32%) stawek podatkowych wraz z podwyższeniem progów podatkowych • skrócenie terminu zwrotu podatku VAT ze 180 do 60 dni • wprowadzenie możliwości przyspieszonej amortyzacji w odniesieniu do wybranych aktywów trwałych
Portugalia
<ul style="list-style-type: none"> • wprowadzenie nowej 12,5% stawki CIT dla dochodów poniżej 12 500 euro • zwiększenie od 1 pkt proc. do 1,5 pkt proc. stawek podatku dochodowego od osób fizycznych; wprowadzenie nowej najwyższej 45% stawki PIT dla dochodów powyżej 150 000 euro • zwiększenie ulgi podatkowej w podatku PIT dla niepełnosprawnych • od 1 lipca 2010 roku podwyżka o 1 pkt proc. wszystkich stawek VAT (z 20% na 21%, z 12% na 13% oraz z 5% na 6%)
Rumunia
<ul style="list-style-type: none"> • obniżenie z 19% do 5% stawki VAT na budownictwo socjalne oraz prywatne budownictwo jednorodzinne (do 120 m² i wartości nie przekraczającej około 90 tys. euro) • obniżenie składki wypadkowej i chorobowej płaconej przez pracodawców o 0,5 pkt proc.; podwyżka składek na ubezpieczenie społeczne płaconych przez pracownika i pracodawcę • zwolnienie z opodatkowania odsetek od lokat terminowych

cd. tabeli 2

<ul style="list-style-type: none"> • zwiększenie możliwości odliczeń podatkowych w przypadku dobrowolnych ubezpieczeń zdrowotnych (z 200 do 250 euro) oraz w odniesieniu do dodatkowych programów emerytalnych (z 200 do 400 euro)
Słowenia
<ul style="list-style-type: none"> • skrócenie okresu zwrotu podatku VAT z 60 do 21 dni • stopniowa obniżka stawki CIT z 22% do 21% w 2009 roku oraz z 21% do 20% w 2010 roku • wzrost akcyzy na benzynę, olej napędowy, napoje alkoholowe oraz wyroby tytoniowe, wprowadzone podwyżki mają na celu zrównoważenie wpływów budżetowych • wprowadzenie nowej dodatkowej 49% stawki opodatkowania w odniesieniu do dochodów menedżerów przedsiębiorstw z udziałem Skarbu Państwa
Hiszpania
<ul style="list-style-type: none"> • 100% obniżka w podatkach majątkowych • przyspieszenie zwrotu VAT • dodatkowe ulgi w wysokości € 400 dla zatrudnionych i pracujących na własny rachunek, w celu wsparcia siły nabywczej gospodarstw domowych • preferencje podatkowe, w tym redukcja stawek CIT dla firm utrzymujących poziom zatrudnienia
Szwecja
<ul style="list-style-type: none"> • obniżenie stawki CIT z 28% do 26,3% • obniżenie o 1 pkt proc. stawek składek na ubezpieczenie społeczne płaconych przez pracowników i osoby pracujące na własny rachunek • obniżka stawek składek na ubezpieczenie społeczne od pracowników poniżej 26 roku życia • zwiększenie zwolnień podatkowych dla podatników powyżej 65 roku życia • wprowadzenie ulg podatkowych dla gospodarstw domowych z tytułu wydatków związanych z remontem i utrzymywaniem budynków
Wielka Brytania
<ul style="list-style-type: none"> • czasowa obniżka podstawowej stawki VAT z 17,5% do 15% (od 1 grudnia 2008 roku do 31 grudnia 2009 roku) • podniesienie akcyzy na alkohol i papierosy w celu zrównoważenia skutków obniżki VAT • zwiększenie niektórych ulg w PIT • odsunięcie w czasie planowanej podwyżki stawki opodatkowania małych przedsiębiorstw • czasowe zwolnienia (od września 2008 roku do końca 2009 roku) w opłatach skarbowych od kupna nieruchomości, której wartość nie przekracza GBP 175 000 • wzrost odpisów amortyzacyjnych od nowych inwestycji, do 40% w jednym roku, obowiązuje od kwietnia 2009 roku • dodatkowa 50% stawka opodatkowania dochodów w wysokości powyżej GBP 150 000 od kwietnia 2010 roku

cd. tabeli 2

<ul style="list-style-type: none"> od kwietnia 2011 roku podwyżka o 0,5 pkt proc. składek na ubezpieczenie państwowe (<i>national insurance</i>) płaconych przez pracowników, pracodawców oraz osoby pracujące na własny rachunek
Norwegia
<ul style="list-style-type: none"> tymczasowe ulgi w rozliczaniu strat przedsiębiorstw w latach 2008–2009 zwiększenie przywilejów podatkowych dla przedsiębiorstw zaangażowanych w projekty B&R, zaakceptowanych przez <i>Research Council of Norway</i>

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Taxation Trends In the European Union, 2009* oraz *Taxation Trends In the European Union, 2010*.

Podjęmowane przez państwa europejskie kroki w obszarze gospodarczym, mające na celu zahamowanie negatywnych zjawisk w gospodarce, można podzielić na kilka grup:

- **działania zwiększające płynność przedsiębiorstw:** skrócenie czasu refundacji VAT, zmniejszenie obciążeń podatkowych oraz składek na systemy zabezpieczenia społecznego płaconych przez pracodawców (wyjątek Rumunia, która podniosła składki na ubezpieczenia społeczne), wprowadzanie przyspieszonej amortyzacji,
- **działania zwiększające popyt wewnętrzny** poprzez zwiększenie siły nabywczej społeczeństwa: obniżki w podatkach dochodowych i VAT, zmniejszanie składek na ubezpieczenie społeczne płaconych przez pracowników oraz cały system ulg i dotacji dla gospodarstw domowych,
- **działania mające na celu pomoc pewnej gałęzi gospodarki:** preferencje przy nabywaniu samochodów przyjaznych środowisku, ulgi budowlane (remont, zakup nowego mieszkania) oraz wspomaganie działów gospodarki charakteryzujących się pracochłonnością (Francja – preferencje dla gastronomii, Grecja – preferencje dla sektora turystycznego); w Holandii wprowadzono preferencje podatkowe przy zakupie biletów lotniczych – z uwagi na fakt, że linie lotnicze to jedna z branż, które mocno odczuły skutki kryzysu gospodarczego,
- **działania mające na celu poprawę na rynku pracy:** wspieranie poprzez obniżanie podatków usług pracochłonnych (Francja), obniżanie kosztów pracy poprzez redukcję składek na ubezpieczenia społeczne płacone przez pracodawców, preferencje podatkowe dla firm utrzymujących stały poziom zatrudnienia,
- **działania mające zapobiec cięciom kosztów w firmach** poprzez oszczędności na pracach badawczo-rozwojowych (Słowacja, Norwegia),

- **działania mające na celu zachęcenie firm do inwestycji:** preferencje podatkowe przy zakupie nowego sprzętu lub *know how*,
- w większości państw pomagających różnymi programami swoim przedsiębiorcom i obywatelom powstaje problem narastania nierównowagi budżetowej; każdy program: dotacja, ulga, odroczenie w płatności, zmniejszenie składek ogranicza wpływy sektora finansów publicznych; obserwuje się dwie główne drogi rozwiązania problemu: **podnoszenie deficytu lub/i szukanie innych sposobów gromadzenia środków publicznych; kilka państw zdecydowało się na podniesienie akcyzy na alkohol, wyroby tytoniowe, benzynę oraz olej napędowy; w niektórych państwach obserwuje się tendencję do podnoszenia obciążeń fiskalnych dla najlepiej zarabiającej warstwy społeczeństwa (Wielka Brytania, Irlandia, Portugalia, Grecja).**
- państwa, których finanse publiczne znalazły się w bardzo kryzysowej sytuacji podjęły decyzje o podnoszeniu obciążeń fiskalnych już od 2009 roku; przykładem są np. Węgry, Irlandia czy Grecja.

3. Zmiany w zakresie redystrybucji PKB w odniesieniu do wydatków sektora finansów publicznych

Zmiany w zakresie skali redystrybucji PKB w poszczególnych krajach europejskich można rozpatrywać, analizując wydatki sektora publicznego w relacji do PKB danego kraju bądź obszaru gospodarczego (zob. tabela 3).

W zdecydowanej większości krajów europejskich w latach 1995–2007 nastąpiło znaczne zmniejszenie redystrybucji budżetowej. W strefie euro (zob. tabela 3), udział wydatków sektora publicznego w relacji do PKB zmniejszył się w tym okresie o 7,2 pkt proc. (z 53,2% do 46%). Największe zmniejszenie redystrybucji nastąpiło:

- na Słowacji – o 14,2 pkt proc. (z 48,6% do 34,4%),
- w Finlandii – o 13,9 pkt proc. (z 61,3% do 47,4%),
- w Szwecji – o 13,3 pkt proc. (z 65,1% do 51,8%),
- w Czechach – o 12,1 pkt proc. (z 54,5% do 42,4%),
- w Niemczech – o 11,2 pkt proc. (z 54,8% do 43,6%),
- w Holandii – o 10,9 pkt proc. (z 56,4% do 45,5%),
- w Norwegii – o 9,7 pkt proc. (z 50,9% do 41,2%),
- w Danii – o 8,4 pkt proc. (z 59,3% do 50,9%).

Tabela 3. Wydatki sektora publicznego w % PKB (w wyrażeniu nominalnym)^a w wybranych krajach europejskich w latach 1995–2009

Kraj	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Austria	56,2	56,0	53,7	54,0	53,7	52,2	51,6	51,0	51,6	54,1	50,2	49,6	48,7	49,0	51,7
Belgia	52,1	52,6	51,2	50,4	50,2	49,2	49,2	49,8	51,1	49,5	52,2	48,5	48,4	50,1	54,4
Czechy	54,5	42,6	43,2	43,2	42,3	41,8	44,3	46,3	47,3	45,2	45,0	43,7	42,4	42,9	46,1
Dania	59,3	58,9	56,7	56,3	55,5	53,7	54,2	54,6	55,1	54,6	52,8	51,6	50,9	51,8	58,5
Finlandia	61,3	59,9	56,6	52,9	51,7	48,3	48,0	49,0	50,2	50,1	50,3	49,0	47,4	49,5	55,5
Francja	54,4	54,5	54,1	52,7	52,6	51,6	51,6	52,6	53,2	53,3	53,4	52,7	52,3	52,8	55,7
Niemcy	54,8	49,3	48,3	48,1	48,2	45,1	47,5	48,0	48,4	47,3	46,9	45,3	43,6	43,8	47,6
Grecja	45,7	44,1	44,9	44,3	44,4	46,7	45,3	45,1	44,7	45,4	43,8	43,2	45,0	46,8	50,4
Węgry	54,9	50,3	49,1	50,2	48,5	46,8	46,8	50,7	49,1	48,6	49,8	51,6	49,4	49,1	49,2
Islandia	42,7	42,2	40,7	41,3	42,0	41,9	42,6	44,3	45,6	44,1	42,2	41,6	42,3	57,8	51,5
Irlandia	41,1	39,1	36,7	34,5	34,1	31,3	33,2	33,5	33,2	33,5	34,0	34,4	36,6	42,0	48,4
Włochy	52,5	52,5	50,2	49,3	48,2	46,1	48,0	47,4	48,3	47,8	48,1	48,7	47,9	48,8	51,9
Luksemburg	39,7	41,1	40,7	41,1	39,2	37,6	38,1	41,5	41,8	42,6	41,5	38,3	36,2	37,2	42,4
Holandia	56,4	49,4	47,5	46,7	46,0	44,2	45,4	46,2	47,1	46,1	44,8	45,5	45,5	45,9	51,6
Norwegia	50,9	48,5	46,9	49,2	47,7	42,3	44,2	47,1	48,3	45,6	42,3	40,6	41,2	40,3	45,9
Polska	47,7	51,0	46,4	44,3	42,7	41,1	43,8	44,3	44,7	42,6	43,4	43,9	42,2	43,3	44,5
Portugalia	43,4	44,1	43,2	42,8	43,2	43,1	44,4	44,3	45,5	46,5	47,6	46,3	45,8	46,1	51,0
Słowacja	48,6	53,7	49,0	45,8	48,1	52,2	44,5	45,1	40,2	37,7	38,0	36,9	34,4	34,8	40,8
Hiszpania	44,4	43,2	41,6	41,1	39,9	39,1	38,6	38,9	38,4	38,9	38,4	38,4	39,2	41,1	45,9
Szwecja	65,1	63,0	60,7	58,8	58,6	55,4	55,2	56,4	56,5	55,1	54,7	53,6	51,8	52,5	55,9
Wielka Brytania	44,1	42,2	40,6	39,5	38,8	36,6	39,9	40,9	42,4	43,1	44,0	44,1	44,2	47,5	51,4
Strefa Euro	53,2	50,7	49,4	48,6	48,2	46,3	47,3	47,6	48,0	47,6	47,4	46,7	46,0	46,9	50,8

^a Dane dotyczą budżetu państwa, samorządów terytorialnych oraz sektora ubezpieczeń społecznych.

Źródło: OECD Economic Outlook 2010/1, Nr 87, database, aneks, tabela 25.

W Polsce w analizowanym okresie udział wydatków sektora publicznego w relacji do PKB zmniejszył się 5,5 pkt proc. (z 47,7% w 1995 roku do 42,2% w 2007 roku), w więc spadek ten był niższy od przeciętnej skali redukcji w strefie euro (zmniejszenie o 7,2 pkt proc.).

W latach 1995–2007 tylko w dwóch krajach europejskich, dla których przedstawiono dane w tabeli 3, nastąpił wzrost udziału wydatków publicznych w relacji do PKB. Są to:

- Portugalia – wzrost o 2,4 pkt proc. (z 43,4% do 45,8%),
- Wielka Brytania – wzrost o 0,1 pkt proc. (z 44,1% do 44,2%).

Kryzys gospodarczy spowodował istotny wzrost wydatków publicznych w relacji do PKB. W latach 2007–2009 udział ten wzrósł w strefie euro (12 państw) o 4,8 pkt proc. Jednakże w wielu krajach wzrost udziału wydatków sektora publicznego w relacji do PKB był znacznie większy. Dotyczy to w szczególności takich krajów, jak:

- Irlandia – wzrost o 11,8 pkt proc. (z 36,6% do 48,4%),
- Islandia – wzrost o 9,2 pkt proc. (z 42,3% do 51,5%)⁴,
- Dania – wzrost o 7,6 pkt proc. (z 50,9% do 58,5%),
- Finlandia – wzrost o 8,1 pkt proc. (z 47,4% do 55,5%),
- Wielka Brytania – wzrost o 7,2 pkt proc. (z 44,2% na 51,4%),
- Hiszpania – wzrost o 6,7 pkt proc. (z 39,2% do 45,9%),
- Słowacja – wzrost o 6,4 pkt proc. (z 34,4% do 40,8%),
- Luksemburg – wzrost o 6,2 pkt proc. (z 36,2% do 42,4%),
- Holandia – wzrost o 6,1 pkt proc. (z 45,5% do 51,6%),
- Belgia – wzrost o 6,0 pkt proc. (z 48,4% do 54,4%),
- Grecja – wzrost o 5,4 pkt proc. (z 45,0% do 50,4%),
- Portugalia – wzrost o 5,2 pkt proc. (z 45,8% do 51,0%).

W Polsce w analogicznym okresie, lata 2007–2009, udział wydatków publicznych do PKB wzrósł o 2,3 pkt proc. (z 42,2% do 44,5%), a więc znacznie poniżej średniego poziomu w analizowanych krajach UE. Niższa dynamika spowodowana była, z jednej strony, znacznie niższym zakresem działań stymulacyjnych finansowanych z budżetu państwa, z drugiej zaś wzrostem gospodarczym, który w 2009 roku wyniósł w Polsce 1,8%, podczas gdy wszystkie analizowane tu kraje europejskie zanotowały spadek PKB.

⁴ W 2008 roku na skutek olbrzymich problemów finansowych i gospodarczych w Islandii relacja ta wzrosła do 57,8%.

4. Wpływ polityki fiskalnej na wybrane wskaźniki makroekonomiczne

4.1. Prywatne wydatki konsumpcyjne

Wiele krajów europejskich podjęło działania mające na celu zwiększenie popytu wewnętrznego poprzez zwiększenie siły nabywczej społeczeństwa. Dlatego zastosowano m.in. obniżki w podatkach dochodowych i VAT, redukcję stawek na ubezpieczenia społeczne oraz cały system ulg i dotacji dla gospodarstw domowych.

W tabeli 4 zaprezentowano zmiany w zakresie prywatnych wydatków konsumpcyjnych w 21 wybranych krajach europejskich w latach 2006–2009 wraz z prognozą na lata 2010–2011. Wśród analizowanych państw wzrost prywatnych wydatków konsumpcyjnych w 2009 roku, w którym kryzys gospodarczy objawił się z największą siłą, wystąpił w czterech krajach, tj.:

- w **Austrii** w 2009 roku wydatki na konsumpcję prywatną wzrosły o 0,8%, zaś w całej strefie euro spadły o 1%; na lata 2010–2011 OECD prognozuje wzrost dla Austrii na poziomie odpowiednio: 1,1% i 1,6%, a więc znacznie powyżej średniej dla strefy euro. Wzrost wydatków prywatnych austriackich gospodarstw domowych można częściowo wiązać z zastosowanym fiskalnym pakietem stymulacyjnym, którego skutki budżetowe szacowane są na około 3 mld euro,
- w **Niemczech** wydatki konsumpcyjne wzrosły w 2009 roku o 0,3%, a więc znacznie powyżej średniej dla strefy euro (spadek o 1,0%) oraz nieco więcej niż w znacznie lepszym dla gospodarki niemieckiej 2008 roku (wówczas wydatki konsumpcyjne wzrosły o 0,2%). Wydaje się, że przynajmniej częściowo wzrost wydatków konsumpcyjnych w Niemczech został wywołany korzystniejszymi zasadami opodatkowania osób fizycznych, transferami o charakterze socjalnym (np. jednorazowe 100 euro na każde dziecko) czy też dotacjami do zakupu nowych, przyjaznych środowisku samochodów,
- we **Francji** prywatne wydatki konsumpcyjne wzrosły w 2009 roku o 1,0%, co stanowi drugi, tuż za Polską, wynik w zakresie dynamiki prywatnych wydatków konsumpcyjnych wśród analizowanych krajów europejskich. Istotną rolę w utrzymaniu wzrostu wydatków konsumpcyjnych mogła odegrać znaczna (o 2/3) redukcja opodatkowania podatkiem dochodowym w odniesieniu do osób o najniższych dochodach, które znaczną część swoich dochodów przeznaczają na konsumpcję, jak również objęcie od 1 lipca 2009 roku preferencyjną 5,5% stawką VAT usług restauracyjnych,
- w **Polsce** wydatki na konsumpcję prywatną wzrosły w 2009 roku o 2,2%, i był to najwyższy wzrost wśród wszystkich analizowanych krajów europejskich. Istotne zmniejszenie ciężarów fiskalnych dla gospodarstw domo-

wych w postaci redukcji składek na ubezpieczenie rentowe nastąpiło już w 2007 roku, tak więc nie wystąpiło charakterystyczne dla zmian w systemie podatkowym zjawisko odroczenia czasowego. Ponadto, począwszy od 1 stycznia 2009 roku wprowadzono dwie stawki (18% i 32%) w podatku dochodowym od osób fizycznych, co w połączeniu z podwyższeniem progów podatkowych przyczyniło się do zwiększania dochodów gospodarstw domowych, co mogło mieć wpływ na dynamikę prywatnych wydatków konsumpcyjnych.

Tabela 4. Wzrost/spadek wydatków konsumpcyjnych prywatnych (rok/roku) w wybranych krajach europejskich w latach 2006–2011 (w %)

Kraj	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Austria	1,9	0,8	0,5	0,8	1,1	1,6
Belgia	1,8	1,6	1,0	-1,7	0,7	1,6
Czechy	5,3	5,0	3,5	-0,1	-0,8	1,8
Dania	3,6	2,4	-0,2	-4,6	2,1	2,7
Finlandia	4,3	3,3	1,3	-1,8	1,2	1,5
Francja	2,6	2,4	1,0	1,0	1,2	1,5
Niemcy	1,4	-0,3	0,2	0,3	-1,4	0,7
Grecja	5,3	3,3	2,3	-1,8	-3,7	-3,6
Węgry	1,7	0,4	-0,5	-7,5	-3,1	2,0
Islandia	3,6	5,6	-7,9	-14,6	0,2	0,4
Irlandia	6,4	5,6	-0,7	-7,2	-2,7	0,6
Włochy	1,3	1,1	-0,8	-1,7	0,8	1,1
Luksemburg	2,7	2,8	3,9	-0,6	1,3	3,2
Holandia	-0,3	1,7	1,3	-2,5	0,5	1,3
Norwegia	4,8	5,4	1,3	0,0	3,4	3,2
Polska	5,0	4,9	5,9	2,2	0,9	2,8
Portugalia	5,9	6,9	6,0	-0,7	1,5	3,1
Słowacja	5,9	6,9	6,0	-0,7	1,5	3,1
Hiszpania	3,8	3,6	-0,6	-4,9	0,5	1,0
Szwecja	2,9	3,8	-0,1	-0,8	1,2	2,9
Wielka Brytania	1,5	2,1	0,9	-3,2	0,3	2,2
Strefa Euro	2,1	1,6	0,3	-1,0	0,1	1,0

Źródło: OECD Economic Outlook 2010/1, Nr 87, database, aneks, tabela 3.

Jednocześnie w niektórych krajach europejskich, dla których przedstawiono dane w tabeli 4, nastąpił istotny spadek prywatnych wydatków konsumpcyjnych. Dotyczy to szczególnie takich krajów, jak: Islandia – redukcja o 14,6%, Węgry

– spadek o 7,5%, czy Irlandia, w której prywatne wydatki konsumpcyjne spadły o 7,2%. Ponad 14% redukcja wydatków konsumpcyjnych w Islandii była m.in. efektem olbrzymich problemów finansowych w sektorze bankowym tego kraju, w rezultacie których środki finansowe straciło wielu klientów. Ze względu na niewielkie znaczenie Islandii dla gospodarki światowej dalsza analiza zostanie skupiona na takich krajach, jak Irlandia czy Węgry.

Irlandia była tym krajem strefy euro, którego gospodarka jako pierwsza już w 2008 roku weszła w recesję – PKB Irlandii spadł o 3%, podczas gdy cała strefa euro zanotowała 0,5% wzrost. Na skutek dużej nierównowagi w systemie finansów publicznych (w 2008 roku deficyt budżetowy wyniósł 7,3% PKB) rząd w Dublinie już w grudniu 2008 roku zdecydował o czasowej podwyżce stawki VAT z 21% do 21,5%. Od 1 stycznia 2009 roku wprowadzono w Irlandii progresywny podatek od dochodu brutto (tzw. *income levy*), którego stawki ustalono początkowo na 1%, 2% i 3% dochodu brutto, zaś od 1 maja 2009 roku zostały one podniesione 2-krotnie do 2%, 4% i 6% dochodu brutto. Jednocześnie znacznie wyższe stawki nowego podatku pobieranego od dochodu brutto wprowadzono w odniesieniu do wynagrodzeń pracowników sektora publicznego⁵. Wszystkie przedstawione powyżej zmiany w irlandzkim systemie podatkowym oddziaływały negatywnie na siłę nabywczą społeczeństwa, a tym samym na poziom wydatków konsumpcyjnych.

W przypadku Węgier zmianą w systemie podatkowym, która w największym stopniu mogła wpłynąć na dynamikę wydatków konsumpcyjnych, było podwyższenie począwszy od 1 lipca 2009 roku podstawowej stawki podatku VAT aż o 5 pkt proc. z 20% do 25%. Jednocześnie 18% stawką podatkową objęto pieczywo i produkty mleczarskie; zwiększono również stawki akcyzy na paliwo, alkohol i papierosy. Dodatkowo do końca 2009 roku obowiązywał na Węgrzech 4% podatek tzw. solidarnościowy w odniesieniu do osób fizycznych i prawnych osiągających wysokie dochody. Opodatkowano również większość świadczeń na rzecz osób fizycznych, które do tej pory korzystały ze zwolnienia.

4.2. Produkt Krajowy Brutto

Mimo zastosowania wielu bodźców fiskalnych przez poszczególne kraje europejskie w 2009 roku nastąpił spadek PKB we wszystkich państwach, dla których zaprezentowano dane w tabeli 5, z wyjątkiem Polski. Czy na tej podstawie można sformułować tezę o braku skuteczności zastosowanych instrumentów polityki fiskalnej? Zdaniem autora, jest to teza nieprawdziwa. W większości krajów gros instrumentów zostało wprowadzonych w latach 2009–2010, zatem, biorąc pod

⁵ Stawkę 5% przyjęto dla dochodów mieszczących się w przedziale od 15 000 do 20 000 euro, 10% stawka dla dochodów powyżej 20 000 euro, ale nie przekraczających 60 000 euro, oraz 10,5% dla dochodów powyżej 60 000 euro.

uwagę opóźnienia czasowe, ich wpływ na gospodarkę można zaobserwować dopiero w latach 2010–2011. Sytuacja Polski była na tyle korzystna, że redukcję składek na ubezpieczenie rentowe przeprowadzono już w 2007 roku, a więc już od 2008 roku wzrosły dochody realne polskich gospodarstw domowych, zaś wyższe płace netto pomogły w utrzymaniu relatywnie wysokiej dynamiki prywatnych wydatków konsumpcyjnych. Ponadto redukcja od 1 stycznia 2008 roku o 2 pkt proc. składki rentowej płaconej przez pracodawców przełożyła się na niższe koszty pracy, co mogło mieć wpływ na poziom zatrudnienia w polskiej gospodarce. Dodatkowo, począwszy od 1 stycznia 2009 roku obowiązują w Polsce dwie stawki PIT (18% i 32%), co w połączeniu z podwyższeniem progów podatkowych również zwiększyło siłę nabywczą polskiego społeczeństwa.

Tabela 5. Wyrażone w % tempo zmian PKB w ujęciu realnym (rok do roku) w wybranych krajach europejskich w latach 2006–2011

Kraj	2006	2007	2008	2009	2010*	2011*
Austria	3,4	3,4	1,8	-3,4	1,4	2,3
Belgia	2,8	2,8	0,8	-3,0	1,4	1,9
Czechy	7,0	6,1	2,3	-4,1	2,0	3,0
Dania	3,4	1,7	-0,9	-4,9	1,2	2,0
Finlandia	4,4	4,8	1,2	-7,8	1,7	2,5
Francja	2,4	2,3	0,3	-2,5	1,7	2,1
Niemcy	3,4	2,6	1,0	-4,9	1,9	2,1
Grecja	4,5	4,5	2,0	-2,0	-3,7	-2,5
Węgry	4,1	1,0	0,4	-5,7	1,2	3,1
Islandia	4,6	6,0	1,0	-6,5	-2,2	2,3
Irlandia	5,4	6,0	-3,0	-7,1	-0,7	3,0
Włochy	2,1	1,4	-1,3	-5,2	3,0	2,0
Luksemburg	5,6	6,5	0,0	-3,4	2,7	3,1
Holandia	3,4	3,6	2,0	-4,0	2,5	3,9
Norwegia	2,3	2,7	1,8	-1,5	1,2	2,0
Polska	6,2	6,8	5,0	1,8	3,1	3,9
Portugalia	1,4	1,9	0,0	-2,7	1,0	0,8
Słowacja	8,5	10,6	6,2	-4,7	3,6	3,9
Hiszpania	4,0	3,6	0,9	-3,6	-0,2	0,9
Szwecja	4,6	3,5	-0,6	-5,1	1,6	3,2
Wielka Brytania	2,7	2,1	0,4	-2,4	3,2	3,2
Strefa Euro	3,1	2,7	0,5	-4,1	1,2	1,8

* prognoza

Źródło: OECD Economic Outlook 2010/1, nr 87, database, aneks, tabela 1.

Jeśli sprawdzą się prognozy dotyczące wzrostu gospodarczego w poszczególnych krajach (por. tabela 5) to w 2010 roku spadek PKB zanotują tylko 4 kraje europejskie (Grecja – spadek o 3,7%, Islandia – 2,2%, Irlandia – 0,7% oraz Hiszpania – 0,2%), zaś w 2011 roku recesją byłaby objęta tylko Grecja (prognozowany spadek PKB o 2,5%). Trafność tej prognozy potwierdzałyby skuteczność zastosowanych przez poszczególne kraje instrumentów polityki fiskalnej i monetarnej do łagodzenia skutków kryzysu i pobudzania wzrostu gospodarczego.

5. Wpływ polityki fiskalnej na kondycję sektora finansów publicznych wybranych państw europejskich

Jest rzeczą naturalną, że w okresie kryzysu gospodarczego spadają wpływy budżetowe, rosną zaś wydatki. Prowadzi to do nierównowagi w systemie finansów publicznych. Podstawowy problem tkwi jednak w tym, że w wielu krajach deficyt budżetowy występował również w okresach dobrej koniunktury gospodarczej. Dla przykładu w okresie boomu gospodarczego w latach 2006–2007 deficyt sektora finansów publicznych wystąpił aż w 12 z 21 państw (por. tabela 6), w tym:

- na Węgrzech w 2006 roku wynosił 9,3% PKB, zaś w 2007 roku został zmniejszony do 4,9% PKB,
- w Grecji wahał się od 3,8% PKB do 5,4% PKB,
- w Portugalii w 2006 roku wyniósł 3,9% PKB, zaś w 2007 roku – 2,7% PKB,
- we Włoszech w 2006 roku wynosił 3,3% PKB, zaś w 2007 roku został zmniejszony do 1,5% PKB,
- w Wielkiej Brytanii zarówno w 2006 roku, jak i 2007 roku, wyniósł 2,7% PKB,
- we Francji wahał się od 2,3% do 2,7% PKB,
- na Słowacji w 2006 roku wynosił 3,5% PKB, zaś w 2007 roku został zmniejszony do 1,9% PKB,
- w Polsce w 2006 roku wyniósł 3,6% PKB, zaś w 2007 roku – 1,9% PKB.

Przykłady Grecji, Portugalii czy Włoch dowodzą, że Pakt Stabilności i Wzrostu nie był przestrzegany nawet w okresie dobrej koniunktury gospodarczej na świecie.

Tabela 6. Wyrażony w % PKB deficyt/nadwyżka sektora finansów publicznych w wybranych krajach europejskich w latach 2006–2011

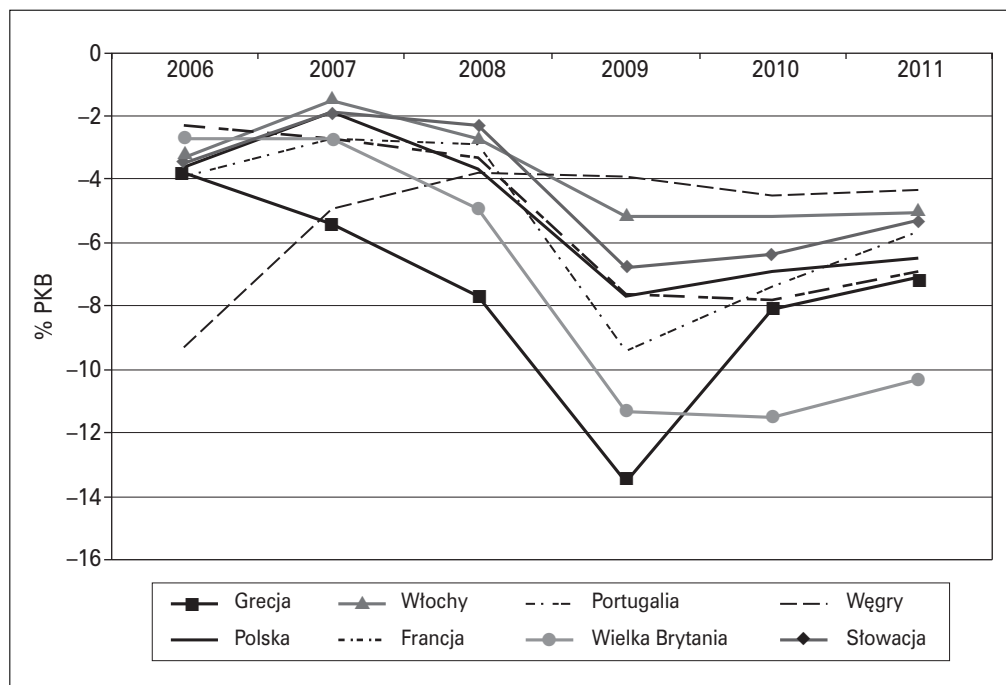
Kraj	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Austria	-1,6	-0,5	-0,5	-3,4	-4,7	-4,6
Belgia	0,2	-0,2	-1,2	-6,1	-4,9	-4,2
Czechy	-2,6	-0,7	-2,7	-5,9	-5,4	-5,7
Dania	5,0	4,8	3,4	-2,8	-5,5	-4,8
Finlandia	3,9	5,2	4,1	-2,4	-3,8	-3,8
Francja	-2,3	-2,7	-3,3	-7,6	-7,8	-6,9
Niemcy	-1,6	0,2	0,0	-3,3	-5,4	-4,5
Grecja	-3,8	-5,4	-7,7	-13,5	-8,1	-7,1
Węgry	-9,3	-4,9	-3,8	-3,9	-4,5	-4,3
Islandia	6,3	5,4	-13,5	-9,1	-6,4	-2,7
Irlandia	3,0	0,1	-7,3	-14,3	-11,7	-10,8
Włochy	-3,3	-1,5	-2,7	-5,2	-5,2	-5,0
Luksemburg	1,4	3,6	2,9	-0,7	-3,8	-4,9
Holandia	0,5	0,2	0,7	-5,3	-6,4	-5,4
Norwegia	18,5	17,7	19,1	9,7	9,7	10,9
Polska	-3,6	-1,9	-3,7	-7,7	-6,9	-6,5
Portugalia	-3,9	-2,7	-2,9	-9,4	-7,4	-5,6
Słowacja	-3,5	-1,9	-2,3	-6,8	-6,4	-5,3
Hiszpania	2,0	1,9	-4,1	-11,2	-9,4	-7,0
Szwecja	2,2	3,5	2,2	-1,1	-2,9	-1,7
Wielka Brytania	-2,7	-2,7	-4,9	-11,3	-11,5	-10,3
Strefa Euro	-1,4	-0,6	-2,0	-6,3	-6,6	-5,7

Źródło: OECD Economic Outlook 2010/1, Nr 87, database, aneks, tabela 27.

Kryzys gospodarczy spowodował istotne pogłębienie nierównowagi sektora finansów publicznych w większości krajów, zwłaszcza tych, które już w latach 2006–2007 borykały się z problemem deficytu budżetowego (zob. rysunek 1).

Trudna sytuacja w jakiej znalazły się Węgry już w 2006 roku (deficyt przekroczył 9% PKB) wymusiła podjęcie określonych działań dostosowawczych zarówno po stronie dochodów, jak również wydatków. W wyniku tych działań w latach 2006–2009 udział dochodów budżetowych w relacji do PKB udało się zwiększyć o 3 pkt proc. (z 42,3% do 45,3%), zaś udział wydatków publicznych w PKB zmniejszyć o 2,4 pkt proc. (z 51,6% do 49,2%). Umożliwiło to Węgrom zmniejszenie deficytu sektora finansów publicznych poniżej 4% w 2009 roku. Mimo to, prognozowany przez OECD dług publiczny Węgier na koniec 2011 roku zbliży się do 90% PKB, a więc będzie znacznie powyżej granicy wyznaczonej w Traktacie z Maastricht (60% PKB).

Rysunek 1. Kształtowanie się deficytu sektora finansów publicznych w latach 2006–2011 w Grecji, Włoszech, Portugalii, Francji, Wielkiej Brytanii, Polsce, Słowacji i na Węgrzech



Źródło: jak w tabeli 6.

Znacznie gorsza sytuacja niż na Węgrzech wystąpiła w Grecji. Kraj ten jeszcze przed wybuchem kryzysu nie przywiązywał dużej wagi do problemu równowagi budżetowej. W 2007 roku deficyt sektora finansów publicznych wyniósł tam 5,4% PKB, zaś dług publiczny ponad 104% PKB. W wyniku kryzysu gospodarczego udział dochodów budżetowych w relacji do PKB zmniejszył się z 39,7% PKB w 2007 roku do 36,6% PKB w 2009 roku. W tym samym okresie udział wydatków publicznych w PKB zwiększył się o 5,4 pkt proc. (z 45,0% do 50,4%). Doprowadziło to do powstania olbrzymiego deficytu budżetowego, wynoszącego 13,5% PKB. Jednocześnie dług publiczny Grecji osiągnął poziom 119,0% PKB. Ogromna skala nierównowagi budżetowej przyczyniła się do pogorszenia ratingu Grecji, a co za tym idzie konieczności płacenia coraz wyższych odsetek. Kraj ten w celu uniknięcia bankructwa musiał skorzystać z pożyczek MFW oraz UE. Warunkiem ich przyznania było przyjęcie przez rząd grecki radykalnego programu zakładającego zmniejszenie wydatków publicznych oraz zwiększenie wpływów budżetowych.

Kryzys gospodarczy znacząco pogłębił nierównowagę sektora finansów publicznych w Portugalii. Kraj ten w latach dobrej koniunktury gospodarczej (2006–2007) charakteryzował się wysokim deficytem wynoszącym odpowiednio: 3,9% oraz 2,7% PKB. Na skutek kryzysu gospodarczego zmalały dochody budżetowe (udział dochodów budżetowych w PKB zmniejszył się w 2009 roku o 1,6 pkt proc. w porównaniu do 2007 roku). Jednocześnie w analogicznym okresie relatywnie mocno wzrosły wydatki sektora finansów publicznych (wzrost udziału wydatków w PKB o 5,2 pkt proc.), co doprowadziło do deficytu wynoszącego 9,4% PKB. Tak duża nierównowaga budżetowa stała się przyczyną szybkiego przyrostu zadłużenia – według szacunków OECD w latach 2007–2009 dług publiczny Portugalii w relacji do PKB wzrośnie o 15,9 pkt proc. do poziomu 87,0% PKB (zob. tabela 7).

Włochy są również przykładem kraju przywiązującego niewielką wagę do problemu deficytu i zadłużenia sektora finansów publicznych. W 2006 roku dług sektora publicznego wynosił we Włoszech 117,1% PKB, tj. najwięcej spośród wszystkich krajów, dla których przedstawiono dane w tabeli 7 oraz blisko 2-krotnie więcej aniżeli wynosi limit określony w Traktacie z Maastricht. Mimo że na skutek kryzysu deficyt budżetowy wzrósł we Włoszech mniej aniżeli średnio w pozostałych krajach strefy euro, to według OECD dług publiczny tego kraju wzrośnie ze 112,4% PKB w 2007 roku do rekordowego w Unii Europejskiego poziomu 128,8% PKB na koniec 2009 roku.

Należy zwrócić uwagę, że w okresie kryzysu gospodarczego najwyższe deficyty budżetowe, a co za tym idzie największe przyrosty zadłużenia publicznego, nie wystąpiły w krajach najbardziej zadłużonych, lecz w takich krajach, jak Islandia, Irlandia czy Wielka Brytania. Szczególnie interesująca jest sytuacja Irlandii. Kraj ten przez wiele lat rozwijał się w bardzo szybkim tempie, a wypracowywane nadwyżki budżetowe pozwoliły na zredukowanie długu publicznego do jednego z najniższych w UE poziomu 28,3% PKB w 2007 roku. Jednakże już w 2008 roku deficyt budżetowy wyniósł tam 7,3% PKB, zaś w 2009 roku wzrósł do rekordowego w UE poziomu 14,3% PKB. Główną przyczyną tak gwałtownego wzrostu deficytu był wzrost wydatków publicznych – ich udział w PKB wzrósł w latach 2007–2009 o 11,8 pkt proc. (z 36,6% PKB do 48,4% PKB). Irlandia wydała m.in. 7 mld euro na ratowanie swoich dwóch największych banków (Allied Irish Bank i Bank of Ireland)⁶.

⁶ Sytuacja gospodarcza w Grecji, Hiszpanii, Irlandii, Islandii, Estonii, na Litwie i Łotwie oraz w Polsce – skutki kryzysu, Kancelaria Senatu, Biuro Analiz i Dokumentacji, Warszawa, kwiecień 2010 r.

Tabela 7. Kształtowanie się długu publicznego brutto w relacji do PKB w wybranych krajach europejskich w latach 2006–2011 (w %)

Kraj	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Austria	66,4	62,2	66,2	70,3	74,0	77,4
Belgia	91,6	88,1	93,4	101,0	103,6	105,1
Czechy	33,9	33,6	36,3	42,1	48,4	55,8
Dania	41,2	34,1	42,3	51,8	55,0	57,1
Finlandia	45,5	41,5	40,7	52,6	61,0	69,0
Francja	70,9	69,9	75,7	86,3	93,8	99,3
Niemcy	69,2	65,3	68,8	76,2	80,9	84,2
Grecja	108,3	104,3	104,6	119,0	129,1	138,6
Węgry	71,6	71,7	76,9	84,3	87,0	89,2
Islandia	57,4	53,3	96,2	122,7	128,1	128,0
Irlandia	29,0	28,3	48,3	70,3	82,9	92,5
Włochy	117,1	112,4	114,7	128,8	132,0	134,7
Luksemburg	11,5	11,4	17,1	18,2	23,6	30,9
Holandia	54,9	52,1	65,8	68,6	75,1	79,4
Norwegia	60,5	58,6	56,1	49,2	54,6	53,3
Polska	55,1	51,7	54,5	58,4	61,9	64,7
Portugalia	73,1	71,1	75,2	87,0	95,0	98,7
Słowacja	33,8	32,2	30,9	39,1	44,7	49,5
Hiszpania	46,2	42,3	47,4	62,6	72,8	78,4
Szwecja	52,8	47,4	46,7	51,8	54,6	57,4
Wielka Brytania	46,1	47,4	56,9	72,3	82,3	90,8
Strefa Euro	74,5	71,0	75,8	86,3	92,4	96,7

Źródło: OECD Economic Outlook 2010/1, Nr 87, database, aneks, tabela 32.

Jak pokazują dane zaprezentowane w tabelach 6 i 7 kryzys doprowadził do istotnego pogłębienia nierównowagi w sektorze finansów publicznych. Dla przykładu średni poziom deficytu budżetowego w strefie euro w latach 2009–2010 według szacunków OECD przekracza 6% PKB, czyli będzie ponad 2-krotnie wyższy aniżeli dopuszczalny limit określony w Traktacie z Maastricht, zaś średni poziom długu publicznego w 2010 roku wyniesie ponad 90% PKB, czyli będzie o ponad 50% wyższy od limitu określonego w Traktacie.

6. Podsumowanie

Przeprowadzona analiza dowiodła, że kraje europejskie zastosowały szeroki wachlarz instrumentów polityki fiskalnej w celu łagodzenia skutków kryzysu

i pobudzania wzrostu gospodarczego. Zmiany dokonywane w systemie podatkowym miały kilka zasadniczych celów:

- pobudzenie popytu wewnętrznego,
- poprawę płynności finansowej przedsiębiorstw,
- poprawę sytuacji na rynku pracy,
- poprawę sytuacji tych sektorów gospodarki, które najbardziej zostały dotknięte kryzysem.

Syntetycznym miernikiem obrazującym efektywność podejmowanych przez poszczególne kraje działań w ramach prowadzonej polityki fiskalnej i monetarnej jest tempo zmian PKB. Jeśli prognozy OECD dotyczące wzrostu gospodarczego okażą się trafne, zdecydowana większość krajów europejskich w latach 2010–2011 wyjdzie z recesji gospodarczej. Jest to bez wątpienia dowód na skuteczność instrumentów polityki gospodarczej wykorzystanych do walki z kryzysem, w tym instrumentów polityki fiskalnej. Negatywnym efektem aktywnej polityki fiskalnej prowadzonej przez rządy większości krajów europejskich jest radykalne pogłębienie nierównowagi w sektorze finansów publicznych, którego konsekwencją jest olbrzymi wzrost zadłużenia obserwowany w większości krajów europejskich. Przeprowadzone badania dowiodły, że w większości państw głównym źródłem olbrzymich deficytów budżetowych był radykalny wzrost wydatków. Dla przykładu w strefie euro w latach 2007–2009 udział dochodów sektora finansów publicznych w PKB Eurolandu zmniejszył się o 1,1 pkt proc., zaś udział wydatków w relacji do PKB zwiększył się w analogicznym okresie o 4,8 pkt proc. Podstawowym problemem jest fakt, że w części krajów europejskich, w tym również w Polsce, deficyty budżetowe występują zarówno w czasie dekonjunktury, jak również w okresach boomu gospodarczego. Ogranicza to możliwość realizacji funkcji stabilizacyjnej w okresach spowolnienia wzrostu gospodarczego.

W 2010 roku większość krajów europejskich rozpoczęła proces zacieśniania polityki fiskalnej, poprzez podwyżki podatków (głównie pośrednich) oraz redukcję wydatków. O ile kierunek działań poszczególnych krajów europejskich, zmierzający do zmniejszenia wysokości deficytów, a tym samym zmniejszenie tempa przyrostu zadłużenia, jest słuszny, o tyle dyskusyjna jest kwestia skali dostosowania fiskalnego oraz jego rozłożenia w czasie. Zbyt gwałtowne zmiany zarówno po stronie dochodowej, jak i wydatkowej mogą bowiem mieć swoje przełożenie na odradzający się po kryzysie wzrost gospodarczy.

7. Bibliografia

1. Fedorowicz Z., Polityka fiskalna, Wyd. Wyższej Szkoły Bankowej, Poznań 1998.
2. OECD Economic Outlook 2010/1, Nr 87.
3. Sytuacja gospodarcza w Grecji, Hiszpanii, Irlandii, Islandii, Estonii, na Litwie i Łotwie oraz w Polsce – skutki kryzysu, Kancelaria Senatu, Biuro Analiz i Dokumentacji, Warszawa, kwiecień 2010 r.
4. Taxation Trends In the European Union, 2009.
5. Taxation Trends In the European Union, 2010.
6. Ziółkowska W., Finanse publiczne. Teoria i zastosowanie, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej, Poznań 2005.

Budżet zadaniowy jako narzędzie wzrostu efektywności gospodarowania finansami w jednostkach samorządu terytorialnego

1. Wprowadzenie

Z punktu widzenia funkcjonowania i rozwoju jednostki samorządu terytorialnego duże znaczenie ma efektywne gromadzenie i właściwy podział środków budżetowych. Kształtując wydatki budżetowe, władze lokalne podejmują decyzje dotyczące kierunków ich alokacji oraz określają strukturę w podziale na zadania bieżące i inwestycyjne. Podejmując decyzje dotyczące poziomu i struktury wydatków, władze lokalne muszą mieć świadomość ich krótko i długookresowych następstw.

Wzrost efektywności gospodarki finansowej jednostek samorządu terytorialnego można osiągnąć poprzez stosowanie właściwych metod planowania i realizacji wydatków budżetowych, na podstawie analizy kosztów i zastosowania nowoczesnych metod zarządzania. Dlatego też ważne jest przyjęcie określonych metod budżetowania ze stosowaniem nowatorskich rozwiązań tworzenia i realizacji budżetu. Służy temu zastosowanie nowoczesnych form zarządzania finansami, w tym metod programowania budżetowego, wieloletniego planowania finansowego oraz tworzenia budżetu zadaniowego. Budżetowanie zadaniowe to metoda, w której zostają sprecyzowane i zhierarchizowane cele, a pomiar efektów wydatkowanych środków na poszczególne zadania mierzony jest przy wykorzystaniu przyjętych wskaźników.

Początki wprowadzania budżetu zadaniowego w Polsce sięgają 1994 roku, kiedy w Krakowie rozpoczęto reformę metody planowania wydatków. Kolejnymi dużymi miastami były Lublin, Szczecin i Poznań. Przeprowadzone w latach 90. wdrożenia budżetu zadaniowego możliwe były dzięki realizacji programów finansowanych przez Agencję Rozwoju Międzynarodowego USAID (największy to zakończony w 2000 roku Local Government Partnership Program) oraz z brytyjskiego funduszu Know-How Fund. Także w obecnej dekadzie, choć w mniejszej skali, jednostki samorządu terytorialnego starają się wprowadzać tę metodę tworzenia budżetu.

Podstawowym celem niniejszego artykułu jest pokazanie uwarunkowań, możliwości i korzyści zastosowania metody budżetowania zadaniowego w jednostkach samorządu terytorialnego.

2. Budżetowa metoda zarządzania

Budżet jednostki samorządu terytorialnego jest planem finansowym uchwalonym przez organy stanowiące na dany rok budżetowy, obejmującym jej dochody, wydatki oraz przychody i rozchody. Przy jego konstrukcji obowiązuje zasada całościowego ujęcia finansów danej jednostki. Dlatego też zakresem uchwały objęte są także przychody i wydatki zakładów budżetowych.

Budżetowanie to proces polegający na określaniu celów, poszukiwaniu możliwości ich osiągnięcia (przez analizę mocnych i słabych stron proponowanych działań), a także na kontrolowaniu i nadzorowaniu poszczególnych jednostek organizacyjnych, które są odpowiedzialne za wykonanie określonych zadań¹. Jest to kategoria interdyscyplinarna, korzystająca zarówno z teorii, jak i praktyki zarządzania oraz dorobku nauki finansów. Jest metodą wykorzystującą instrumenty finansowe w celu zwiększenia przejrzystości finansów lokalnych oraz poprawy efektywności gospodarowania.

Budżetowanie w sektorze publicznym jest zadaniem skomplikowanym. Swym zakresem obejmuje kombinację informacji pochodzących z wielu źródeł, łącząc różnorodne poglądy oraz starając się godzić rozmaite grupy interesu. Wszystko to wpływa na kompleksową decyzję o kształcie budżetu. Fragmentacja między planistami a menedżerami finansowymi, między planowaniem a implementacją oraz między różnymi typami wydatków jest zatem nieodłącznym elementem procesu budżetowania².

Budżetowanie jest konieczne ze względu na następujące zjawiska:

- wzrastającą złożoność problemów i zadań do zrealizowania,
- rozszerzanie się możliwości wyboru alternatyw, wobec których stają decyzje,
- wzrastającą szybkość zmian warunków ekonomicznych,
- wzrastające ryzyko błędów³.

Można je określić jako sposób kierowania podmiotem, który pozwala zarządzającym zminimalizować niepewność i ryzyko.

Z procesu budżetowego płyną określone korzyści. Według S. Brooksona można wyróżnić sześć głównych funkcji budżetowania⁴:

¹ B. Grabińska, K. Stabryła, Planowanie budżetowe wybranych krajów – teoria i praktyka, w: Planowanie budżetowe a alokacja zasobów, red. S. Owsiak, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2008, s. 41–42.

² A. Fölscher, Budget Methods and Practices, w: Budgeting and budgetary institutions, red. A. Shah, The World Bank, Washington, D.C. 2007, s. 109.

³ G. Świdorska (red.), Rachunkowość zarządcza, Warszawa 1999, s. 195–196.

⁴ S. Brookson, Zarządzanie budżetem, Warszawa 2001, s. 9.

- 1) planowanie – pomoc w logicznym i systematycznym planowaniu, zgodnym z długoterminową strategią rozwoju;
- 2) koordynowanie – pomoc w koordynowaniu działań poszczególnych ośrodków odpowiedzialności;
- 3) komunikowanie się – ułatwiony przepływ informacji o celach i możliwościach;
- 4) motywowanie – wyznaczenie zadań do wykonania;
- 5) kontrola – sprawdzanie wykonania przyjętych planów i ich ewentualna modyfikacja;
- 6) ocena – stopień realizacji wyznaczonych celów.

W literaturze polskiej S. Owsiak wyróżnia następujące funkcje budżetu⁵:

- 1) zarządzania;
- 2) optymalizacji lub marnotrawstwa;
- 3) promocyjną;
- 4) demokratyczną lub autokratyczną;
- 5) integracyjną.

Najważniejsza jest funkcja zarządzania, która obejmuje takie zagadnienia, jak: planowanie, monitoring, kontrolę dochodów i wydatków, podział budżetu na część operacyjną i inwestycyjną, proces tworzenia budżetu za pomocą różnych metod, wydłużanie i skracanie okresów na jaki sporządzany jest budżet, sporządzanie budżetu gotówki.

Budżet może sprzyjać racjonalizacji działalności jednostki samorządu terytorialnego, ale źle przygotowany, także marnotrawieniu środków publicznych, w czym przejawia się funkcja optymalizacji lub marnotrawstwa. Wszystko zależy od umiejętności władz lokalnych w zakresie posługiwania się narzędziem jakim jest budżet.

Funkcja promocyjna budżetu przejawia się w relacjach jednostki samorządu z otoczeniem. Na jej działalność ma wpływ wiele uwarunkowań i czynników zewnętrznych, dlatego też dobrze skonstruowany budżet może mieć bardzo istotne znaczenie w pozyskiwaniu środków finansowych z zewnątrz.

Funkcja demokratyczna lub autokratyczna odnosi się do sposobu tworzenia budżetu. Jeżeli jest on narzucany „z góry”, wówczas możliwość jego racjonalizacji i optymalizacji działalności władz samorządowych jest poważnie ograniczona. Dlatego tak ważne jest zaangażowanie w pracach związanych z tworzeniem budżetu zarówno kierownictwa ważniejszych wydziałów, jak i pracowników średniego szczebla. Ma to wiele zalet, jak np. możliwość weryfikacji kosztów

⁵ S. Owsiak, Teoretyczne podstawy wykorzystania budżetu w zarządzaniu jednostkami samorządu terytorialnego, w: Budżet władz lokalnych. Narzędzie zarządzania, praca zbior. pod red. S. Owsiaka, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2002, s. 32.

działalności, zbadanie możliwości powiększania dochodów, selektywne planowanie zadań, ustalanie priorytetów⁶. Ważną cechą funkcji demokratycznej jest udział społeczeństwa w konstruowaniu budżetu. Funkcja demokratyczna jest bardzo znacząca z punktu widzenia realizacji celów stawianych przez społeczność lokalną, a więc istoty funkcjonowania samorządu terytorialnego.

Konsekwencją funkcji demokratycznej jest **funkcja integracyjna**, która polega na integracji organu wykonawczego w procesie realizacji zadań finansowych z budżetu.

Budżet jednostki samorządu terytorialnego jest także jednym z narzędzi realizacji funkcji finansów publicznych, tj. funkcji alokacyjnej, redystrybucyjnej i stabilizacyjnej.

Istotą funkcji alokacyjnej jest alokacja zasobów w gospodarce rynkowej. Pojęcie alokacji zasobów oznacza, że organy publiczne za pomocą przepływów pieniężnych w postaci dochodów i wydatków mogą wpływać na alokację zasobów w gospodarce i wytworzonych dóbr materialnych, dążąc do ich optymalnego wykorzystania.

Cel funkcji redystrybucyjnej sprowadza się do korygowania dochodów podmiotów gospodarczych ukształtowanych przez procesy rynkowe. Redystrybucja dokonywana przez jednostki samorządu terytorialnego odbywa się m.in. poprzez dokonywanie wydatków na cele rozwoju gospodarczego, na działalność oświatową, socjalną i kulturalną, ochronę zdrowia i administrację publiczną, obsługę długu publicznego.

Funkcja stabilizacyjna w warunkach samorządu terytorialnego ma mniejsze znaczenie, władze lokalne nie mają bowiem bezpośredniego wpływu na wysokość podatków dochodowych. Istota tej funkcji polega na wykorzystywaniu dochodów i wydatków budżetowych do oddziaływania na sytuację społeczno-gospodarczą kraju. Stabilizacyjne działanie podatków polega na tym, że w okresie nadmiernego wzrostu gospodarczego, którego bezpośrednim skutkiem jest wzrost dochodów, progresja podatkowa hamuje nadmierną aktywność gospodarczą, co ogranicza amplitudę wahań cyklu koniunkturalnego. Natomiast w okresie osłabienia aktywności gospodarczej dochody spadają, co zmniejsza obciążenie podatkowe i zachęca do inwestowania i tworzenia nowych miejsc pracy.

Władze lokalne mogą także wykorzystywać poszczególne elementy budżetu jako narzędzia zarządzania. Podstawowymi instrumentami są podatki i wydatki. Co prawda podatki regulowane przez organy państwowe są przede wszystkim instrumentami polityki finansowej państwa, samorządy mogą jednak w pewnym stopniu wpływać na ich wysokość, szczególnie gdy pozostawia im się możliwość

⁶ *Ibidem*, s. 33.

wyboru stawek lub udzielania ulg i zwolnień. Ponadto, władze lokalne mogą oddziaływać na rozwój procesów społeczno-gospodarczych, pośrednio kształtując w ten sposób podstawę opodatkowania. W przypadku podatków lokalnych decyzje co do ich konstrukcji i zasad wprowadzania podejmują władze samorządowe, choć pozbawione są pełnego władztwa podatkowego w tym zakresie. Ustalając poziom poszczególnych stawek, gminy powinny odpowiednio wyważyć własne cele strategiczne w odniesieniu do potrzeb różnych grup podatników. Władze gmin mogą także oddziaływać na podmioty korzystające z majątku komunalnego poprzez kształtowanie wysokości czynszów za najem i dzierżawę majątku komunalnego. Kierunki alokacji środków budżetowych są z kolei ważną informacją dla mieszkańców i podmiotów gospodarczych dotyczącą funkcjonowania i kierunków rozwoju danej jednostki samorządu terytorialnego.

Budżet jest instrumentem zarządzania. Można go przez to interpretować jako układ bezpośredniego lub pośredniego oddziaływania, którego struktura i cechy są zdeterminowane przez cel, jaki ma być osiągnięty przy jego zastosowaniu⁷.

3. Budżet zadaniowy jako instrument zarządzania jednostką samorządu terytorialnego

3.1. Pojęcie i istota budżetu zadaniowego

Budżet lokalny stanowi ważne narzędzie zarządzania środkami publicznymi. Istotne jest, by proces jego planowania odbywał się w warunkach efektywności, racjonalności oraz ekonomicznej kalkulacji, z zachowaniem zasady racjonalnego gospodarowania, tj. relacji ponoszonych kosztów do uzyskiwanych korzyści.

Zarówno teoria, jak i praktyka budżetowania dowodzą, że nie ma jednej formy budżetowania zadaniowego (*Performance Budgeting*). Według R. Allena oraz D. Tommasi'ego istota budżetu zadaniowego po pierwsze przyporządkowuje operacje finansowe dokonywane przez rząd do funkcji i programów, które realizują określone cele w zakresie polityki społeczno-gospodarczej, a po drugie określa mierniki dla każdego programu lub zadania oraz mierzy koszty realizacji tych zadań, a także ich końcowe efekty⁸. Dość powszechnie stosowaną definicję sformułował M. Robinson, według którego budżet zadaniowy odnosi się do zachodzących w sektorze finansów publicznych mechanizmów oraz procesów zaprojektowanych w celu wzmacniania zależności między nakładami finansowymi a rezultatami, co ma się dokonywać dzięki kompleksowemu wykorzystaniu infor-

⁷ J. Komorowski, *Budżetowanie jako metoda zarządzania przedsiębiorstwem*, Warszawa 1997, s. 21–24.

⁸ *Budżet zadaniowy w administracji publicznej*, red. P. Perczyński, M. Postuła, Publikacja Ministerstwa Finansów i Fundacji Europejski Instytut Administracji Publicznej, Warszawa 2008, s. 20.

macji o stopniu wykonania zadań budżetowych, a to z kolei powinno zapewniać coraz lepsze zarządzanie środkami budżetowymi⁹. W polskiej literaturze zbliżone podejście do budżetu zadaniowego prezentuje S. Owsiak, który definiuje go jako plan finansowy państwa (lub jednostek samorządu terytorialnego), który niezależnie od obowiązującej klasyfikacji wydatków i dochodów budżetowych zawiera także zapis konkretnych zadań charakteryzujących się jednorodnością. Każde zadanie ma ilościowo i jakościowo określone cele, koszt oraz wskaźniki efektywności. Ponadto wskazana jest również osoba odpowiedzialna za realizację danego zadania¹⁰. Zdaniem T. Lubińskiej istota budżetu zadaniowego polega na wprowadzeniu zarządzania środkami publicznymi przez odpowiednio skonkretyzowane i zhierarchizowane cele, na rzecz osiągnięcia określonych rezultatów (czyli realizacji zadań), które są mierzone za pomocą przyjętego systemu mierników¹¹. Tak skonstruowany budżet pozwala ustalić, które z zadań są priorytetowe do realizacji określonych celów, a system mierników wykazuje, w jakim stopniu zadania te zostały wykonane. OECD ogólnie definiuje budżet zadaniowy jako formę budżetowania, która odnosi alokowane środki finansowe do mierzalnych rezultatów. Definicja ta obejmuje swym zakresem różnorodne modele oraz podejścia do budżetowania zadaniowego¹².

Wspólnym założeniem powyższych definicji wydaje się być nowoczesne podejście do procesu budżetowania, zrywające z często stosowaną w polskim samorządzie terytorialnym konstrukcją budżetu tradycyjnego, tworzonym przy użyciu historycznej metody kształtowania wydatków. Powszechnie podkreśla się, że punkt wyjścia procesu budżetowania stanowią potrzeby, które będą zaspokajane dzięki wyspecyfikowanym w budżecie zadaniom, natomiast sposób realizacji zadania jest wypracowany poprzez metodę scenariuszy ich realizacji.

Budżetowanie zadaniowe polega na podzieleniu działalności jednostki samorządowej na zadania stanowiące elementarne jednostki, które charakteryzują wewnętrzną spójność i które reprezentują w miarę jednorodne działania. Dla tych zadań kalkulowane są koszty całkowite oraz wyznaczane są osoby odpowiedzialne za ich właściwą realizację¹³.

⁹ M. Robinson, *Performance Budgeting Models and Mechanisms*, w: *Performance Budgeting. Linking Funding and Results*, red. M. Robinson, International Monetary Fund, New York 2007, s. 1.

¹⁰ S. Owsiak, *Finanse publiczne. Teoria i praktyka*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, s. 294.

¹¹ *Budżet zadaniowy w Polsce. Reorientacja z wydatkowania na zarządzanie pieniędzmi publicznymi*, red. T. Lubińska, Difin, Warszawa 2007, s. 9.

¹² *Performance Budgeting in OECD Countries*, OECD 2007, s. 20–21.

¹³ J. Filas, M. Piszczek, I. Stobnicka, *Budżet zadaniowy – narzędzia i procedury*, Agencja Rozwoju Komunalnego, Warszawa 1999, s. 19.

Jak wskazuje T. Lubińska budżet zadaniowy jest narzędziem wspierającym prace organu wykonawczego jednostki samorządu terytorialnego, skarbnika, sekretarza, dyrektorów wydziałów i organów stanowiących w takich działaniach zarządczych, jak:

- integrowanie celów strategii (celów długookresowych) rozwoju jednostki samorządu terytorialnego z podejmowanymi działaniami operacyjnymi (krótkookresowymi) i taktycznymi (średniookresowymi),
- formułowanie podstaw i założeń polityki budżetowej,
- tworzenie projektu budżetu, wieloletniego programu inwestycyjnego i finansowego,
- podejmowanie decyzji przez radnych,
- tworzenie i ocena sprawozdań z wykonania budżetów.

Budżet zadaniowy składa się z dwóch integralnych części, zróżnicowanych co do charakteru i zakresu: budżetu inwestycyjnego oraz budżetu operacyjnego. Ze względu na te części budżetu wyróżnia się:

- zadania bieżące (operacyjne), które zamykają się w ramach jednego roku budżetowego, choć mogą być grupowane w programy trwające dłużej niż jeden rok,
- zadania inwestycyjne, których zasadniczą cechą jest to, że ich realizacja przekracza okres 1 roku budżetowego, w rezultacie powiększając majątek gminy.

Budżet inwestycyjny przedstawia wielkość środków finansowych przeznaczonych na realizację zadań inwestycyjnych i daje upoważnienie do wydawania tych środków. Podstawą jego konstrukcji jest wieloletni plan inwestycyjny, którego fragment dotyczy danego roku budżetowego. Z kolei budżet operacyjny stanowi plan finansowy zadań bieżących, dotyczących operacyjnej aktywności gminy, codziennej działalności związanej z realizacją usług na rzecz społeczności lokalnej. Zadania operacyjne mają charakter kontynuowany bądź doraźny, ich cykl realizacyjny i finansowy zamyka się w obrębie jednego roku budżetowego.

Zasadniczym pytaniem, jakie tu należy postawić, jest problem zasadności wprowadzenia budżetu zadaniowego, z punktu widzenia możliwości poprawy wyników gospodarowania jednostek samorządu terytorialnego oraz realizacji celów stawianych przez społeczności lokalne. Kluczowa jest tu odpowiedź na pytania:

- 1) czy budżet zadaniowy ma mieć wyłącznie charakter prezentacyjny i sprawozdawczy?
- 2) czy też budżet zadaniowy ma służyć poprawie efektywności gospodarowania w sektorze publicznym, w tym w jednostkach samorządu terytorialnego?

Oczywiście rozwiązaniem optymalnym byłoby połączenie tych dwóch celów – z jednej strony poprawy czytelności budżetu i zwiększenia jego przejrzystości dla mieszkańców, pracowników czy też radnych przy osiąganiu stałej poprawy jakości gospodarowania budżetem, wyrażającej się w systematycznej poprawie efektywności, mierzonej przyjętymi, akceptowanymi i umożliwiającymi interpretację zjawisk wskaźnikami.

Jeśli budżet zadaniowy miałby mieć wyłącznie charakter prezentacyjny lub sprawozdawczy to informacje o jego realizacji w ujęciu poszczególnych zadań nie będą odgrywały w zasadzie żadnej roli przy rozstrzygnięciach dotyczących alokacji środków finansowych na następne lata. W takim rozumieniu informacje o zadaniach służą tylko większej przejrzystości zaprezentowanych wydatków w celu poprawy jakości dialogu pomiędzy społeczeństwem a politykami oraz urzędnikami, współtworzącymi projekt budżetu, nie zaś zwiększaniu efektywności wydatkowania środków budżetowych.

W drugim ujęciu budżet zadaniowy jest traktowany jako instrument poprawy efektywności gospodarowania środkami publicznymi, czego dowodem jest realizacja przyjętych celów, ich wymiernych efektów, z wykazaniem zakładanych wyników oraz rezultatów w przyszłości. Można więc powiedzieć, że istnieje tu bezpośredni związek między środkami alokowanymi na zadania a osiąganymi efektami mierzonymi według stopnia realizacji celów przez dysponentów. Innymi słowy, finansowanie jest oparte bezpośrednio na osiągniętych rezultatach.

Jak wynika z badań¹⁴ jednostki samorządu terytorialnego w Polsce wprowadzają budżet zadaniowy przede wszystkim w celu lepszego ukierunkowania wydatków budżetowych (28,3% odpowiedzi ankietowanych jednostek samorządu terytorialnego), a następnie zwiększenia przejrzystości budżetu (23,9%). Natomiast zwiększenie oszczędności wskazano w 10,9% odpowiedzi. Należy również zaznaczyć, że tak sporządzony budżet wymaga w wielu przypadkach (50% odpowiedzi ankietowanych) wdrożenia nowego systemu finansowo-księgowego lub udoskonalenia już istniejącego. Ponadto funkcjonowanie budżetu zadaniowego w danym samorządzie terytorialnym powoduje konieczność ciągłej jego modyfikacji (70% odpowiedzi). Można zauważyć, że budżet zadaniowy niejako wymusza od jednostki samorządu terytorialnego, która go zaimplementowała, częściową reorganizację jej działalności w sferze finansowej, w tym przede wszystkim w sferze wydatków.

Należy podkreślić, że w praktyce nie występuje jeden model budżetu zadaniowego. Nawet jeśli państwa wdrażają zbliżone modele, to stosują one zróżnicowane

¹⁴ M. Będzieszak, Model budżetu zadaniowego samorządów w świetle badań, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Nr 547.

podejście w implementacji reform budżetowania, adaptując je do możliwości oraz priorytetów państwowych, a także mając na uwadze podłoże kulturowe¹⁵.

3.2. Elementy struktury oraz narzędzia budżetu zadaniowego

Wprowadzenie metody budżetowania zadaniowego w samorządzie terytorialnym wymaga pewnego sformalizowania procesu planowania, tj. stosowania procedur i narzędzi, jak również odmiennego (w stosunku do działów klasyfikacji budżetowej) układu gromadzenia danych i późniejszego nimi administrowania. Budżet zadaniowy cechuje określona struktura oraz stosowne narzędzia. Metodyka jego konstrukcji wprowadza następujące szczeble klasyfikacji zadaniowej¹⁶: funkcje, zadania, podzadania, działania.

Współcześnie międzynarodowym standardem w zakresie klasyfikacji funkcji oraz zadań publicznych jest tzw. klasyfikacja COFOG (*Classification Of the Functions Of Government*)¹⁷, wyróżniająca następujące główne kategorie zadań publicznych:

- 1) działalność ogólnopaństwowa;
- 2) obrona narodowa;
- 3) bezpieczeństwo i porządek publiczny;
- 4) sprawy gospodarcze;
- 5) ochrona środowiska;
- 6) gospodarka mieszkaniowa i komunalna;
- 7) ochrona zdrowia;
- 8) organizacja wypoczynku, kultura i religia;
- 9) edukacja;
- 10) ochrona socjalna.

Klasyfikacja ta stanowi podstawę przy definiowaniu funkcji i zadań oraz podzadań wielu państw, w tym również Polski. Najbardziej ogólną jednostką klasyfikacji zadaniowej tworzą funkcje grupujące wydatki danego obszaru działalności państwa/podmiotu publicznego. Odnosząc tę klasyfikację do zakresu zadań realizowanych przez samorząd terytorialny w Polsce, należy stwierdzić, że daje ona możliwość konstrukcji budżetu zadaniowego gminy, powiatu i województwa. Działalność tych podmiotów zawiera się w podanym wyżej wykazie branżowym.

W konstrukcji budżetu podstawowym pojęciem jest zadanie budżetowe. Według przyjętej w Polsce definicji zadanie jest: *zespołem działań, realizowanych*

¹⁵ Budżet zadaniowy w Polsce..., *op. cit.*, s. 22.

¹⁶ Jest to klasyfikacja przyjęta dla polskiego budżetu w układzie zadaniowym na szczeblu centralnym, możliwa do zastosowania także w jednostkach samorządu terytorialnego.

¹⁷ Detailed structure and explanatory notes – COFOG, United Nations Statistics Division, <http://unstats.un.org/unsd/cr/registry/regcst.asp?Cl=4>, 20 marca 2009 r.

*przez jedną lub kilka instytucji, finansowanych z budżetu państwa lub innych źródeł publicznych, którego celem jest osiągnięcie określonego ilościowo lub jakościowo efektu. Zadanie obejmuje całość wykonywanych lub zleczanych przez jednostki podsektora rządowego w danej dziedzinie działań, pogrupowanych w podzadania*¹⁸. Warto zauważyć, że definicja ta wyraźnie eksponuje działanie jednego lub kilku podmiotów przy realizacji określonego zadania. Każde z nich jest identyfikowane odpowiednią nazwą zadania, która powinna odzwierciedlać jego treść. Zadania są finansowane z budżetu jednostki samorządu terytorialnego, a wykonywane przez jednostki organizacyjne oraz osoby prawne i fizyczne.

Zasadniczą własnością każdego zadania jest to, że obejmuje ono jednorodną działalność, co pozwala na precyzyjne określenie celu realizacji zadania, stopnia jego wykonania (efektu/rezultatu) oraz ponoszonych kosztów¹⁹.

Cechami każdego zadania powinny być następujące elementy:

- jasno sprecyzowany cel,
- odniesienie do stanu istniejącego i potrzeb,
- wskazanie szczegółowego zakresu zadania,
- określenie odpowiedzialności,
- skalkulowanie kosztów rzeczywistych realizacji zadania,
- specyfikacja czynności niezbędnych do realizacji zadania rozplanowanych w czasie,
- określenie mierników skuteczności – wskaźników wykonania i efektywności.

Biorąc pod uwagę specyfikę działalności jednostek samorządu terytorialnego, budżet zadaniowy może uwzględniać różne rodzaje zadań. Przede wszystkim należy wskazać na:

- zadania bezpośrednie, które bezpośrednio wpływają na zaspokojenie potrzeb społeczności lokalnej,
- zadania pośrednie (pomocnicze), które warunkują wykonanie zadań bezpośrednich.

Z każdym zadaniem budżetowym wiążą się określone koszty. Należy przez nie rozumieć nakłady finansowe poniesione na jego realizację. Stanowią sumę kosztów bezpośrednich oraz kosztów obsługi zadania (kosztów pośrednich), na które składają się koszty osobowe obsługi oraz koszty ogólne, administracyjne. Koszty bezpośrednie są to koszty, które można w całości przyporządkować do danego zadania czy świadczonej usługi, ponieważ wprost i bezpośrednio przyczyniają się do jego realizacji, np. zakupy dóbr, usługi materialne i niematerialne. Koszty

¹⁸ Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 9 maja 2008 r. w sprawie szczegółowego sposobu, trybu i terminów opracowania materiałów do projektu ustawy budżetowej na rok 2009, Dz.U. Nr 87 poz. 537.

¹⁹ B. Grabińska, K. Stabryła, Planowanie..., *op. cit.*, s. 42.

obsługi zadania (koszty pośrednie) to koszty, które nie mogą być bezpośrednio i w całości przypisane danemu zadaniowi, rodzajowi usługi. Składają się na nie koszty osobowe oraz koszty ogólne (administracyjne, ogólnourzędowe). Dla każdego zadania kalkuluje się całkowite koszty oraz wyznacza osoby odpowiedzialne za ich realizację.

Proces identyfikacji zadania integruje trzy aspekty: zarządzania (łączenie celów z miernikami), budżetowy (wydatki oraz ich realizacja) oraz księgowy (strona kosztowa). Wynika z tego, że każde zadanie spełnia funkcję kategorii zarządczo-budżetowo-księgowej²⁰. Jednorodność działalności ujętej w poszczególnych zadaniach umożliwia ich kategoryzację według różnorodnych kryteriów, a najważniejsze z nich stanowi kryterium przedmiotowe.

W konstrukcji budżetu zadaniowego kolejny stopień klasyfikacji tworzą podzadania. Działalność objęta danym zadaniem podlega podziałowi na podzadania reprezentujące spójne, wyodrębnione grupy jednorodnych działań, do których przypisywane są konkretne wydatki służące realizacji wspólnych celów operacyjnych²¹. Podział budżetu na podzadania – tak jak w przypadku zadań – powinien spełniać wymogi czytelności i przejrzystości budżetu oraz elastyczności działania dysponentów w zakresie wydatkowania środków budżetowych.

Poszczególne zadania i podzadania mogą podlegać dalszemu uszczegółowieniu na działania. Stanowią one układ wykonawczy wydatków budżetowych (wydatki i koszty) według paragrafów klasyfikacji budżetowej. Ich wyodrębnianie przez dysponentów jest niezbędne, ułatwia bowiem realizację zadań budżetowych oraz pozwala na większą koordynację prac.

W budżetowaniu zadaniowym bardzo duże znaczenie ma dobór mierników służący do pomiaru stopnia realizacji poszczególnych celów i zadań publicznych w relacji do potrzeb społecznych, a także sposób ich wykonania w relacji do posiadanych zasobów²². Metoda ta powinna usprawniać funkcjonowanie wydatków publicznych poprzez poprawę ich skuteczności, celowości, przejrzystości oraz efektywności. Ważne, by wydatki w układzie zadaniowym realizowały te cele.

Należy podkreślić, że budżet w układzie zadaniowym w swej ścisłej formule dotyczy jego strony wydatkowej. Wydatki w układzie zadaniowym są uporządko-

²⁰ M. Będzieszak, M. Godek, A. Lozano Platonoff, T. Lubińska, T. Strąk, *Budżet zadaniowy w Polsce – istota, struktura, metodyka*, w: *Nowe zarządzanie publiczne – skuteczność i efektywność. Budżet zadaniowy w Polsce*, red. T. Lubińska, Difin, Warszawa 2009, s. 42.

²¹ *Ibidem*.

²² M. Chrzanowski, K. Marczewski, A. Pogoda, *Fundamentalne znaczenie miernika jako elementu ściśle skorelowanego z celami w ramach budżetu zadaniowego*, w: *Budżet zadaniowy w administracji...*, *op. cit.*, s. 121.

wane w taki sposób, by wyraźne było ich powiązanie z odpowiednimi zadaniami, celami oraz miernikami²³.

System budżetowania zadaniowego, aby mógł być skuteczny i efektywny, powinien funkcjonować w ramach kompleksowego podejścia do zarządzania w sektorze publicznym, jakim jest nowe zarządzanie publiczne (NPM). Koncepcja ta pojawiła się w latach 80. i 90. XX wieku, a pierwszymi krajami, w których model ten wprowadzano do praktyki sektora publicznego, były: Nowa Zelandia, Australia, Wielka Brytania oraz Stany Zjednoczone, później także państwa europejskie. Istotą NPM jest zastosowanie w sektorze publicznym połączenia mechanizmów wolnorynkowych oraz idei i technik zarządzania stosowanych w sektorze prywatnym²⁴.

Koncepcja NPM w zakresie budżetowania ma zatem sens tylko wówczas, gdy budżet tradycyjny zostanie zastąpiony budżetem zadaniowym (w ujęciu wieloletnim), z założonymi mierzalnymi (jakościowo oraz ilościowo) celami realizacji zadań. Ogromną rolę w funkcjonalności budżetu zadaniowego w ramach założeń NPM odgrywa również wieloletnie planowanie budżetowe oraz zarządzanie strategiczne. Realność planowania wieloletniego jest uzależniona w znacznym stopniu od wypracowania właściwego modelu, uwzględniającego prognozy makroekonomiczne, parametry finansowe oraz bogaty zestaw wskaźników pozwalających na przedstawienie faktycznego obrazu danego działu gospodarki²⁵. Mimo że planowanie wieloletnie charakteryzuje się większym stopniem niepewności aniżeli tworzenie planów finansowych na jeden rok budżetowy, to jego niewątpliwą zaletą jest to, że pozwala ono na zachowanie ciągłości prowadzonej polityki budżetowej. Planowanie wieloletnie uwzględnia w planowaniu budżetowym długoterminowe trendy oraz zagrożenia finansowe. Umożliwia także wyznaczenie przejrzystych celów budżetowych.

Wieloletnie planowanie ma w efekcie umożliwiać skuteczniejsze wprowadzanie reform strukturalnych, a także stosowanie strategicznych rozwiązań budżetowych, których pozytywne efekty mogą być zauważalne jedynie w dłuższym okresie.

Implementacja i funkcjonowanie budżetu zadaniowego w ramach sektora publicznego, opartego na elementarnych założeniach nowego zarządzania publicznego, w dłuższej perspektywie przynosi wymierne korzyści, co pokazują doświadczenia państw OECD w tym zakresie. Przede wszystkim wykorzystanie zasobów

²³ M. Będzieszak, M. Godek, A. Lozano Platonoff, T. Lubińska, T. Strąk, *Budżet zadaniowy w Polsce...*, *op. cit.*, s. 53.

²⁴ C. Greve, P. K. Jespersen, *New Public Management and its Critics. Alternative Roads to Flexible Service Delivery to Citizens?*, w: *Citizens and the New Governance. Beyond New Public Management. EGPA Yearbook*, red. L. Rouban, European Group of Public Administration, IOS Press Ohmsha, Amsterdam–Berlin–Oxford–Tokyo–Washington, DC 1999, s. 143.

²⁵ B. Grabińska, K. Stabryła, *Planowanie...*, *op. cit.*, s. 54.

przez administrację publiczną jest bardziej racjonalne, co przyczynia się do obniżenia kosztów funkcjonowania państwa i w efekcie doprowadza do optymalizacji poziomu zatrudnienia w sektorze publicznym. Ponadto zapewniona jest spójność przy planowaniu wydatkowania środków na zadania, które są realizowane poprzez różne instytucje państwa w ramach wspólnej realizacji poszczególnych funkcji państwa. Dodatkowo podwyższona jest sprawność (w postaci lepszych rezultatów) funkcjonowania instytucji administracji rządowej, co w dalszej perspektywie przyczynia się do poprawy warunków działalności gospodarczej. Wreszcie, możliwa jest bardziej wszechstronna i miarodajna kontrola połączona z oceną wydatkowania środków przez administrację publiczną, uwzględniająca czynnik jakościowy i ilościowy poniesionych nakładów.

3.3. Cele i mierniki ich realizacji w budżetowaniu zadaniowym

Budżet zadaniowy należy traktować jako instrument strategicznego zarządzania jednostką samorządu terytorialnego. Charakterystyczne dla tego modelu zarządzania jest stałe prowadzenie analiz kosztowo-efektywnościowych oraz orientacja na cele bieżące, średnio i długookresowe. W strukturze budżetu w układzie zadaniowym bardzo istotną rolę odgrywają cele, które zakłada się osiągnąć w wyniku realizacji określonego zadania bądź podzadania. Cel jest przyszłym, pożądanym stanem faktycznym, który jest wynikiem analizy potrzeb publicznych realizowanych przez daną jednostkę publiczną.

Różnorodność realizowanych przez jednostki sektora publicznego zadań sprawia, że stawiane cele nie są jednolite, można natomiast podjąć się próby ich ogólnej klasyfikacji, wyróżniając cele²⁶:

- główne – definiowane na najwyższym szczeblu, traktowane jako nadrzędne w stosunku do pozostałych celów,
- szczegółowe – określane są na średnim szczeblu, prowadzą do „rezultatu”, czyli do konkretnych wyników związanych z bezpośrednimi efektami wykonania określonego zadania, wywierając wyraźny wpływ na zaspokajanie potrzeb beneficjentów,
- operacyjne – ustalane na najniższym szczeblu, a ich skutkiem jest wytworzenie określonych „produktów” potrzebnych do osiągnięcia pożądaných przez beneficjentów rezultatów²⁷.

²⁶ Poniższa klasyfikacja jest zgodna z terminologią przyjętą przez Komisję Europejską.

²⁷ W. M. Orłowski, Cele formułowane w budżecie zadaniowym jako niezbędny element zarządzania środkami publicznymi przez efekty, w: Budżet zadaniowy w administracji..., *op. cit.*, s. 83.

Alternatywą w stosunku do powyższej klasyfikacji jest podział na cele: strategiczne, taktyczne i operacyjne²⁸. Cele strategiczne stanowią zadania dla najwyższego kierownictwa jednostki odpowiedzialnej za dane zadanie, cele taktyczne odnoszą się do podzadań skierowanych do menedżerów średniego szczebla organizacyjnego, natomiast cele operacyjne są formułowane na poziomie działań dla menedżerów niższego szczebla organizacyjnego.

Cele poszczególnych zadań również powinny spełniać określone wymogi. Przede wszystkim powinny być one realne i mierzalne. Ważnym aspektem tworzenia budżetu zadaniowego jest określenie wskaźników (mierników) do oceny realizacji poszczególnych zadań. Można tu dokonać podziału na wskaźniki produktu, rezultatu i oddziaływania²⁹. Wskaźniki produktu dotyczą bezpośrednich, materialnych następstw wydatków budżetowych. Są one z reguły wyrażone w kwantyfikowanych jednostkach fizycznych, np. długość wybudowanych sieci infrastrukturalnych czy też dróg, czy liczba klientów pomocy społecznej. Z kolei wskaźniki rezultatu opisują efekty wykonanych zadań, które wystąpiły bezpośrednio po ich zakończeniu. Przybierają one formę wskaźników fizycznych (np. skrócenie czasu przejazdu odcinkiem drogi w wyniku jej modernizacji, wzrost liczby miejsc pracy wskutek realizacji inwestycji infrastrukturalnych) lub wskaźników finansowych (np. niższe koszty transportu, niższe ceny pewnych usług). Natomiast wskaźniki oddziaływania określają przyszłe efekty zrealizowanych zadań. Pomiar rezultatów może okazać się jednak skomplikowany i problematyczny.

Stosowane w budżecie zadaniowym wskaźniki do oceny zadań (bądź działań) powinny spełniać wymogi:

- adekwatności – wskaźniki powinny być dostosowane do charakteru zadania,
- mierzalności – wskaźniki powinny być wyrażone liczbowo,
- wiarygodności – weryfikacja wskaźników nie powinna sprawiać trudności,
- dostępności – wskaźniki powinny być łatwe do uzyskania.

Baza mierników ma kluczowe znaczenie, bowiem w budżecie w układzie zadaniowym to właśnie dokładna analiza i interpretacja uzyskanych mierników (zarówno ilościowych, jak i jakościowych) w ramach poszczególnych zadań oraz podzadań jest podstawą do wyciągania wniosków i przeprowadzenia korekty lub podejmowania nowych decyzji dotyczących kierunków wydatków budżetowych na przyszłe okresy. Właściwy dobór mierników ma kluczowe znaczenie w pomiarze

²⁸ P. Perczyński, M. Postuła, Budżet zadaniowy – wprowadzenie; znaczenie wieloletniego planowania strategicznego w procesie budżetowania, w: Budżet zadaniowy w administracji..., *op. cit.*, s. 39.

²⁹ W literaturze przedmiotu spotykane są jeszcze inne klasyfikacje, m.in. podział na mierniki nakładu, procesu, wyniku, skutku oraz wpływu. Na podstawie: M. Chrzanowski, K. Marczewski, A. Pogoda, Fundamentalne..., *op. cit.*, s. 141–142.

skuteczności i efektywności, a tym samym w funkcjonowaniu systemu budżetowego typu zadaniowego. Mierniki służą ocenie realizacji poszczególnych celów, zadań oraz podzadań, zaś celem systemu pomiaru jest poprawa zarządzania wydatkami publicznymi oraz procesu decyzyjnego w czasie teraźniejszym i przyszłym.

W innym ujęciu, według terminologii OECD, pomiary efektów realizacji programów, zadań i podzadań dokonywane są na pięciu następujących płaszczyznach³⁰, a są to:

- 1) efektywność (*efficiency*)³¹ – jest stosunkiem między dobrami bądź usługami publicznymi dostarczonymi w ramach danego programu, zadania lub podzadania, a zasobami zużyтыми do ich wytworzenia. Jednostką miary jest koszt ponoszony na jednostkę wyniku;
- 2) skuteczność (*effectiveness*) – określa, w jakim stopniu określony program lub zadanie realizuje założone cele i jakie są jego skutki;
- 3) oszczędność (*economy*) – definiowana jest jako proces uzyskiwania zasobów finansowych, ludzkich i fizycznych w odpowiedniej ilości oraz o odpowiedniej jakości, we właściwym czasie oraz po możliwie jak najniższym koszcie;
- 4) zgodność – podejmowane przez poszczególne podmioty działania muszą być zgodne z wewnętrznymi i zewnętrznymi normami legislacyjnymi, wynikającymi z przepisów ustaw;
- 5) jakość dostarczanych usług – grupa mierników, która w większym stopniu odnosi się do jakości dóbr i usług niż do rezultatów działań. Wynik na płaszczyznach jakości usług powinien być zestawiany z wysokością nakładów finansowych oraz oczekiwaną efektywnością.

Trafne zdefiniowanie zadań, ich prawidłowa kategoryzacja, a także wyraźne powiązanie zadań z ich wykonawcami oraz odpowiedzialnością za te zadania są kluczowe dla osiągnięcia skuteczności metody budżetowania zadaniowego.

4. Korzyści zastosowania metody budżetu zadaniowego

Osiągnięcie założeń poprawy efektywności gospodarowania środkami publicznymi samorządu terytorialnego przy zastosowaniu tej metody ma wiele uwarunkowań o charakterze gospodarczym, społecznym i politycznym.

Wprowadzenie metody budżetowania zadaniowego wymaga stosowania odpowiednich procedur oraz narzędzi, ale także odmiennego układu gromadzenia

³⁰ Managing Public Expenditure. A Reference Book for Transition Countries, red. R. Allen, D. Tommasi, OECD 2001, s. 359–360.

³¹ Niektóre polskie opracowania dotyczące tematyki zarządzania publicznego i budżetu zadaniowego przyjmują określenie wydajności jako tłumaczenie terminu *efficiency*.

danych i administrowania nimi. Może ona przynieść wiele wymiernych korzyści, występujących jako oszczędności środków finansowych, oraz podniesienie jakości zarządzania finansami jednostki samorządu terytorialnego. Porównując system budżetu zadaniowego z powszechnie stosowanym w samorządzie terytorialnym budżetem tradycyjnym, można wskazać na kilka podstawowych obszarów, w których korzyści z wprowadzenia nowego sposobu planowania i zarządzania budżetem są bardziej wymierne. Wśród korzyści jego zastosowania można wymienić:

- zmianę konstrukcji budżetu z tradycyjnego zapisu wydatków w klasyfikacji budżetowej na szczegółowe przedstawienie go w układzie wszystkich realizowanych zadań. W założeniach taki układ budżetu ma służyć lepszemu wykorzystaniu jego funkcji oraz bardziej efektywnemu wykorzystaniu jako instrumentu zarządzania jednostką samorządu terytorialnego. Zarządzanie zadaniami wydaje się być formułą dającą możliwość jednoczesnej prezentacji aspektów rzeczowych i finansowych,
- możliwość racjonalizacji kosztów – każde zadanie w budżecie zawiera kalkulację jego kosztu całkowitego, obejmującą składniki bezpośrednio związane z osiągnięciem zakładanego rezultatu, jak również pośrednie, zapewniające sprawne działanie wykonawcy oraz utrzymanie infrastruktury koniecznej do realizacji danego zadania. Tak szczegółowe rozpisanie kosztów daje możliwość prowadzenia analiz porównawczych mających na celu racjonalizację kosztów realizacji zadań,
- dokonywanie alokacji środków na podstawie dokładnej kalkulacji kosztów sporządzonej dla każdego projektu. Powszechne stosowanie zasady nakazującej porównywanie wydatków z rzeczowymi efektami powinno być źródłem oszczędności, podniesienia wydajności i racjonalizacji prowadzonej gospodarki budżetowej,
- stosowanie długookresowego horyzontu planowania – przy konstrukcji budżetu muszą być brane pod uwagę priorytety średnio i długookresowe, mamy więc do czynienia z sytuacją, w której następuje wzajemne dopasowanie planowania w krótkim, średnim i długim okresie. Powinno to zapewniać wzajemne dopasowanie wielkości planowanych zadań i środków służących ich realizacji,
- konkurencja o środki budżetowe pomiędzy jednostkami starającymi się o ich pozyskanie. Daje to możliwość porównywania kosztów alternatywnie proponowanych zadań i stanowi podstawę do wyboru najkorzystniejszej oferty. System ten zwiększa racjonalność podejmowanych decyzji o kierunkach wydatkowania środków publicznych,
- wprowadzenie bezpośredniej odpowiedzialności za przygotowanie i realizację zadań, co powinno prowadzić do poprawy organizacji pracy oraz

usprawnienia procesu planowania i realizacji budżetu. Model taki zrywa z zasadą odpowiedzialności zbiorowej, często nieefektywnej. Powinien też prowadzić do usprawnień w zakresie sprawozdawczości budżetowej. Atutem tej metody jest lepszy dostęp do informacji o kosztach całkowitych poszczególnych usług oraz definiowanie odpowiedzialności na kolejnych szczeblach zarządzania,

- poprawa jakości zarządzania jednostką samorządu terytorialnego – poprzez lepsze przygotowanie i umiejętności pracowników oraz spójne stosowanie instrumentów zarządzania strategicznego – strategii rozwoju, wieloletnich planów inwestycyjnych i prognoz finansowych. Ważna jest tu orientacja na wyniki, jasna i logiczna struktura celów i działań, realistyczny harmonogram, przejrzysty i zrozumiały budżet. Istotna jest także umiejętność przełożenia strategii realizacji wypracowanych celów na konkretny projekt inwestycyjny. Kluczowe znaczenie ma umiejętność powiązania zagadnień operacyjnego zarządzania projektem i zarządzania finansami,
- lepsza realizacja zasad jawności i przejrzystości budżetu – budżet sporządzony w formule zadaniowej umożliwi dużej grupie odbiorców łatwy dostęp do informacji, ułatwiając w ten sposób możliwość oceniania przyjętych przez decydentów na dany rok założeń polityki społeczno-gospodarczej. Stosowanie jednolitych zasad przy planowaniu i sprawozdawaniu przez wszystkie podmioty publiczne sprzyja również racjonalnej alokacji zasobów na bazie przyjętych priorytetów,
- metoda budżetu zadaniowego daje znacznie więcej informacji o działaniach jednostek samorządu terytorialnego – obejmuje bowiem nie tylko urząd, ale także jednostki organizacyjne. Zwiększa to jawność prowadzonej gospodarki budżetowej, zapewniając lepszą komunikację ze społecznością lokalną.

Budżet zadaniowy stanowi więc narzędzie poprawy efektywności gospodarowania finansami jednostki samorządu terytorialnego, oczywiście pod warunkiem, że celem jego wprowadzenia nie jest tylko efekt prezentacyjny. Położenie nacisku na zagadnienia efektywnościowe powinno sprzyjać zapewnieniu dobrej kondycji budżetu lokalnego zarówno w krótkim, jak i długim wymiarze czasowym. Dzięki dbałości o efektywność wydatków publicznych możliwe jest utrzymanie długookresowej równowagi finansowej, przy realizacji planowanego zakresu zadań bieżących i inwestycyjnych.

Podsumowując, można stwierdzić, że wprowadzenie budżetu zadaniowego powinno dać dużo korzyści identyfikowanych w wielu obszarach funkcjonowania gminy – zarządzania usługami, organizacji pracy, procesu decyzyjnego, a przede wszystkim na każdym etapie procesu budżetowego.

5. Podsumowanie

Wprowadzenie budżetu zadaniowego przez jednostkę samorządu terytorialnego powinno służyć podnoszeniu efektywności wydatkowania środków publicznych. Jest to proces wymagający od władz lokalnych szerokiej wiedzy oraz umiejętności połączenia planowania w krótkim, długim i średnim okresie. Istotą tego procesu jest zmiana podejścia do konstrukcji planu finansowego – przejście z ujęcia działów klasyfikacji budżetowej do formuły zadań budżetowych. W budżetowaniu zadaniowym mówimy o takim systemie zarządzania wydatkami danej jednostki, w którym zostają sprecyzowane i zhierarchizowane określone cele, a pomiar efektów wydatkowanych na poszczególne zadania środków mierzony jest przy wykorzystaniu przedstawionych wskaźników. Wydatki budżetowe ujmowane są w zadania bądź programy, dla których określa się wymagane do osiągnięcia cele i mierniki (wskaźniki) ich oceny.

Metoda budżetowania zadaniowego powinna przyczynić się do osiągnięcia wielu korzyści, wśród których najważniejszymi są: wzrost przejrzystości i jawności budżetu, możliwość racjonalizacji kosztów realizacji poszczególnych zadań, poprawa alokacji środków publicznych, połączenie planowania w krótkim, średnim i długim okresie, wprowadzenie bezpośredniej odpowiedzialności za realizację zadań budżetowych, a w efekcie finalnym wzrost jakości zarządzania jednostką samorządu terytorialnego.

6. Bibliografia

1. Będzieszak M., Model budżetu zadaniowego samorządów w świetle badań, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Nr 547.
2. Brookson S., Zarządzanie budżetem, Warszawa 2001.
3. Brzeziński B., Lasiński-Sulecki K., Matuszewski W., Morawski W., Olesińska A., Zalański A., Prawo finansów publicznych, Towarzystwo Naukowe Organizacji i Kierownictwa „Dom Organizatora”, Toruń 2008.
4. Budgeting and budgetary institutions, red. A. Shah, The World Bank, Washington, D.C. 2007.
5. Budżet władz lokalnych. Narzędzie zarządzania, red. S. Owsiak, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2002.
6. Budżet zadaniowy w administracji publicznej, red. P. Perczyński, M. Postuła, Publikacja Ministerstwa Finansów i Fundacji Europejski Instytut Administracji Publicznej, Warszawa 2008.
7. Budżet zadaniowy w Polsce. Reorientacja z wydatkowania na zarządzanie pieniędzmi publicznymi, red. T. Lubińska, Difin, Warszawa 2007.

8. Dylewski M., Filipiak B., Szewczuk A., *Finanse publiczne. Instrumenty, struktury, procesy*, Fundacja na rzecz Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2004.
9. Filas J., Piszczek M., *Abc budżetu zadaniowego*, Agencja Rozwoju Komunalnego, Warszawa 1999.
10. Filas J., Piszczek M., Stobnicka I., *Budżet zadaniowy – narzędzia i procedury*, Agencja Rozwoju Komunalnego, Warszawa 1999.
11. Fölscher A., *Budget Methods and Practices*, w: *Budgeting and budgetary institutions*, red. A. Shah, The World Bank, Washington, D.C. 2007.
12. Grabińska B., Stabryła K., *Planowanie budżetowe wybranych krajów – teoria i praktyka*, w: *Planowanie budżetowe a alokacja zasobów*, red. S. Owsiak, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2008.
13. Greve C., Jespersen P. K., *New Public Management and its Critics. Alternative Roads to Flexible Service Delivery to Citizens?*, w: *Citizens and the New Governance. Beyond New Public Management. EGPA Yearbook*, red. L. Rouban, European Group of Public Administration, IOS Press Ohmsha, Amsterdam–Berlin–Oxford–Tokyo–Washington, D.C. 1999.
14. Komorowski J., *Budżetowanie jako metoda zarządzania przedsiębiorstwem*, Warszawa 1997.
15. Malinowska-Misiąg E., Misiąg W., *Finanse publiczne w Polsce*, Wydawnictwo Prawnicze LexisNexis, Warszawa 2007.
16. *Managing Public Expenditure. A Reference Book for Transition Countries*, red. R. Allen, D. Tommasi, OECD 2001.
17. *Nowe zarządzanie publiczne – skuteczność i efektywność. Budżet zadaniowy w Polsce*, red. T. Lubińska, Difin, Warszawa 2009.
18. Owsiak S., *Finanse publiczne. Teoria i praktyka*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005.
19. Owsiak S., *Teoretyczne podstawy wykorzystania budżetu w zarządzaniu jednostkami samorządu terytorialnego*, w: *Budżet władz lokalnych. Narzędzie zarządzania*, praca zbior. pod red. S. Owsiaka, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2002.
20. *Performance Budgeting in OECD Countries*, OECD 2007.
21. Robinson M., Robinson M., *Performance Budgeting Models and Mechanisms*, w: *Performance Budgeting. Linking Funding and Results*, red. M. Robinson, International Monetary Fund, New York 2007.
22. *Performance budgeting. Linking Funding and Results*, red. M. Robinson, International Monetary Fund, New York 2007.
23. Świdarska G. (red.), *Rachunkowość zarządcza*, Warszawa 1999.

Zobowiązania i należności handlowe a struktura kapitału w przedsiębiorstwie¹

1. Wprowadzenie

Przedsiębiorstwa finansują swoją działalność z różnych źródeł. Podejmując decyzję o doborze źródeł finansowania, jak również korzystając z alternatywnych źródeł finansowania surogatów kapitału, przedsiębiorstwo kształtuje swoją strukturę kapitału. Struktura kapitału nie jest przez wszystkich utożsamiana ze strukturą finansowania. Korzystanie z kapitałów własnych lub obcych, jak również z kapitałów długoterminowych i kapitałów krótkoterminowych, pociąga za sobą różne skutki oraz wiąże się z szansami i zagrożeniami dla przedsiębiorstwa. Strukturę kapitału można mierzyć przy użyciu różnych wskaźników.

Teza główna prowadzonych badań brzmi: poziom zobowiązań i należności handlowych ma wpływ na strukturę kapitału przedsiębiorstwa. Celem badania było uzyskanie odpowiedzi na następujące pytania badawcze:

- czy i w jaki sposób zobowiązania handlowe wpływają na strukturę kapitału?
- czy i w jaki sposób należności handlowe wpływają na strukturę kapitału w przedsiębiorstwie?
- czy siła wpływu na strukturę kapitału należności handlowych jest większa niż siła wpływu zobowiązań handlowych, czy jest odwrotnie? A może jest równa?

Badania empiryczne zostały poprzedzone studiami literaturowymi. W niniejszym artykule przedstawiono kredyt kupiecki jako źródło powstawania należności i zobowiązań handlowych, a także istotę struktury kapitału w kontekście struktury finansowania oraz czynniki, które mają wpływ na strukturę kapitału jako wprowadzenie do rozważań na temat poziomu należności i zobowiązań handlowych jako czynników wpływających na strukturę kapitału. Pokazano również wyniki badań empirycznych. Poprzedzono je przedstawieniem mierników struktury kapitału, które zostały zastosowane w części badawczej.

¹ Pracę badawczą zrealizowano w ramach środków przyznanych na badania własne 2010 w Kolegium Zarządzania i Finansów SGH.

Badania ilościowe przeprowadzono na grupie 12 przedsiębiorstw z branży handlu hurtowego FMCG, których dane finansowe były dostępne w bazie danych Infoveriti. Oprócz kryterium branży, które było brane pod uwagę podczas doboru próby badawczej, przedsiębiorstwa dobrane były w sposób przypadkowy, a decydująca była dostępność danych finansowych i wielkość obrotów – wybrano przedsiębiorstwa o największych obrotach. Próba jest więc mała i niejednorodna, jest traktowana jako zbiór oddzielnych, nie powiązanych podmiotów. Celem badania jest obserwowanie zależności w poszczególnych przedsiębiorstwach.

Istnienie zależności zbadano poprzez wyliczenie wskaźnika korelacji liniowej między poziomem należności handlowych, określonym wskaźnikiem udziału należności handlowych w sumie bilansowej, i poziomem wskaźników struktury kapitału, oraz między poziomem zobowiązań handlowych, wyrażonym udziałem zobowiązań handlowych w sumie bilansowej, i poziomem tych samych wskaźników struktury kapitału, co w przypadku należności. Celowo nie dokonywano przed badaniem selekcji wskaźników struktury kapitału, aby zaobserwować przydatność tych wskaźników do oceny badanych zjawisk i w miarę możliwości określić, które wskaźniki struktury kapitału należy stosować do badania zależności między poziomem należności i zobowiązań handlowych a strukturą kapitału.

2. Kredyt kupiecki jako źródło powstawania należności i zobowiązań handlowych

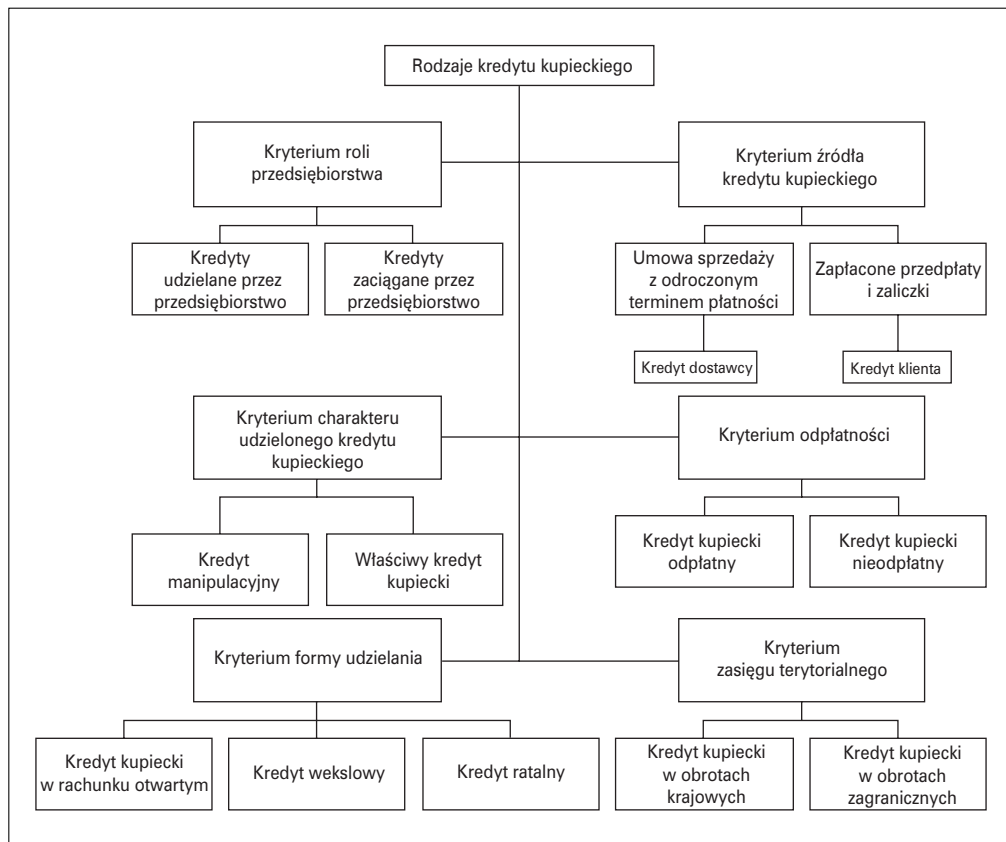
Kredyt kupiecki nazywany jest też kredytem handlowym, kredytem towarowym lub pożyczką pieniężną². Pożyczka pieniężna nie jest jednak trafnym określeniem. Po pierwsze dlatego, że nie ma ściśle określonego celu, na który mają być przeznaczone środki pieniężne, a w przypadku kredytu kupieckiego finansowany jest zakup określonych dóbr. Po drugie przedmiotem kredytu kupieckiego nie jest przeniesienie na własność określonej kwoty pieniędzy, ale towarów lub usług. Jest on udzielany przez dostawcę kupującemu i przyjmuje formę odroczonego terminu płatności³. Podstawą udzielanego kredytu może być podpisana umowa, ale może

² J. Folga, Kredyt kupiecki, jako źródło kapitału finansujące bieżącą działalność przedsiębiorstw z branż charakteryzujących się sprzedażą sezonową, w: Dylematy kształtowania struktury kapitału w przedsiębiorstwie, red. J. Ostaszewski, Oficyna Wydawnicza SGH w Warszawie, Warszawa 2009, s. 61; P. Rytko, Zarządzanie kredytem handlowym w małych i średnich przedsiębiorstwach, Difin, Warszawa 2009, s. 15.

³ W. Sędzicki, Kredyt kupiecki, „Prawo Przedsiębiorcy”, Nr 49/2007, s. 44; D. Podedworna-Tarnowska, Faktoring jako instrument wspierający zarządzanie należnościami, w: Finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa, red. M. Panfil, Difin, Warszawa 2008, s. 313; M. Sierpińska, T. Jachna, Metody podejmowania decyzji finansowych. Analiza przykładów i przypadków, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 177.

nią być zwykła faktura z odroczonym terminem płatności⁴. Zobowiązania przedsiębiorstw z tytułu dostaw i usług mogą powstawać więc spontanicznie w trakcie prowadzenia działalności operacyjnej przedsiębiorstwa⁵.

Rysunek 1. Rodzaje kredytu kupieckiego



Źródło: opracowanie własne.

Rodzaje kredytu kupieckiego przedstawia rysunek 1. W praktyce można mieć do czynienia z kredytem kupieckim udzielanym lub zaciąganim przez przedsiębiorstwo. W pierwszym przypadku przedsiębiorstwo staje się wierzycielem zwykle z tytułu sprzedanych kontrahentowi towarów lub usług z odroczonym terminem

⁴ *Ibidem*, s. 177.

⁵ M. Sierpińska, D. Wędzki, Zarządzanie płynnością finansową przedsiębiorstwa, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998, s. 246.

płatności. Mamy wówczas do czynienia z kredytem dostawcy⁶. Niekiedy źródłem powstawania wierzytelności są zapłacone przez przedsiębiorstwo dostawcy przedpłaty lub zaliczki. Mamy wówczas do czynienia z kredytem klienta⁷. W drugim przypadku przedsiębiorstwo staje się dłużnikiem poprzez zakup towarów lub usług z odroczonej terminem płatności lub też pobierając od klienta przedpłatę albo zaliczkę.

Ze względu na rodzaj umowy, która jest powodem powstawania wierzytelności, ze względu na źródło wierzytelności rozróżniamy więc dwa rodzaje kredytu kupieckiego – kredyt dostawcy i kredyt klienta. Z punktu widzenia danego przedsiębiorstwa można wyróżnić: kredyt kupiecki zaciągany przez przedsiębiorstwo i kredyt kupiecki udzielany przez przedsiębiorstwo. Z punktu widzenia charakteru udzielanego kredytu kupieckiego możemy wyróżnić kredyt manipulacyjny, zwany też technicznym, oraz właściwy kredyt kupiecki⁸. Kredyt manipulacyjny występuje wówczas, gdy sprzedaż ma charakter sprzedaży gotówkowej, ale termin płatności następuje kilka dni później niż data wystawienia faktury. Kilka dni jest potrzebne na przyjęcie dostawy przez klienta i dokonanie zapłaty przelewem, z czym wiąże się konieczność wystawienia faktury, podpisania jej, zaakceptowania przez właściwe osoby, oraz uwzględnia się czas oczekiwania na przepływ środków między bankami.

Kolejny podział kredytów kupieckich to kredyty kupieckie odpłatne i nieodpłatne⁹. Obiegowa opinia na temat kredytu kupieckiego jest taka, że jest to kredyt nieodpłatny. Rzeczywiście, nie nalicza się od niego odsetek, jednak ma on swoją cenę. A jest to utrata opustu, jaki dostawcy oferują odbiorcom w przypadku zapłaty gotówkowej. Kredytem darmowym jest zwykle kredyt manipulacyjny. Kredytem odpłatnym jest właściwy kredyt kupiecki. W. Bień wyróżnia dodatkową formę udzielania kredytu odbiorcom – sprzedaż ratalną¹⁰.

W przypadku kredytu kupieckiego udzielanego kontrahentowi zwiększa się siła nabywcza tego kontrahenta¹¹. Przedsiębiorstwo kupujące na kredyt może dokonać zakupów i zwiększyć obroty bez konieczności posiadania gotówki. Kolejnym argumentem wskazującym na to, że kredyt kupiecki nie jest bez znaczenia dla

⁶ S. J. Stabik, *Theorie, Praxis und Recht des Forderungsmanagements in multinationalen Konzernen*, dissertation.de Verlag im Internet, Berlin 2004, s. 30; O. Schneck, *Handbuch Alternative Finanzierungsformen*, Wiley, Weinheim 2006, s. 133.

⁷ S. J. Stabik, *Theorie, Praxis und Recht...*, *op. cit.*, s. 31; O. Schneck, *Handbuch...*, *op. cit.*, s. 133.

⁸ W. Bień, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Difin, Warszawa 2002, s. 223; A. Bielawska, *Podstawy finansów przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Zachodniopomorskiej Szkoły Biznesu, Szczecin 2001, s. 209.

⁹ E. F. Brigham, *Podstawy zarządzania finansami*, t. 3, PWE, Warszawa 1996.

¹⁰ W. Bień, *Problemy efektywnej sprzedaży na kredyt*, w: *Zarządzanie majątkiem obrotowym w przedsiębiorstwie*. Wybrane problemy, red. J. Grzywacz, SGH w Warszawie, Warszawa 2006, s. 77.

¹¹ S. J. Stabik, *Theorie, Praxis und recht...*, *op. cit.*, s. 29.

jego dawcy, jest to, że warunki sprzedaży, do których zalicza się także warunki płatności, są jednym z parametrów konkurencyjności oferty¹². Menedżerowie, którzy dążą do umocnienia pozycji swoich przedsiębiorstw na rynku i do wzrostu ich wartości, coraz częściej na dużą skalę wykorzystują kredyt kupiecki¹³.

Kredyt kupiecki pozwala przedsiębiorstwu udzielającemu zredukować poziom zapasów, a przez to ograniczyć koszty magazynowania zapasów, jak również pozbyć się zapasów trudniej zbywalnych. Poprzez zarządzanie terminami płatności, przedsiębiorstwo może lepiej planować płynność, a lepsze wykorzystanie mocy produkcyjnych pozwala zmienić na korzyść strukturę kosztów.

Oprócz korzyści płynących ze stosowania kredytu kupieckiego dla dostawcy należy zwrócić uwagę na negatywne skutki, jakie pociąga za sobą jego stosowanie w przedsiębiorstwie udzielającym. Podstawowa wada kredytu kupieckiego sprowadza się do pogorszenia zdolności płatniczej dawcy kredytu, ponieważ następuje zamrożenie gotówki w mniej płynnych należnościach¹⁴. Jednocześnie pojawia się ryzyko braku zapłaty ze strony nabywcy oraz nieterminowej lub niepełnej zapłaty. Powstaje więc ryzyko kredytowe. Wraz ze wzrostem poziomu należności handlowych wzrasta też zapotrzebowanie na kapitał obrotowy netto, co zmusza przedsiębiorstwo do szukania dodatkowych źródeł jego finansowania. Pozyskiwanie dodatkowego finansowania powoduje zaś powstawanie kosztów finansowych, co ma negatywny wpływ na wyniki finansowe¹⁵. Dodatkowe koszty, jakie ponosi dawca kredytu kupieckiego, związane są z zarządzaniem powstającymi wierzytelnościami, monitorowaniem odbiorców, windykacją oraz przyrostem poziomu należności przeterminowanych¹⁶. Koszty te należy jednak rozpatrywać w kontekście zwiększonych przychodów ze sprzedaży¹⁷.

Podaż kredytu kupieckiego jest skorelowana z podażą pieniądza mierzoną agregatami pieniężnymi¹⁸. W okresie mniejszej podaży pieniądza na rynku przedsiębiorstwa zwiększają podaż kredytu kupieckiego, co skutkuje zwiększeniem wartości należności z tytułu dostaw i usług, czyli zastępuje on depozyty bankowe.

¹² J. Folga, Kredyt kupiecki, jako szansa na wzrost konkurencyjności polskich przedsiębiorstw w Unii Europejskiej, w: Polska w strefie euro. Szanse i zagrożenia, red. J. Ostaszewski, Oficyna Wydawnicza SGH w Warszawie, Warszawa 2008, s. 427.

¹³ D. Podedworna-Tarnowska, Faktoring metodą wspierania sprzedaży kredytowej, w: Zarządzanie majątkiem obrotowym..., *op. cit.*, s. 105.

¹⁴ D. Podedworna-Tarnowska, Faktoring jako instrument..., *op. cit.*, s. 313.

¹⁵ M. Sierpińska, T. Jachna, Metody podejmowania..., *op. cit.*, s. 177.

¹⁶ *Ibidem*, s. 186.

¹⁷ G. Michalski, Płynność finansowa w małych i średnich przedsiębiorstwach, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, s. 151.

¹⁸ D. Zawadzka, Znaczenie ekspansji kredytu handlowego dla polityki monetarnej, w: Finanse 2009 – Teoria i praktyka. Finanse przedsiębiorstw, „Zeszyty Naukowe”, Nr 549, „Ekonomiczne Problemy Usług”, Nr 39, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2009, s. 350.

3. Struktura kapitału a struktura finansowania

Pojęcie struktury kapitału nie jest jednoznaczne. Najczęściej w literaturze przedmiotu spotyka się cztery podejścia do tego zagadnienia (por. tabela 1). Pierwsze, mówiąc o strukturze kapitału odnosi się do struktury pasywów, czyli proporcji kapitałów własnych i obcych¹⁹. Utożsamia się tu strukturę kapitału ze strukturą finansowania przedsiębiorstwa. W drugim podejściu pojęcie struktury kapitału odnosi się jedynie do kapitału stałego w przedsiębiorstwie, czyli proporcji między kapitałami własnymi i długoterminowymi kapitałami obcymi. Według trzeciego podejścia struktura kapitału jest pojęciem odnoszącym się do wyemitowanych papierów wartościowych. Podejście to jest reprezentowane przede wszystkim w literaturze amerykańskiej. Podejście czwarte ogranicza się do tych części składowych kapitałów, których wykorzystywanie pociąga za sobą konieczność ponoszenia przez przedsiębiorstwo kosztów odsetkowych oraz kapitałów własnych.

Tabela 1. Cztery ujęcia struktury kapitału

Ujęcie struktury kapitału	Zwolennicy tego sposobu definiowania struktury kapitału, publikacje, w których przedstawili swoje stanowisko
1. Struktura kapitałów jest utożsamiana ze strukturą pasywów, czyli strukturą finansowania	R. W. Masulis, <i>The Debt Equity Choice</i> , Ballinger Publishing Company, Cambridge 1988; R. A. Brealey, S. C. Myers, <i>Podstawy finansów przedsiębiorstw</i> , Wydawnictwa Naukowe PWN, Warszawa 1999; J. Błach, <i>Ewolucja teorii struktury kapitału</i> , „Finanse” Nr 1(1)2009; M. Sierpińska, T. Jachna, <i>Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych</i> , Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004; W. Bień, <i>Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa</i> , Difin, Warszawa 2002; W. Pluta, <i>Planowanie finansowe w przedsiębiorstwie</i> , PWE, Warszawa 1999; J. Czekał, Z. Dresler, <i>Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Podstawy teorii</i> , Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005.

¹⁹ A. Dulinić, *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001, s. 14.

cd. tabeli 1

Ujęcie struktury kapitału	Zwolennicy tego sposobu definiowania struktury kapitału, publikacje, w których przedstawili swoje stanowisko
2. Struktura kapitału dotyczy jedynie struktury kapitału stałego w przedsiębiorstwie, a nie uwzględnia krótkoterminowych kapitałów obcych	J. F. Weston, T. F. Copeland, <i>Managerial Finance</i> , The Dryden Press, New York 1991; R. Ch. Moyer, J. R. McGuigan, W. J. Kretlow, <i>Contemporary Financial Management</i> , West Publishing Company, St. Paul 1992; M. Jerzemowska, <i>Kształtowanie struktury kapitału w spółkach akcyjnych</i> , Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999.
3. Struktura kapitału dotyczy struktury wyemitowanych papierów wartościowych	S. Lumbly, <i>Investment Appraisal and Financial Decisions</i> , Chapman & Hall, New York 1994; R. A. Brealey, S.C. Myers, <i>Principles of Corporate Finance</i> , McGraw-Hill, New York 1991.
4. Struktura kapitału odnosi się do struktury kapitałów własnych i zobowiązań odsetkowych, czyli korzystanie z których pociąga za sobą konieczność płacenia odsetek	S. Ross, R. Westerfield, B. Jordan, <i>Finanse przedsiębiorstw</i> , Dom Wydawniczy ABC, 1999; J. Gajdka, <i>Teorie struktury kapitału i ich aplikacja w warunkach polskich</i> , Uniwersytet Łódzki, Łódź 2002; A. Cwynar, W. Cwynar, <i>Optymalizacja struktury kapitału i kalkulacja kosztu kapitału spółki</i> , w: <i>Finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa. Studia przypadków</i> , red. nauk. M. Panfil, Difin, Warszawa 2008; A. Duliniec, <i>Finansowanie przedsiębiorstwa</i> , PWE, Warszawa 2007; T. Waśniewski, W. Skoczylas, <i>Teoria i praktyka analizy finansowej w przedsiębiorstwie, FRR w Polsce</i> , Warszawa 2002; B. Kłosowska, A. Tokarski, M. Tokarski, E. Chojnacka, <i>Strategie finansowania działalności przedsiębiorstw</i> , Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006; J. Iwin-Garzyńska, A. Adamczyk, <i>Wybrane zagadnienia finansów przedsiębiorstw</i> , PWE, Warszawa 2009.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: J. Błach, *Ewolucja teorii struktury kapitału*, „Finanse”, Nr 1(1)2009, s. 88–89; B. Kłosowska, A. Tokarski, M. Tokarski, E. Chojnacka, *Strategie finansowania działalności przedsiębiorstw*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006, s. 139; J. Iwin-Garzyńska, A. Adamczyk, *Wybrane zagadnienia finansów przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2009, s. 59–61; J. Wyrobek, *Wybrane dylematy kształtowania struktury kapitału w przedsiębiorstwie*, w: *Dylematy kształtowania struktury kapitału w przedsiębiorstwie*, red. J. Ostaszewski, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009, s. 556–557; A. Cwynar, W. Cwynar, *Optymalizacja struktury kapitału i kalkulacja kosztu kapitału spółki*, w: *Finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa. Studia przypadków*, red. M. Panfil, Difin, Warszawa 2008, s. 57–58; A. Hajduk, *Problemy pomiaru struktury kapitałowej*, w: *Dylematy kształtowania...*, *op. cit.*, s. 149–150.

Najwięcej zwolenników w literaturze ma podejście pierwsze i czwarte. Mówiąc o strukturze kapitału w przedsiębiorstwie najczęściej mamy na myśli strukturę finansowania lub proporcje między kapitałem własnym i zobowiązaniami odsetkowymi zarówno długo-, jak i krótkoterminowymi, czyli z pominięciem zobowiązań operacyjnych.

W niniejszym opracowaniu przyjmuje się pierwsze podejście i strukturę kapitału przedsiębiorstwa utożsamia się ze strukturą finansowania. Wyłączenie z kręgu zainteresowań zobowiązań operacyjnych spowodowałoby, że jedno z najważniejszych źródeł finansowania działalności, jakim jest kredyt kupiecki, nie byłoby analizowane. Jednocześnie za tym podejściem przemawia fakt, że kredyt kupiecki nie jest w rzeczywistości dla przedsiębiorstwa darmowym źródłem finansowania²⁰. Korzystanie z niego wiąże się z utratą opustu u dostawców, co powoduje wzrost kosztów sprzedaży, a więc obniża podstawę opodatkowania dla przedsiębiorstwa. Skutek korzystania z kredytu kupieckiego przypomina więc efekt korzystania z oprocentowanych zewnętrznych źródeł finansowania, np. kredytu bankowego.

4. Czynniki mające wpływ na strukturę kapitału

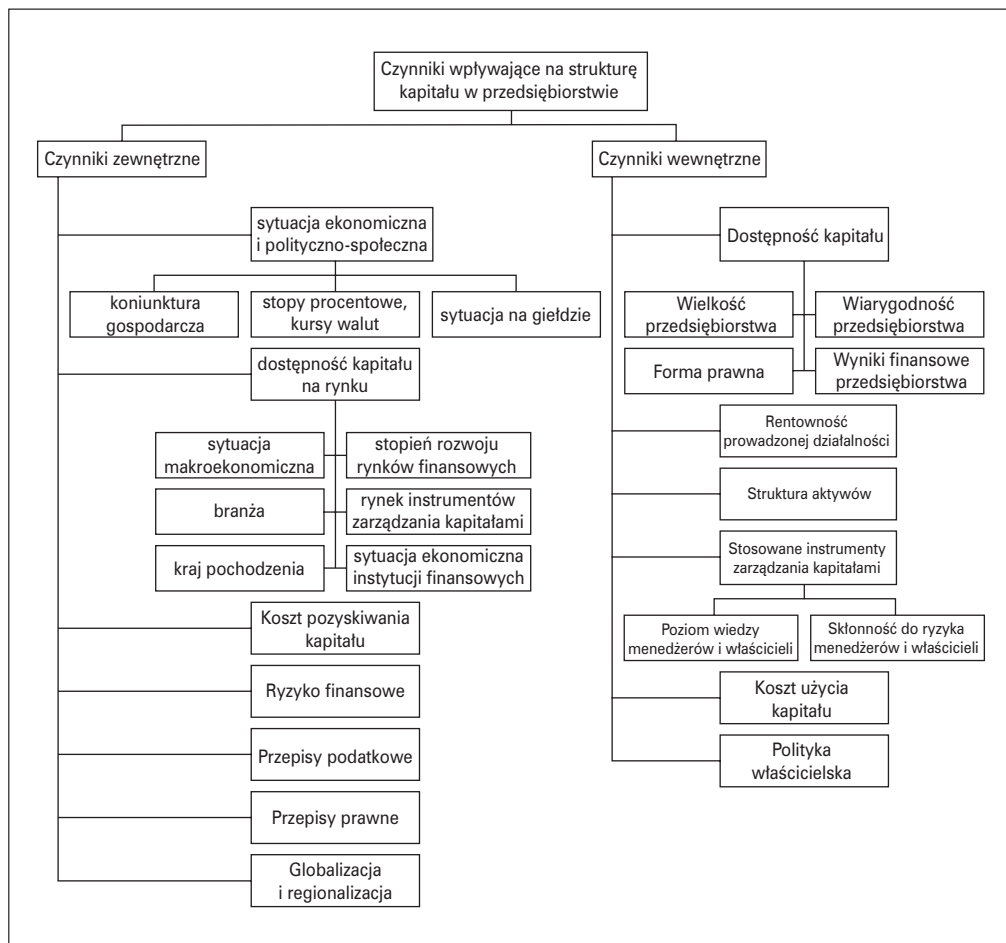
Celem kształtowania struktury kapitału w przedsiębiorstwie jest wybór takiej struktury kapitału, która zapewni przede wszystkim maksymalizację wartości przedsiębiorstwa i maksymalizację rentowności kapitału własnego zaangażowanego w finansowanie działalności przedsiębiorstwa, co spowoduje maksymalny wzrost bogactwa właścicieli, utrzymanie płynności finansowej przedsiębiorstwa, a skutkiem tego będzie zachowanie ciągłości działania przedsiębiorstwa i niezakłócone jego funkcjonowanie, a jednocześnie, która zapewni minimalizację kosztów działalności i ograniczy ryzyko towarzyszące działalności przedsiębiorstwa²¹. Kształtowanie struktury kapitału polega więc na poszukiwaniu struktury optymalnej, dla której rynkowa wartość przedsiębiorstw jest najwyższa²².

²⁰ W. Bień, Zarządzanie finansami..., *op. cit.*, s. 174; J. Ostaszewski, T. Cicirko, K. Kreczmańska-Gigol, P. Russel, *Finanse spółki akcyjnej*, Difin, Warszawa 2009, s. 103–104.

²¹ J. Iwin-Garzyńska, A. Adamczyk, *Wybrane zagadnienia...*, *op. cit.*, s. 59.

²² A. Cwynar, W. Cwynar, *Optymalizacja struktury kapitału...*, *op. cit.*, s. 58; J. Błach, *Ewolucja teorii struktury...*, *op. cit.*, s. 90; J. Iwin-Garzyńska, A. Adamczyk, *Wybrane zagadnienia...*, *op. cit.*, s. 59; A. Wawryszuk-Misztal, *Strategie zarządzania kapitałem obrotowym netto w przedsiębiorstwach. Studium empiryczno-teoretyczne*, Wydawnictwo UMCS, Lublin 2007, s. 12.

Rysunek 2. Czynniki wpływające na strukturę kapitału w przedsiębiorstwie



Źródło: opracowanie własne.

Narzędzia, jakie mogą być wykorzystywane w zarządzaniu strukturą kapitału przedsiębiorstwa, to: metody wyceny kosztu różnych źródeł kapitału, metody finansowania majątku, metody oceny polityki dywidend, metody uwzględniania zależności między ryzykiem operacyjnym i finansowym²³. Dyskusje między znanymi tematami struktury kapitału dotyczą nie tylko definiowania pojęć kapitału czy struktury kapitału, ale również istnienia, bądź nie, optymalnej struktury kapitału. Większość ekonomistów przychyliła się jednak ku twierdzeniu, że optymalna

²³ A. Wawryszuk-Miształ, Strategie zarządzania kapitałem obrotowym..., *op. cit.*, s. 12.

struktura kapitału przedsiębiorstwa istnieje, ale jest zmienna w czasie i inna dla każdego przedsiębiorstwa²⁴.

Według amerykańskich ekonomistów sukces przedsiębiorstwa zależy w podobnym stopniu od trzech czynników – dobrego pomysłu, dobrego zarządzania i własnego kapitału²⁵. Na wybór struktury kapitału, czyli proporcji między kapitałami własnymi i obcymi, przez przedsiębiorstwo ma wpływ wiele czynników, które można podzielić na makroekonomiczne i mikroekonomiczne²⁶.

Zaliczmy do nich, np.: dostępność kapitału, rentowność działalności przedsiębiorstwa, strukturę aktywów, stosowane instrumenty zarządzania kapitałami (np. faktoring, forfaiting, sekurytyzację aktywów, usługi windykacyjne, *cash pooling*, zasady amortyzacji majątku), koszt użycia kapitału, ryzyko finansowe, wpływ systemu podatkowego oraz politykę właścicielską²⁷. Na część z tych czynników ma wpływ przedsiębiorstwo, a część jest od przedsiębiorstwa niezależna. Dostępność kapitału jest tylko częściowo uzależniona od kondycji ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstwa, jakości jego zarządzania itd. W dużej mierze zależy od sytuacji makroekonomicznej, od stopnia rozwoju rynków finansowych, od branży, w której działa przedsiębiorstwo, od kraju jego pochodzenia itd. Stosowane instrumenty zarządzania kapitałami zależą od poziomu wiedzy menedżerów i właścicieli, od ich skłonności do akceptacji ryzyka, ale przede wszystkim od dostępności tego rodzaju instrumentów finansowych na rynku.

Czynniki wpływające na kształtowanie struktury kapitału w przedsiębiorstwie, a przez to na zarządzanie kapitałem obrotowym netto obrazuje rysunek 2. Niektóre z tych czynników są zależne od przedsiębiorstwa. Na inne przedsiębiorstwo nie ma wpływu i są definiowane jako czynniki zewnętrzne.

Za najważniejszy z czynników zewnętrznych można uznać koniunkturę gospodarczą w kraju i zagranicą. Zasadniczo w okresie dobrej koniunktury, kiedy wzrasta dostępność źródeł finansowania dla większości podmiotów działających na rynku, większego znaczenia nabierają czynniki wewnętrzne, czyli te na które mają wpływ przedsiębiorstwa. W okresie dekoniunktury gospodarczej, kiedy zwykle drastycznie pogarsza się dostępność źródeł finansowania na rynku, rośnie wpływ czynników makroekonomicznych, czyli zewnętrznych. Nawet świetnie zarządzane

²⁴ Potwierdziła to krótka ankieta przeprowadzona wśród uczestników konferencji naukowej nt. Dylematy kształtowania struktury kapitału w przedsiębiorstwie, w maju 2009 roku w Mikołajkach. Uczestnikom zadano pytanie, czy struktura kapitału ma wpływ na wartość przedsiębiorstwa. Uczestnicy niemal jednogłośnie, bo stosunkiem 33:3, uznali, że struktura kapitału wpływa na wartość przedsiębiorstwa.

²⁵ L. Lewandowska, Niekonwencjonalne formy finansowania przedsiębiorczości, ODiDK, Gdańsk 1999, s. 15.

²⁶ S. Kowalski, Rola kapitału w finansowaniu działalności małych i średnich przedsiębiorstw, w: Dylematy kształtowania struktury..., *op. cit.*, s. 226.

²⁷ J. Ostaszewski, T. Cicirko, K. Kreczmańska-Gigol, P. Russel, Finanse spółki..., *op. cit.*, s. 127.

przedsiębiorstwa o doskonałej sytuacji finansowej, silnej pozycji na rynku, otwarte na wprowadzanie nowoczesnych instrumentów zarządzania kapitałem, mogą mieć problemy z dostępnością kapitału, spowodowane np. złą sytuacją finansową instytucji finansowych i ich problemami z dostępem do kapitału potrzebnego do świadczenia usług finansowych na rzecz przedsiębiorców. W okresie złej sytuacji gospodarczej przedsiębiorstwa ograniczają zadłużenie, gdyż mają mniejsze szanse na uzyskanie zewnętrznego finansowania, a jednocześnie ryzyko związane z zadłużeniem wzrasta, ponieważ przyszłość jest niepewna. Skłonność menedżerów i właścicieli do zadłużania się rośnie wówczas, gdy ryzyko finansowe spada. W czasie kryzysu gospodarczego przedsiębiorcy gotowi są dzielić się własnością przedsiębiorstwa częściej niż podczas dobrej koniunktury gospodarczej²⁸.

Czynnikami, które wpływają na strukturę kapitału w przedsiębiorstwie, jest globalizacja i regionalizacja. Zjawiska te powodują, że koniunktura gospodarcza dotyczy nie tylko poszczególnych krajów, ale również kontynentów i całego świata. Gospodarka światowa jest coraz bardziej jednorodna, a gospodarki poszczególnych państw są ze sobą powiązane i wzajemnie na siebie oddziałują. Koniunktura i wzrost lub spadek ryzyka prowadzenia działalności w jednym kraju ma wpływ na koniunkturę i ryzyko w innych krajach.

5. Miary struktury kapitału

Do oceny struktury kapitałowej firmy stosuje się najczęściej następujące wskaźniki wykorzystania kapitału obcego (*debt ratios*)²⁹:

- wskaźnik finansowania majątku zobowiązaniami, czyli długiem. Wylicza się go według wzoru:

$$\frac{ZK + ZD}{Aktywa} \times 100\%,$$

gdzie:

ZK – zobowiązania krótkoterminowe,

ZD – zobowiązania długoterminowe.

Wskaźnik ten pokazuje, jaki jest stopień finansowania aktywów przedsiębiorstwa długiem. Im wyższa wartość tego wskaźnika, tym mniej bezpieczna jest struktura kapitału;

²⁸ Perspektywy rozwoju rynku *private equity* w Polsce w 2009, Krawczyk i wspólnicy Sp. Komandytowa oraz SMG/KRC.

²⁹ M. Jerzemowska, Kształtowanie struktury kapitału w spółkach akcyjnych, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1999, s. 18–23; M. Zaleska, Ocena ekonomiczno-finansowa przedsiębiorstwa przez analityka bankowego, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2006, s. 59–60.

- wskaźnik pokrycia aktywów kapitałem stałym, który wylicza się według wzoru:

$$\frac{KS}{Aktywa} \times 100\%,$$

gdzie:

KS – kapitały stałe, czyli kapitały własne plus zobowiązania długoterminowe i rezerwy długoterminowe.

Wskaźnik ten pokazuje, jaki jest stopień finansowania aktywów kapitałem stałym, czyli najbardziej bezpiecznym źródłem finansowania. Im wyższa wartość tego wskaźnika, tym struktura kapitału w przedsiębiorstwie jest bezpieczniejsza;

- wskaźnik pokrycia aktywów obrotowych kapitałem krótkoterminowym, czyli zobowiązaniami krótkoterminowymi, który oblicza się według wzoru:

$$\frac{ZK}{AO} \times 100\%,$$

gdzie:

ZK – zobowiązania krótkoterminowe,

AO – aktywa obrotowe.

Wskaźnik ten pokazuje, jaki jest stopień finansowania aktywów zobowiązaniami krótkoterminowymi, które są najtańszym, ale jednocześnie najbardziej ryzykownym źródłem finansowania. Im wyższa wartość tego wskaźnika, tym mniej bezpieczna jest struktura kapitału;

- udział kapitału obrotowego netto w finansowaniu aktywów ogółem, który oblicza się według wzoru:

$$\frac{KON}{Aktywa} \times 100\%,$$

gdzie:

KON – kapitał obrotowy netto.

Wskaźnik ten pokazuje, jaki jest stopień finansowania aktywów kapitałem obrotowym netto, czyli częścią kapitału stałego, która pozostaje po sfinansowaniu aktywów trwałych przedsiębiorstwa. W praktyce im wyższy jest ten wskaźnik, tym mniejsze ryzyko utraty płynności przez przedsiębiorstwo, czyli bezpieczniejsza struktura kapitału;

- udział kapitału obrotowego netto w finansowaniu aktywów obrotowych, oblicza się według wzoru:

$$\frac{KON}{AO} \times 100\%,$$

gdzie:

KON – kapitał obrotowy netto,

AO – aktywa obrotowe.

Wskaźnik ten pokazuje, jaki jest stopień finansowania aktywów obrotowych przez *KON* i, podobnie jak poprzedni wskaźnik, im jest wyższy, tym mniejsze ryzyko utraty płynności przez przedsiębiorstwo, czyli struktura kapitału jest bezpieczniejsza;

- udział długu w kapitale własnym, czyli wskaźnik struktury finansowania, który pokazuje, jaka jest wartość kapitałów obcych w stosunku do wartości kapitału własnego. Oblicza się go według wzoru:

$$\frac{ZO}{KW} \times 100\%,$$

gdzie:

ZO – zobowiązania i rezerwy na zobowiązania, czyli kapitał obcy ogółem,

KW – kapitał własny.

Wskaźnik ten pokazuje, jaki jest stosunek długu do kapitałów własnych w przedsiębiorstwie. Im mniejsza wartość tego wskaźnika, tym bardziej bezpieczna jest struktura kapitału;

- wskaźnik dźwigni finansowej, który wylicza się według wzoru:

$$\frac{\text{Aktywa}}{KW} \times 100\%,$$

gdzie:

KW – kapitały własne.

Im wyższa wartość tego wskaźnika, tym większy stopień wykorzystania dźwigni finansowej, co wpływa na efektywność przedsiębiorstwa. Wskaźnik ten pokazuje, czy struktura kapitału sprzyja zwiększaniu efektywności.

6. Zależność między poziomem należności i zobowiązań handlowych a strukturą kapitału oraz jej pomiar

Badaniem objęto 15 przedsiębiorstw z branży handlu hurtowego FMCG. Trzy z badanych przedsiębiorstw po przeanalizowaniu danych finansowych zostały wyeliminowane z grupy badawczej, ponieważ brak było wśród danych finansowych niezbędnych informacji. Pozostało 12 przedsiębiorstw. Ich sprawozdania finansowe uzyskano z bazy danych Infoveriti.

Poziom należności handlowych określono według wskaźnika udziału należności handlowych w aktywach ogółem wyrażonego w procentach. Wyliczono następujący wskaźnik:

$$(\text{Należności z tytułu dostaw i usług do 12 miesięcy/aktywach ogółem}) \times 100\%.$$

Celem tego było wykluczenie wpływu wielkości przedsiębiorstwa na wyniki badania. Następnie obliczono wskaźniki struktury kapitału w 12 badanych przedsiębiorstwach (zob. tabela 2):

Tabela 2. Wskaźniki struktury kapitału w badanych przedsiębiorstwach

Wskaźnik 1	$(\text{Kapitały własne/zobowiązania i rezerwy na zobowiązania}) \times 100\%$
Wskaźnik 2	$(\text{Kapitały własne/rezerwy na zobowiązania i zobowiązania długoterminowe}) \times 100\%$
Wskaźnik 3	$(\text{Kapitały własne/aktywa}) \times 100\%$
Wskaźnik 4	$(\text{Zobowiązania krótkoterminowe/aktywa obrotowe}) \times 100\%$
Wskaźnik 5	$[(\text{Zobowiązania plus rezerwy na zobowiązania})/\text{aktywa}] \times 100\%$
Wskaźnik 6	$(\text{Kapitały stałe/aktywa}) \times 100\%$
Wskaźnik 7	$(\text{Zobowiązania krótkoterminowe/ zobowiązania plus rezerwy na zobowiązania}) \times 100\%$
Wskaźnik 8	$(\text{Zobowiązania krótkoterminowe oprocentowane/zobowiązania plus rezerwy na zobowiązania}) \times 100\%$
Wskaźnik 9	$(\text{Zobowiązania krótkoterminowe oprocentowane/aktywa}) \times 100\%$

Źródło: opracowanie własne.

Kolejnym krokiem było wyliczenie zależności między poziomem należności z tytułu dostaw i usług o charakterze krótkoterminowym z okresem płatności do 12 miesięcy a poszczególnymi wskaźnikami struktury kapitału. Zależność tę zbadano, wyliczając wskaźnik korelacji między zmianą wartości wskaźnika poziomu należności a zmianą wartości poszczególnych wskaźników struktury kapitału dla każdego badanego przedsiębiorstwa oddzielnie. Opierając się na danych finan-

sowych badanych przedsiębiorstw, przyjęto, że korelacja zostanie wyliczona dla różnych okresów badawczych w zależności od dostępności danych finansowych przedsiębiorstw.

Najpierw zbadano zależność między udziałem należności handlowych z okresem płatności do 12 miesięcy w aktywach ogółem a wskaźnikiem 1 struktury kapitału.

Wartość wskaźnika korelacji między poziomem należności handlowych a strukturą kapitału mierzoną wskaźnikiem 1 ((kapitały własne/zobowiązania i rezerwy na zobowiązania) \times 100%) pokazuje, że w grupie 12 badanych przedsiębiorstw brak zależności zaobserwowano wśród 2. W 5 badanych przedsiębiorstwach, gdzie zależność wystąpiła, korelacja była ujemna. Oznacza to, że wzrost udziału należności handlowych w aktywach ogółem powodował spadek wartości wskaźnika 1, czyli malał stosunek kapitałów własnych do zadłużenia. Wśród nich w 1 przedsiębiorstwie była silna ujemna zależność, w 1 znacząca ujemna zależność, w 1 ujemna umiarkowana zależność, a w 2 ujemna słaba zależność.

Wśród 5 przedsiębiorstw zależność była dodatnia, czyli wzrostowi udziału należności handlowych w sumie bilansowej towarzyszył wzrost wartości wskaźnika 1 struktury kapitału. Wśród tych 5 przedsiębiorstw dodatnia słaba zależność wystąpiła w 2 przedsiębiorstwach, dodatnia umiarkowana zależność również w 2, a w 1 zależność była silna.

Kolejną zależność jaką badano zachodzi między poziomem należności handlowych a strukturą kapitału mierzoną wskaźnikiem 2. Wskaźnik ten pokazuje stosunek wartości kapitałów własnych do długoterminowego długu. Wśród 3 badanych przedsiębiorstw nie zaobserwowano zależności. Wśród 4 była ujemna (w 3 – umiarkowana, w 1 – słaba). W 5 zaobserwowano zależność dodatnią (w 2 – silną, w 1 – znaczącą, w 1 – umiarkowaną i 1 – słabą). Wśród 5 przedsiębiorstw przy wzroście poziomu należności handlowych można było obserwować również wzrost wartości wskaźnika 2.

Następną zależnością jaką badano była zależność między poziomem należności handlowych i poziomem wskaźnika 3, który pokazuje stopień finansowania aktywów kapitałami własnymi. Zależność tę zaobserwowano we wszystkich badanych przedsiębiorstwach. W 7 spośród 12 badanych przedsiębiorstw zależność była ujemna (w 1 – silna ujemna, w 2 – znacząca ujemna, w 1 – umiarkowana ujemna, w 3 – słaba). Oznacza to, że wśród tych przedsiębiorstw wzrost poziomu należności handlowych wiąże się ze spadkiem wartości wskaźnika 3 struktury kapitału. Zależność dodatnia wystąpiła wśród 5 badanych przedsiębiorstw (w 2 – słaba, w 1 – umiarkowana, w 1 – znacząca, w 1 – silna).

Następnie zbadano zależność między poziomem należności handlowych a wskaźnikiem 4. Wskaźnik 4 pokazuje, jaki jest stopień finansowania aktywów

obrotowych zobowiązaniami krótkoterminowymi. Jedynie w 1 przedsiębiorstwie nie zaobserwowano zależności. W 7 przedsiębiorstwach istniała zależność ujemna. Na uwagę zasługuje fakt, że w 1 przedsiębiorstwie istniała ścisła zależność ujemna, a w 1 silna. W pozostałych była słaba zależność ujemna. W 4 badanych przedsiębiorstwach zależność była dodatnia (w 1 – słaba, w 1 – znacząca, w 2 – umiarkowana).

Następnie wyliczono wartość wskaźnika korelacji poziomu należności handlowych i wskaźnika 5 struktury kapitału. Wskaźnik 5 pokazuje, jaki jest stopień finansowania aktywów długiem. W żadnym z badanych przedsiębiorstw nie zaobserwowano braku zależności. W 5 zależność była ujemna (w 1 – silna, w 1 – znacząca, w 1 – umiarkowana, w 2 – słaba). 7 przedsiębiorstw charakteryzuje się dodatnią zależnością poziomu należności handlowych i wskaźnika 5. Wśród nich w 1 przedsiębiorstwie wystąpiła silna dodatnia zależność, a w 2 znacząca dodatnia zależność.

Następnie wyliczono wartość wskaźnika korelacji między poziomem należności handlowych a wskaźnikiem 6, który pokazuje, w jakim stopniu aktywa finansowane są kapitałami stałymi. Zauważono, że wśród 2 badanych przedsiębiorstw zależność nie wystąpiła. Wśród 6 była ujemna, w tym w 1 przedsiębiorstwie wystąpiła ścisła zależność, co oznacza, że udział kapitałów własnych w finansowaniu aktywów jest odwrotnie proporcjonalny do zmian poziomu należności handlowych. Ujemna silna zależność wystąpiła w 3 przedsiębiorstwach, a znacząca ujemna zależność w 1.

Po wyliczeniu wartości wskaźnika korelacji między poziomem należności handlowych a strukturą kapitału mierzoną wskaźnikiem 7 (wskaźnik 7 pokazuje udział zobowiązań krótkoterminowych w kapitale obcym), zaobserwowano brak zależności wśród 4 przedsiębiorstw, a tylko w 2 zależność była ujemna. W 6 przedsiębiorstwach zależność była dodatnia, czyli wzrostowi poziomu należności handlowych towarzyszył wzrost udziału zobowiązań krótkoterminowych w zadłużeniu przedsiębiorstwa. W 2 przedsiębiorstwach była silna dodatnia zależność, a w 1 znacząca.

Po przeanalizowaniu wartości wskaźnika korelacji między poziomem należności handlowych a wartością wskaźnika 8, który pokazuje udział krótkoterminowych oprocentowanych zobowiązań w zadłużeniu ogółem, nie zaobserwowano zależności w 3 badanych przedsiębiorstwach. W 3 zależność była ujemna (w 2 – znacząca, w 1 – słaba). W pozostałych 6 przedsiębiorstwach wystąpiła zależność dodatnia. Oznacza to, że wzrostowi poziomu należności handlowych towarzyszy również wzrost udziału krótkoterminowych oprocentowanych zobowiązań w kapitałach obcych przedsiębiorstwa. W 1 przedsiębiorstwie zależność była silnie dodatnia, a w 2 znacząca.

Następnie wyliczono wartość wskaźnika korelacji między poziomem należności handlowych a wartością wskaźnika 9. Wskaźnik ten obrazuje stopień finansowania aktywów krótkoterminowymi oprocentowanymi zobowiązaniami. W 3 badanych przedsiębiorstwach nie zaobserwowano zależności, a w 3 była ujemna. W 6 przedsiębiorstwach (czyli wśród dwa razy tylu co ujemna) wystąpiła dodatnia zależność. Oznacza to, że wśród połowy badanych przedsiębiorstw wraz ze wzrostem poziomu należności handlowych można obserwować również wzrost stopnia finansowania aktywów oprocentowanym krótkoterminowym długiem. W 2 badanych przedsiębiorstwach zależność ta była silna, a w 2 znacząca.

Po zbadaniu zależności między poziomem należności i strukturą kapitału zbadano zależność między poziomem zobowiązań handlowych i strukturą kapitału. Poziom zobowiązań handlowych określono za pomocą wskaźnika udziału zobowiązań handlowych w aktywach ogółem wyrażonego w procentach. Postąpiono analogicznie jak w przypadku należności handlowych. Wyliczono następujący wskaźnik:

$$(\text{Zobowiązania z tytułu dostaw i usług do 12 miesięcy/pasywa ogółem}) \times 100\%$$

Kolejnym krokiem było wyliczenie zależności między poziomem zobowiązań z tytułu dostaw i usług o charakterze krótkoterminowym z okresem płatności do 12 miesięcy a poszczególnymi wskaźnikami struktury kapitału. Zależność tę zbadano, wyliczając wskaźnik korelacji między zmianą wartości wskaźnika poziomu zobowiązań a zmianą wartości poszczególnych wskaźników struktury kapitału dla każdego badanego przedsiębiorstwa oddzielnie. Wskaźniki struktury kapitału były takie jak wyliczono przed zbadaniem zależności między poziomem należności handlowych a strukturą kapitału.

Wartość wskaźnika korelacji między poziomem zobowiązań handlowych (mierzonym udziałem zobowiązań handlowych do 12 miesięcy w pasywach ogółem) a wskaźnikiem 1, który mierzy stosunek kapitałów własnych do kapitałów obcych, pozwoliła zaobserwować, że w 3 badanych przedsiębiorstwach nie występuje zależność, a jedynie w 1 przedsiębiorstwie zależność była dodatnia (umiarkowana). W pozostałych 8 przedsiębiorstwach zaobserwowano zależność ujemną (w 1 – silną, w 4 – znaczącą, w 1 – umiarkowaną, w 2 – słabą). Oznacza to, że wśród tych przedsiębiorstw wzrostowi poziomowi zobowiązań handlowych towarzyszył spadek wartości wskaźnika 1, czyli spadał stosunek kapitałów własnych do kapitałów obcych.

Następnie wyliczono wartość wskaźnika korelacji między poziomem zobowiązań handlowych a poziomem wskaźnika 2 struktury kapitału w badanych przedsiębiorstwach. Zależność nie wystąpiła tylko w 1 przedsiębiorstwie. Dodatnia

zależność wystąpiła w 5 przedsiębiorstwach (w 2 – słaba, w 2 – umiarkowana i w 1 – znacząca), a ujemna w 6 (w 3 – umiarkowana, w 3 – słaba). Wskaźnik 2 pokazuje stosunek kapitału własnego do długoterminowego długu. W połowie badanych przedsiębiorstw wzrostowi poziomowi zobowiązań handlowych towarzyszy spadek stosunku kapitałów własnych do długoterminowego zadłużenia.

Po wyliczeniu wartości wskaźnika korelacji między poziomem zobowiązań handlowych a stopniem finansowania aktywów kapitałami własnymi (wskaźnik 3 struktury kapitału) zaobserwowano, że w 3 przedsiębiorstwach zależność nie wystąpiła. Jedynie w 1 była dodatnia umiarkowana. W pozostałych przedsiębiorstwach była ujemna. To znaczy, że wraz ze wzrostem poziomu zobowiązań handlowych spada stopień finansowania aktywów kapitałami własnymi. W 1 przedsiębiorstwie zależność ta była silna, w 5 znacząca, w 1 umiarkowana, a w 1 słaba.

Następnie zbadano zależność między poziomem zobowiązań handlowych a wskaźnikiem 4 struktury kapitału, który pokazuje stopień finansowania aktywów obrotowych zobowiązaniami krótkoterminowymi. Zależność nie wystąpiła w 2 badanych przedsiębiorstwach. W 5 była ujemna (w 2 – znacząca, w 3 – umiarkowana). W takiej samej liczbie przedsiębiorstw zaobserwowano dodatnią zależność (w 1 – silną, w 3 – umiarkowaną, w 1 – słabą). Oznacza to, że w 5 spośród badanych przedsiębiorstw wzrostowi poziomowi zobowiązań handlowych towarzyszy spadek stopnia finansowania aktywów obrotowych zobowiązaniami krótkoterminowymi, a w takiej samej liczbie jest odwrotnie, czyli towarzyszy wzrost stopnia finansowania aktywów obrotowych zobowiązaniami krótkoterminowymi.

Zbadano zależność między poziomem zobowiązań handlowych a wskaźnikiem 5 (stopień finansowania aktywów długiem). Brak zależności zaobserwowano w 3 badanych przedsiębiorstwach. Tylko w 1 zależność była ujemna, a w pozostałych 8 dodatnia (w 5 – znacząca, w 1 – silna, w 1 umiarkowana, w 1 – słaba). Oznacza to, że w większości badanych przedsiębiorstw wzrostowi poziomowi zobowiązań handlowych towarzyszy wzrost stopnia finansowania aktywów długiem.

Wartość wskaźnika korelacji między poziomem zobowiązań handlowych a wskaźnikiem 6 struktury kapitału (stopień finansowania aktywów kapitałami stałymi) wskazuje na brak zależności jedynie w 1 badanym przedsiębiorstwie. Dodatnia korelacja wystąpiła w 3. W pozostałych, czyli 8, zaobserwowano ujemną korelację, w tym w 7 przedsiębiorstwach silną, a tylko w 1 słabą. Świadczy to, że wzrostowi poziomowi zobowiązań handlowych towarzyszy najczęściej zbliżony spadek stopnia finansowania aktywów kapitałami stałymi.

Jedynie w 1 badanym przedsiębiorstwie nie zaobserwowano zależności między poziomem zobowiązań handlowych a wartością wskaźnika 7 struktury kapitału. Oznacza to, że w 11 przedsiębiorstwach zmiana poziomu zobowiązań handlowych łączy się ze zmianą udziału zobowiązań krótkoterminowych w kapi-

tałach obcych. W 4 przedsiębiorstwach zależność jest ujemna, a w 7 dodatnia (w 2 – silna, w 2 znacząca, w 2 – umiarkowana, w 1 – słaba). Wzrost poziomu zobowiązań handlowych oznacza zwykle wzrost udziału zobowiązań krótkoterminowych w kapitałach obcych.

Zbadano zależność między poziomem zobowiązań handlowych a wskaźnikiem 8. Wskaźnik ten obrazuje udział krótkoterminowych zobowiązań oprocentowanych w kapitałach obcych. W 1 przedsiębiorstwie nie wystąpiła zależność. W 6, czyli w połowie badanych, zależność jest ujemna (w 1 – silna, w 3 – znacząca, w 2 – słaba), a w 5 dodatnia (w 1 – silna, w 1 – znacząca, w 3 – słaba). Świadczy to, że częściej wzrost poziomu zobowiązań handlowych wiąże się ze spadkiem udziału krótkoterminowych zobowiązań oprocentowanych w kapitałach obcych niż z jego wzrostem.

Ostatnia zależność jaką zbadano występuje między poziomem zobowiązań handlowych i poziomem wskaźnika 9, który pokazuje stopień finansowania aktywów krótkoterminowych oprocentowanych długiem. Nie zaobserwowano w żadnym z badanych przedsiębiorstw braku zależności. Natomiast była ona różna. W połowie przedsiębiorstw zależność była dodatnia (w 2 – silna, w 1 – znacząca, w 3 – słaba), a w połowie ujemna (w 1 – silna, w 2 – znacząca, w 1 – umiarkowana, w 2 – słaba).

7. Podsumowanie

Przedsiębiorstwa, podejmując decyzję o kształtowaniu struktury kapitału w przedsiębiorstwie i doborze źródeł finansowania, kierują się wieloma czynnikami. Badania wskazują, że na strukturę kapitału ma wpływ zarówno poziom należności handlowych (mierzony udziałem należności handlowych w aktywach ogółem), jak i poziom zobowiązań handlowych (mierzony w analogiczny do należności sposób, czyli udziałem należności handlowych w pasywach ogółem), chociaż nie wszystkie wskaźniki struktury kapitału pokazują tę zależność tak samo.

Z grupy przedstawionych 9 wskaźników struktury kapitału należy wybrać te, w których najlepiej widać istnienie tej zależności. W związku z tym trzeba podzielić wskaźniki struktury kapitału na dwie grupy. Za kryterium takiego podziału przyjęto wartość bezwzględną wskaźnika k , który wyliczono według następującego wzoru:

$$\frac{\sum r^2}{n} = k,$$

gdzie:

r^2 – wartość wskaźnika determinacji w przedziale $\langle 0;1 \rangle$,

n – liczba badanych przedsiębiorstw.

Jeśli wartość k będzie w przedziale $< 0; 0,2$, to będzie to oznaczać, że dany wskaźnik struktury kapitału nie jest przydatny do oceny badanej zależności – czyli zależności między poziomem należności handlowych, mierzonym udziałem należności handlowych w sumie bilansowej, i strukturą kapitału przedsiębiorstwa. Wskaźnik k pokazuje średnią wartość wskaźnika determinacji zmian struktury kapitału, wyrażonej jednym z 9 zastosowanych w badaniu wskaźników struktury kapitału, na skutek zmian poziomu należności handlowych lub poziomu zobowiązań handlowych. Ponieważ wskaźnik determinacji r^2 może przyjmować wartości z przedziału $< 0; 1 >$, to wskaźnik k również może przyjmować wartości z tego przedziału. Im większa jest wartość wskaźnika k , tym wskaźnik można uznać za bardziej przydatny w przedmiotowym badaniu.

Tabela 3. Spełnienie warunku przydatności poszczególnych wskaźników struktury kapitału jako miar struktury kapitału do oceny zależności pomiędzy strukturą kapitału a poziomem należności handlowych w przedsiębiorstwie

Numer wskaźnika struktury kapitału	Sposób liczenia wskaźnika struktury kapitału	Wartość k	Warunek przydatności $k \geq 0,2$
Wskaźnik 1	(Kapitały własne/zobowiązania i rezerwy na zobowiązania) \times 100%	0,34	spełniony
Wskaźnik 2	(Kapitały własne/rezerwy na zobowiązania i zobowiązania długoterminowe) \times 100%	0,34	spełniony
Wskaźnik 3	(Kapitały własne/aktywa) \times 100%	0,38	spełniony
Wskaźnik 4	(Zobowiązania krótkoterminowe/aktywa obrotowe) \times 100%	0,30	spełniony
Wskaźnik 5	[(Zobowiązania plus rezerwy na zobowiązania)/aktywa] \times 100%	0,38	spełniony
Wskaźnik 6	(Kapitały stałe/aktywa) \times 100%	0,49	spełniony
Wskaźnik 7	(Zobowiązania krótkoterminowe/zobowiązania plus rezerwy na zobowiązania) \times 100%	0,33	spełniony
Wskaźnik 8	(Zobowiązania krótkoterminowe oprocentowane/zobowiązania plus rezerwy na zobowiązania) \times 100%	0,32	spełniony
Wskaźnik 9	(Zobowiązania krótkoterminowe oprocentowane/aktywa) \times 100%	0,37	spełniony

Źródło: opracowanie własne.

Posłużono się wartością wskaźnika k dla wszystkich zastosowanych wskaźników struktury kapitału w przypadku badania zależności między poziomem należ-

ności handlowych a strukturą kapitału i przyjęto założenie, że wartość wskaźnika k w przedziale $< 0,2; 1 >$ świadczy o istnieniu zależności pomiędzy badanymi wielkościami, a jednocześnie o przydatności określonego wskaźnika. Zauważono, że wszystkie zastosowane w badaniu wskaźniki struktury kapitału spełniają warunek przydatności (por. tabela 3). Za najbardziej przydatny do badania zależności między poziomem należności handlowych a strukturą kapitału można uznać wskaźnik 6, dla którego k przyjmowało wartość najwyższą, bo 0,49. W następnej kolejności uplasowały się wskaźniki 3 i 5 ($k = 0,38$).

W taki sam sposób można ocenić przydatność poszczególnych zastosowanych w badaniu wskaźników struktury kapitału do oceny zależności między poziomem zobowiązań handlowych a strukturą kapitału w przedsiębiorstwie (por. tabela 4). W przypadku badania przydatności do oceny zależności pomiędzy strukturą kapitału a poziomem zobowiązań handlowych w przedsiębiorstwie poszczególnych wskaźników struktury kapitału jako miar struktury kapitału nie stwierdzono nieprzydatności żadnego z zastosowanych wskaźników.

Tabela 4. Spełnienie warunku przydatności poszczególnych wskaźników struktury kapitału jako miar struktury kapitału do oceny zależności pomiędzy strukturą kapitału a poziomem zobowiązań handlowych w przedsiębiorstwie

Numer wskaźnika struktury kapitału	Sposób liczenia wskaźnika struktury kapitału	Wartość k	Warunek przydatności $k \geq 0,2$
Wskaźnik 1	(Kapitały własne/zobowiązania i rezerwy na zobowiązania) $\times 100\%$	0,38	spełniony
Wskaźnik 2	(Kapitały własne/rezerwy na zobowiązania i zobowiązania długoterminowe) $\times 100\%$	0,22	spełniony
Wskaźnik 3	(Kapitały własne/aktywa) $\times 100\%$	0,4	spełniony
Wskaźnik 4	(Zobowiązania krótkoterminowe/aktywa obrotowe) $\times 100\%$	0,35	spełniony
Wskaźnik 5	[(Zobowiązania plus rezerwy na zobowiązania)/aktywa] $\times 100\%$	0,4	spełniony
Wskaźnik 6	(Kapitały stałe/aktywa) $\times 100\%$	0,65	spełniony
Wskaźnik 7	(Zobowiązania krótkoterminowe/zobowiązania plus rezerwy na zobowiązania) $\times 100\%$	0,4	spełniony
Wskaźnik 8	(Zobowiązania krótkoterminowe oprocentowane/zobowiązania plus rezerwy na zobowiązania) $\times 100\%$	0,44	spełniony
Wskaźnik 9	(Zobowiązania krótkoterminowe oprocentowane/aktywa) $\times 100\%$	0,47	spełniony

Źródło: opracowanie własne.

Jednak wartość k dla poszczególnych zastosowanych wskaźników może sugerować, że najbardziej przydatny do badania zależności między poziomem zobowiązań handlowych a strukturą kapitału jest wskaźnik 6, dla którego k przyjmuje najwyższą wartość (0,65). W następnej kolejności znajdują się wskaźnik 9 z wartością $k = 0,47$ oraz wskaźnik 8 z $k = 0,44$, jak również wskaźnik 3 z wartością $k = 0,4$.

Zaznaczyć musimy, że należałoby jednak powtórzyć badanie na większej grupie przedsiębiorstw, a wnioski o większej przydatności niektórych wskaźników struktury kapitału do badania zależności między poziomem należności handlowych i zobowiązań handlowych a strukturą kapitału przedsiębiorstwa traktować dalej jako hipotezę wymagającą potwierdzenia. Kolejnym krokiem powinno być stworzenie i przetestowanie specjalnie dedykowanych tym zależnościom wskaźników. Zauważyć trzeba, że na strukturę kapitału mają wpływ również inne czynniki, które nie były brane pod uwagę w przeprowadzonych badaniach, a zostały jedynie przedstawione.

Biorąc pod uwagę to, że wśród badanych przedsiębiorstw zaobserwowano istnienie zależności między poziomem należności handlowych i strukturą kapitału przy wykorzystaniu wszystkich wskaźników struktury kapitału, można wnioskować, że chcąc wpływać na strukturę kapitału, można, używając narzędzi zarządzania należnościami handlowymi, wpływać na ich poziom, a przez to pośrednio na strukturę kapitału. Analogicznie należy zauważyć istnienie zależności między poziomem zobowiązań handlowych i strukturą kapitału, przy wykorzystaniu zastosowanych wskaźników struktury kapitału. Wskazuje to, że używając narzędzi zarządzania zobowiązaniami handlowymi można pośrednio wpływać na strukturę kapitału przedsiębiorstwa. Udowodniona została więc teza główna, a więc i cel badań.

Należy jednak dodać, że badania wymagają kontynuacji i pogłębienia. Pomimo wstępnego charakteru, jaki mają wnioski z badań, można stwierdzić, że wyłączenie z kapitałów zobowiązań handlowych skutkuje nie wykorzystywaniem dostępnych narzędzi kształtowania struktury kapitału. Zarządzanie kredytem kupieckim poprzez kształtowanie polityki kredytowania kontrahentów, jak również zarządzanie bieżącymi zobowiązaniami przedsiębiorstwa może prowadzić do osiągnięcia stawianego sobie przez przedsiębiorstwo celu, jakim jest odpowiednia, oczekiwana struktura kapitału.

Za wykorzystywaniem narzędzi zarządzania kredytem kupieckim do kształtowania struktury kapitału w przedsiębiorstwie przemawia również charakter samych zobowiązań handlowych, jak również skutki finansowe udzielania kredytów kupieckich. Kredyt kupiecki nie jest darmowym źródłem finansowania, a dla udzielającego go przedsiębiorstwa wiąże się również z konkretnymi gratyfikacjami

finansowymi ze strony kupujących na kredyt, w postaci możliwości podwyższania ceny sprzedaży.

Jednym z pytań badawczych, jakie postawiono sobie przeprowadzając badania, było ustalenie, czy siła wpływu poziomu zobowiązań handlowych jest większa niż poziom należności handlowych. Wyniki badania, ze względu na małą próbę badawczą, nie pozwalają stwierdzić tego w jednoznaczny sposób, chociaż wartość bezwzględna k była wyższa w przypadku zależności między zobowiązaniami handlowymi a strukturą kapitału niż między należnościami handlowymi a strukturą kapitału. Badania należałoby pogłębić więc w tym kierunku. Wydaje się na podstawie badanej próby, że siła oddziaływania zobowiązań handlowych jest większa, jednak na razie należy uznać to za hipotezę, która dalej wymaga weryfikacji.

8. Bibliografia

1. Bielawska A., Podstawy finansów przedsiębiorstwa, Wydawnictwo Zachodniopomorskiej Szkoły Biznesu, Szczecin 2001.
2. Bień W., Problemy efektywnej sprzedaży na kredyt, w: Zarządzanie majątkiem obrotowym w przedsiębiorstwie. Wybrane problemy, red. J. Grzywacz, SGH, Warszawa 2006.
3. Bień W., Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa, Difin, Warszawa 2002.
4. Błach J., Ewolucja teorii struktury kapitału, „Finanse”, Nr 1(1)2009.
5. Brigham E. F., Podstawy zarządzania finansami, t. 3, PWE, Warszawa 1996.
6. Cwynar A., Cwynar W., Optymalizacja struktury kapitału i kalkulacja kosztu kapitału spółki, w: Finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa. Studia przypadków, red. M. Panfil, Difin, Warszawa 2008.
7. Duliniec A., Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.
8. Folga J., Kredyt kupiecki jako szansa na wzrost konkurencyjności polskich przedsiębiorstw w Unii Europejskiej, w: Polska w strefie euro. Szanse i zagrożenia, red. J. Ostaszewski, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2008.
9. Folga J., Kredyt kupiecki jako źródło kapitału finansujące bieżącą działalność przedsiębiorstw z branż charakteryzujących się sprzedażą sezonową, w: Dylematy kształtowania struktury kapitału w przedsiębiorstwie, red. J. Ostaszewski, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009.
10. Hajduk A., Problemy pomiaru struktury kapitałowej, w: Dylematy kształtowania struktury kapitału w przedsiębiorstwie, red. J. Ostaszewski, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009.
11. Iwin-Garzyńska J., Adamczyk A., Wybrane zagadnienia finansów przedsiębiorstw, PWE, Warszawa 2009.

12. Kłosowska B., Tokarski A., Tokarski M., Chojnacka E., Strategie finansowania działalności przedsiębiorstw, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006.
13. Kowalski S., Rola kapitału w finansowaniu działalności małych i średnich przedsiębiorstw, w: Dylematy kształtowania struktury, red. J. Ostaszewski, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009.
14. Lewandowska L., Niekonwencjonalne formy finansowania przedsiębiorczości, ODiDK, Gdańsk 1999.
15. Michalski G., Płynność finansowa w małych i średnich przedsiębiorstwach, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005.
16. Ostaszewski J., Cicirko T., Kreczmańska-Gigol K., Russel P., Finanse spółki akcyjnej, Difin, Warszawa 2009.
17. Perspektywy rozwoju rynku *private equity* w Polsce w 2009, Krawczyk i wspólnicy Sp. Komandytowa oraz SMG/KRC.
18. Podedworna-Tarnowska D., Faktoring metodą wspierania sprzedaży kredytowej, w: Zarządzanie majątkiem obrotowym w przedsiębiorstwie. Wybrane problemy, red. J. Grzywacz, SGH, Warszawa 2006.
19. Podedworna-Tarnowska D., Faktoring jako instrument wspierający zarządzanie należnościami, w: Finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa, red. M. Panfil, Difin, Warszawa 2008.
20. Rytko P., Zarządzanie kredytem handlowym w małych i średnich przedsiębiorstwach, Difin, Warszawa 2009.
21. Schneck O., Handbuch Alternative Finanzierungsformen, Wiley, Weinheim 2006.
22. Sędzicki W., Kredyt kupiecki, „Prawo Przedsiębiorcy”, Nr 49/2007.
23. Sierpińska M., Jachna T., Metody podejmowania decyzji finansowych. Analiza przykładów i przypadków, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
24. Sierpińska M., Wędzki D., Zarządzanie płynnością finansową przedsiębiorstwa, Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1998.
25. Stabik S. J., Theorie, Praxis und Recht des Forderungsmanagements in multinationalen Konzernen, dissertation.de Verlag im Internet, Berlin 2004.
26. Wawryszuk-Misztal A., Strategie zarządzania kapitałem obrotowym netto w przedsiębiorstwach. Studium empiryczno-teoretyczne, Wydawnictwo UMCS, Lublin 2007.
27. Wyrobek J., Wybrane dylematy kształtowania struktury kapitału w przedsiębiorstwie, w: Dylematy kształtowania struktury kapitału w przedsiębiorstwie, red. J. Ostaszewski, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009.
28. Zawadzka D., Znaczenie ekspansji kredytu handlowego dla polityki monetarnej, w: Finanse 2009 – Teoria i praktyka. Finanse przedsiębiorstw, „Zeszyty Naukowe”, Nr 549, „Ekonomiczne Problemy Usług”, Nr 39, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2009.

Kamil Liberadzki
Kolegium Zarządzania i Finansów
Marcin Liberadzki
Kolegium Zarządzania i Finansów

Zasady kalkulacji i zawiązywania rezerwy na pokrycie ryzyka zmian kursu złotego do walut obcych w Narodowym Banku Polskim

1. Wprowadzenie

W pierwszym kwartale 2010 roku w Polsce rozgorzał spór pomiędzy Zarządem Narodowego Banku Polskiego a Radą Polityki Pieniężnej, dotyczący sposobu naliczania zysku Narodowego Banku Polskiego, szczególnie w kontekście zasad kalkulacji i zawiązywania rezerw na ryzyko zmiany kursu walutowego. W tej sprawie Zarząd zwrócił się z prośbą o wyrażenie opinii do Europejskiego Banku Centralnego. Kwestia jest istotna, gdyż na wynik finansowy banku centralnego, a co za tym idzie wypłaty do budżetu państwa, różnice z wyceny kursowej aktywów, zobowiązań i instrumentów pozabilansowych w walutach obcych, a także utworzenie rezerwy na pokrycie ryzyka zmian kursu złotego do walut obcych, mają bardzo duży wpływ.

Celem niniejszego artykułu jest prezentacja zasad naliczania i zawiązywania rezerw stosowanych przez EBC, które stosuje Narodowy Bank Polski. Przedstawiono także postulaty uściślenia sposobu uwzględniania przychodów niezrealizowanych w aspekcie kalkulacji wartości rezerwy. Odniesiono się również do kwestii opiniowania uchwał Rady Polityki Pieniężnej przez EBC w rzeczonyj sprawie.

2. Podstawa prawna wydawania opinii przez EBC

W myśl art. 127 ust. 4. Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (Dz.U. 2004.90.864/2) Europejski Bank Centralny jest konsultowany:

- w sprawie każdego projektowanego aktu Unii w dziedzinach podlegających jego kompetencji,
- przez władze krajowe w sprawie każdego projektu regulacji w dziedzinach podlegających jego kompetencji, ale w granicach i na warunkach określonych przez Radę Unii Europejskiej.

Wspomniane granice i warunki konsultacji określa Decyzja Rady Unii Europejskiej z dnia 29 czerwca 1998 r. w sprawie konsultacji Europejskiego Banku

Centralnego, udzielanych władzom krajowym w sprawie projektów przepisów prawnych (98/415/WE). W rozumieniu Decyzji *projekt przepisu prawnego* oznacza wszelkie przepisy, które, z chwilą kiedy stają się prawnie wiążące i powszechnie stosowane na terytorium Państwa Członkowskiego, ustalają zasady **odnoszące się do nieograniczonej liczby przypadków i są adresowane do nieograniczonej liczby osób fizycznych i prawnych** (art. 1 ust. 1). Władze nieuczestniczących Państw Członkowskich muszą zasięgać opinii EBC w sprawie projektów przepisów prawnych regulujących instrumenty polityki pieniężnej (punkt 4 preambuły).

Jednak art. 2 ust. 1 Decyzji rozciąga obowiązek zasięgnięcia przez Władze Państw Członkowskich (w tym, jak należy rozumieć, także nieuczestniczących, tj. tych które nie przyjęły jednej waluty) opinii EBC w sprawie każdego projektu przepisu prawnego w dziedzinach podlegających jego kompetencji, zgodnie z Traktatem, szczególnie odnośnie do:

- spraw walutowych,
- środków płatności,
- krajowych banków centralnych,
- gromadzenia, tworzenia i upowszechniania systemów walutowych, finansowych, bankowych, płatności oraz statystyk bilansów płatniczych,
- systemów płatności i rozliczeń,
- zasad mających zastosowanie do instytucji finansowych w zakresie, w jakim wywierają istotny wpływ na stabilność instytucji finansowych i rynków.

Nadmienić warto, że art. 1 ust. 1 Decyzji przyjmuje, że *uczestniczące Państwo Członkowskie* oznacza Państwo Członkowskie, które zgodnie z Traktatem przyjęło jedną walutę. Dlatego należy uznać, że zbiór „Państwa Członkowskie” obejmuje państwa uczestniczące oraz te które nie przyjęły wspólnej waluty.

Dalej ust. 2 tego artykułu poniekąd potwierdza linię nakreśloną we wspomnianym wyżej punkcie 4 preambuły następującymi słowami: *Ponadto władze Państw Członkowskich, innych niż uczestniczących Państw Członkowskich, zasięgają opinii EBC w sprawie każdego projektu przepisu prawnego w sprawie instrumentów polityki pieniężnej.*

3. Zasady rachunkowości EBC

3.1. Podział zysku według standardów EBC

Zgodnie z art. 67 ustawy o NBP zasady rachunkowości NBP powinny odpowiadać standardom stosowanym w Europejskim Systemie Banków Centralnych. Warto więc przyjrzeć się, jakie zasady rachunkowości i sprawozdawczości finansowej stosuje EBC.

Podział wyniku finansowego netto EBC określa art. 33 Protokołu w sprawie Statutu Europejskiego Systemu Banków Centralnych i Europejskiego Banku Centralnego, dołączonego do Traktatu o Unii Europejskiej i do Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (Dz.U. 2004.90.864/2). Z protokołu wynika, że zysk netto EBC jest przekazywany w następującym porządku (ust. 1 art. 33):

- suma określona przez Radę Prezesów, która nie może przekroczyć 20% zysku netto, jest przekazywana do ogólnego funduszu rezerwowego ograniczonego do 100% kapitału (odpowiednik funduszu rezerwowego z art. 62 ust. 2 ustawy o NBP),
- pozostały zysk netto zostaje podzielony między akcjonariuszy EBC proporcjonalnie do ich wpłaconych udziałów.

W przypadku strat poniesionych przez EBC deficyt może być potrącony z ogólnego funduszu rezerwowego EBC i, jeżeli będzie to konieczne, po podjęciu decyzji przez Radę Prezesów, z dochodów pieniężnych odpowiedniego finansowego roku obrachunkowego proporcjonalnie i do wysokości sum podzielonych pomiędzy krajowe banki centralne (ust. 2 art. 33).

Obok ogólnego funduszu rezerwowego funkcjonuje w bilansie EBC utworzona przez Radę Prezesów 31 grudnia 2005 roku rezerwa celowa na ryzyko walutowe, ryzyko stopy procentowej, ryzyko kredytowe i ryzyko ceny złota. Obejmuje kwoty odłożone przed wyliczeniem kwot rachunku zysków i strat. W założeniu ma służyć na wyrównanie przyszłych zrealizowanych i niezrealizowanych strat, w szczególności strat z tytułu przeszacowania nieujętych w rachunku rewaluacyjnym. Jak zaznacza EBC: *Poziom i zasadność dalszego utrzymywania tej rezerwy podlega corocznej weryfikacji na podstawie dokonywanej przez EBC oceny stopnia narażenia na wymienione rodzaje ryzyka. W ocenie tej uwzględnia się wiele czynników, w tym zasób aktywów obciążonych ryzykiem, stopień urzeczywistnienia ryzyka w bieżącym roku finansowym, przewidywane wyniki na nadchodzący rok oraz ocenę ryzyka uwzględniającą wyliczoną wartość zagrożoną (VaR) dla aktywów obciążonych ryzykiem, która jest stosowana konsekwentnie w kolejnych okresach¹.*

Rezerwa celowa wraz z ogólnym funduszem rezerwowym nie mogą przewyższać kapitału EBC wpłaconego przez krajowe banki centralne krajów strefy euro. W 2006 roku utworzenie rezerwy celowej w kwocie 1379 mln euro spowodowało obniżenie zysku netto do zera. Również w 2007 roku cały zysk został skonsurowany przez rezerwę celową utworzoną w kwocie 286 mln euro. W związku z tym, podobnie jak w latach 2005 i 2006, nie dokonano wypłat z zysku na rzecz udziałowców ani zwiększenia ogólnego funduszu rezerwowego. Nie wystąpiła również konieczność pokrycia straty.

¹ EBC, Roczne sprawozdanie finansowe 2009, Frankfurt 2009, s. 26.

Rezerwa celowa na ryzyko walutowe, ryzyko stopy procentowej, ryzyko kredytowe i ryzyko ceny złota 31 grudnia 2008 roku wyniosła 4015 mln euro, zrównując się z kapitałem wpłaconym do EBC przez krajowe banki centralne strefy euro. Zysk netto wyniósł 1322 mln euro.

W 2009 roku, po uruchomieniu programu skupu obligacji zabezpieczonych Rada Prezesów zdecydowała o objęciu rezerwą celową również ryzyka kredytowego. W 2009 roku wartość rezerwy celowej wzrosła do 4020 mln euro, co odpowiada wysokości kapitału EBC opłaconego przez krajowe banki centralne strefy euro 31 grudnia 2009 roku. Rada Prezesów postanowiła, podobnie jak w 2008 roku, nie zwiększać ogólnego funduszu rezerwowego i rozdzielić zysk za 2009 rok w kwocie 2253 mln euro pomiędzy banki centralne krajów strefy euro.

3.2. Zasady księgowania dochodów. Rachunek rewaluacyjny

W kontekście wytycznych EBC z 10 listopada 2006 roku w sprawie ram prawnych rachunkowości i sprawozdawczości finansowej w Europejskim Systemie Banków Centralnych (EBC/2006/16) (2006/887/WE) (art. 7):

- **niezrealizowane zyski nie ujmuje się jako dochody w rachunku zysków i strat, lecz księgowane są bezpośrednio na rachunku rewaluacyjnym,**
- **niezrealizowane straty są uwzględniane w rachunku zysków i strat na koniec roku pod warunkiem, że przekraczają one uprzednie zyski rewaluacyjne, zaksięgowane na odpowiednim rachunku rewaluacyjnym,**
- niezrealizowane straty zaksięgowane w rachunku zysków i strat nie są korygowane w kolejnych latach o nowe niezrealizowane zyski,
- **nie dokonuje się saldowania niezrealizowanych strat z tytułu danego papieru wartościowego, waluty czy złota z niezrealizowanymi zyskami z tytułu innych papierów wartościowych, walut lub złota.** Przeszacowanie instrumentów walutowych jest **dokonywane kwartalnie, po kursach i cenach rynkowych.** Nie uniemożliwia to podmiotom sprawozdawczym dokonywania przeszacowania portfeli z większą częstotliwością na potrzeby wewnętrznych pod warunkiem, że w ciągu kwartału będą one wykazywać pozycje w swoich bilansach jedynie po cenie transakcji. **W odniesieniu do walut obcych przeszacowania dokonuje się na zasadzie waluta do waluty,** zarówno dla transakcji bilansowych, jak i pozabilansowych.

Jeżeli chodzi o ujmowanie kosztów transakcji to do walut obcych stosuje się następujące zasady (art. 12 wytycznych z 10 listopada 2006 r.):

- stosuje się codziennie metodę kosztu średniego w celu wyliczenia kosztów nabycia pozycji sprzedanych, przy uwzględnieniu wpływu zmian kursu,
- średni kurs nabycia aktywów podlega zmniejszeniu o niezrealizowane straty przeniesione do rachunku zysków i strat na koniec roku,
- transakcje w walutach obcych, nie powodujące zmian stanu posiadania tych walut, są przeliczane na euro po kursie obowiązującym w dniu transakcji lub rozliczenia; nie ma to wpływu na koszt nabycia pozycji walutowej;
- transakcje w walutach obcych powodujące zmianę stanu posiadania tych walut są przeliczane na euro po kursie obowiązującym w dniu transakcji,
- w przypadku pozycji długiej dzienne wpływy netto walut dodawane są (przy uwzględnieniu średniego kosztu dziennego wpływu każdej z walut) do stanu posiadania z poprzedniego dnia, przez co uzyskuje się nowy średni ważony kurs. W przypadku odpływu netto wyliczenia zrealizowanych zysków lub strat opierają się na średnim koszcie posiadanych zasobów danej waluty w dniu poprzednim, przez co koszt średni pozostaje niezmienny. Różnice średniego kursu pomiędzy wpływami i odpływami z danego dnia mają również wpływ na zrealizowane zyski lub straty. W przypadku pasywnej sytuacji w odniesieniu do pozycji walutowej stosuje się metodę odwrotną do powyżej opisanej. Na średni koszt pozycji pasywnej wpływa zatem odpływ netto, natomiast wpływ netto zmniejsza wartość pozycji w zależności od obowiązującego średniego ważonego kursu i wpływa na zrealizowane zyski lub straty.

Tabela 1. Układ i zasady wyceny kapitału i rezerw w bilansie EBC

Pozycja bilansu	Klasyfikacja składników pozycji bilansu	Zasada wyceny	31 XII 2009 r. (EUR)
Rezerwy celowe	Na ryzyko walutowe, ryzyko stopy procentowej, ryzyko kredytowe i ryzyko ceny złota oraz rezerwy utworzone na inne cele, np. przewidywane przyszłe wydatki i wpłaty zgodnie art. 49 ust. 2 Statutu dotyczące banków centralnych państw członkowskich, dla których uchylono derogację	Koszt/wartość nominalna	4 042 873 982
	Na poczet ryzyka kontrahenta związanego z operacjami polityki pieniężnej	Wartość nominalna	

cd. tabeli 1

Pozycja bilansu	Klasyfikacja składników pozycji bilansu	Zasada wyceny	31 XII 2009 r. (EUR)
Rachunki rewaluacyjne	Rachunki rewaluacyjne związane ze zmianami cen na złoto, każdy rodzaj papierów wartościowych wyrażonych w euro, każdy rodzaj papierów wartościowych wyrażonych w walutach obcych, opcje; różnice wyceny rynkowej odnoszące się do ryzyka stopy procentowej instrumentów pochodnych; rachunki rewaluacyjne związane ze zmianami kursów walutowych dla każdej pozycji walutowej netto, w tym walutowych transakcji terminowych, swapów walutowych i SDR	Różnica z przeszacowania pomiędzy kosztem średnim a wartością rynkową, waluty obce przeliczane po rynkowym kursie walutowym	10 915 251 958
	Specjalne rachunki rewaluacyjne wynikające z wpłat zgodnie z art. 49 ust. 2 Statutu dotyczące banków centralnych państw członkowskich, dla których uchylono derogację – zob. art. 11 ust. 2 Roczne sprawozdania finansowe Europejskiego Banku Centralnego (EBC/2006/17) (2006/888/WE)		
Kapitał i rezerwy			
1. Kapitał	Kapitał wpłacony	Wartość nominalna	4 142 260 189
2. Rezerwy	Rezerwy statutowe zgodnie z art. 33 Statutu i wpłaty zgodnie z art. 49 ust. 2 Statutu dotyczące banków centralnych państw członkowskich, dla których uchylono derogację	Wartość nominalna	–
Zysk za dany rok		Wartość nominalna	2 253 186 104

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Załącznik I do Decyzji Europejskiego Banku Centralnego z dnia 10 listopada 2006 r. w sprawie rocznego sprawozdania finansowego Europejskiego Banku Centralnego (EBC/2006/17) (2006/888/WE); EBC, Roczne sprawozdanie finansowe.

Nadmienić należy, że zgodnie z artykułem 13 wytycznych EBC przy obliczaniu średniego kosztu nabycia oraz zysków i strat z transakcji walutowych w pozycjach walutowych netto uwzględnia się walutowe transakcje terminowe, terminowe części swapów walutowych oraz inne instrumenty walutowe polegające na zamianie jednej waluty na inną w przyszłości. Tabela 1 w sposób syntetyczny

ujmuje omawiane kategorie bilansowe, zasady ich wyceny oraz ich stan na ostatni dzień grudnia 2009 roku.

4. Zasady księgowania dochodów – rachunek rewaluacyjny i tworzenie rezerwy na pokrycie ryzyka zmian kursu złotego do walut obcych w Narodowym Banku Polskim

Zgodnie z prawem, przyjętymi zwyczajami i zobowiązaniami zasady rachunkowości NBP powinny odpowiadać standardom stosowanym w Europejskim Systemie Banków Centralnych (por. art. 67 Ustawy o NBP oraz § 1 p. 2 Uchwały Nr 14/2009 Rady Polityki Pieniężnej z dnia 15 grudnia 2009 r.).

Ponadto w kwestii naliczania rezerw obowiązują zasady ustalone przez RPP w następujących uchwałach: Uchwała Nr 9/2006 Rady Polityki Pieniężnej z dnia 19 grudnia 2006 r. w sprawie zasad tworzenia i rozwiązywania rezerwy na pokrycie ryzyka zmian kursu złotego do walut obcych w Narodowym Banku Polskim; Uchwała Nr 14/2009 Rady Polityki Pieniężnej z dnia 15 grudnia 2009 r. zmieniająca uchwałę w sprawie zasad rachunkowości, układu aktywów i pasywów bilansu oraz rachunku zysków i strat Narodowego Banku Polskiego; Uchwała Nr 1/2010 Rady Polityki Pieniężnej z dnia 30 marca 2010 r. zmieniająca uchwałę w sprawie zasad rachunkowości, układu aktywów i pasywów bilansu oraz rachunku zysków i strat Narodowego Banku Polskiego; Uchwała Nr 2/2010 Rady Polityki Pieniężnej z dnia 20 kwietnia 2010 r. zmieniająca uchwałę w sprawie zasad tworzenia i rozwiązywania rezerwy na pokrycie ryzyka zmian kursu złotego do walut obcych w Narodowym Banku Polskim.

Regulacje polskie odpowiadają w swej istocie wytycznym EBC. Wpływ różnic z wyceny kursowej na wynik finansowy jest asymetryczny: koszty niezrealizowane (ujemne różnice z wyceny) wpływają na pogorszenie wyniku finansowego NBP, zaś przychody niezrealizowane (dodatnie różnice z wyceny), które nie wpływają na wynik finansowy NBP.

Korzystne (z punktu widzenia wyceny) zmiany kursowe nie poprawiają wyniku, natomiast niekorzystne pogarszają wynik finansowy NBP. Kolejną konsekwencją przyjęcia zasad „ostrożnej wyceny” zgodnie z wytycznymi EBC jest brak możliwości kompensacji kosztów niezrealizowanych na jednej walucie przychodami niezrealizowanymi w innej walucie.

Dla przykładu: rozważmy wartość zasobu waluty EUR wynoszącą 1 mld zł oraz 12 mln zł na dolarze australijskim AUD (obie przeliczone według średniego kursu nabycia zasobu). Niech kurs EUR/PLN wzrośnie o 5% (wzrost wartości EUR w stosunku do PLN) i obniży się kurs AUD/PLN o 5% (w stosunku do średniego kosztu nabycia zasobu). Rezultatem jest strata na koniec roku: 0,6 mln zł

(od pozycji w AUD) i przychody niezrealizowane (50 mln zł na pozycji w EUR). Przychody niezrealizowane jednak nie są uwzględniane w rachunku wyników – **per saldo bank odnotuje stratę 0,6 mln zł na portfelu walut!**

Zasady tworzenia rezerwy na pokrycie ryzyka zmian kursu złotego do walut obcych nie w pełni pokrywają się z wytycznymi EBC, a ponadto są uregulowane mało precyzyjnie. Przypomnijmy: w systemie EBC w bilansie funkcjonuje ogólny fundusz rezerwowy oraz rezerwa celowa na ryzyko walutowe, ryzyko stopy procentowej, ryzyko kredytowe i ryzyko ceny złota. Odpowiednikiem tej rezerwy celowej jest polska rezerwa na pokrycie ryzyka zmian kursu walutowego. Obie rezerwy są zawiązywane przez zarząd banku, pomniejszając zysk banku. Jednakże w systemie EBC istnieje górne ograniczenie wartości tej rezerwy: suma kwot funduszu rezerwowego oraz rezerwy celowej nie może być większa niż wartość kapitału EBC wpłaconego przez krajowe banki centralne krajów strefy euro (około 4 mld EUR).

W NBP odpowiednikiem kapitału EBC jest fundusz statutowy, zaś ogólnemu funduszowi rezerwowemu odpowiada fundusz rezerwowy NBP (art. 60 i 62 Ustawy o NBP). Skoro fundusz statutowy NBP wynosi 1,5 mld zł (art. 61 Ustawy o NBP), to gdyby odpowiednio zastosować zasady stosowane w przypadku EBC, maksymalna kwota rezerwy celowej mogłaby w NBP wynieść 1,5 mld zł, i to przy założeniu, że wartość funduszu rezerwowego wyniosłaby zero (co może mieć miejsce w przypadku zaabsorbowania strat z poprzedniego okresu bilansowego).

Tymczasem w przypadku NBP jedynymi mechanizmami ustalającym „sufit” dla wartości rezerwy celowej są: zakaz spowodowania przez zawiązanie rezerwy ujemnego wyniku finansowego banku w roku bieżącym (§ 2 p. 2 Uchwały Nr 9/2006 RPP), aspekty techniczne szacowania kwoty rezerwy – rozumiane jako modele ryzyka i dane wsadowe (np. wielkość zasobów walut obcych).

Dodatkowo, zgodnie z uchwałą RPP z grudnia 2006 roku, przy oszacowaniu kwoty rezerwy uwzględnia się m.in. przychody niezrealizowane, powstałe w wyniku zmian kursu złotego do walut obcych. Chodzi tutaj zapewne o pomniejszenie kwoty rezerwy celowej, uchwała nie precyzuje jednak, w jaki sposób te przychody są uwzględniane. Dopiero zmiana wprowadzona uchwałami RPP z marca i kwietnia 2010 roku doprecyzowuje sposób pomniejszenia rezerwy celowej: poprzez odjęcie przychodów niezrealizowanych.

5. Zarys metodologii VaR

Kluczowym narzędziem do ustalenia wartości rezerwy celowej na pokrycie ryzyka zmian kursu złotego do walut obcych jest model Value at Risk, jako przykład *ogólnie akceptowanej i stosowanej konsekwentnie metody szacowania ryzyka finansowego, oraz uwzględniającej wielkość zasobów walut obcych obciążonych ryzykiem*

zmian kursu złotego do walut obcych – zgodnie z wymogami sformułowanymi w § 1 p. 2 a) i b) Uchwały Nr 9/2006 RPP.

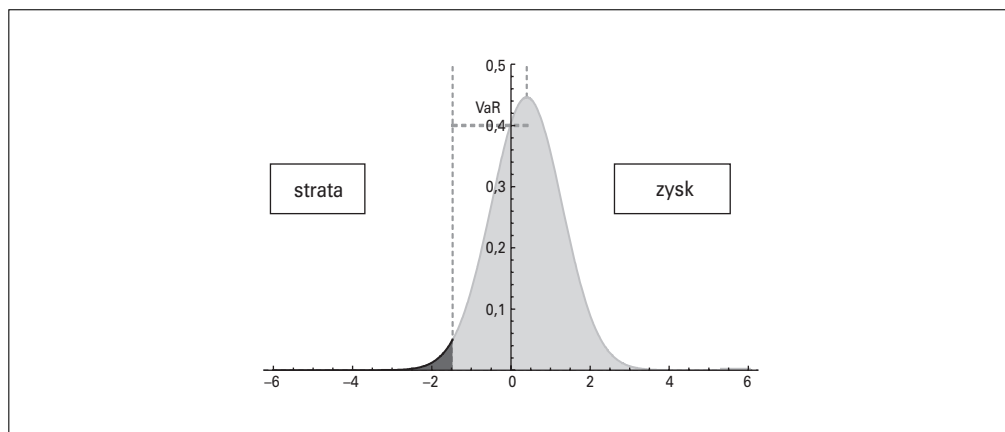
5.1. VaR – definicja

Value at Risk (VaR – wartość zagrożona ryzykiem) to maksymalna strata, jaką można ponieść na portfelu inwestycji (sumę zasobów walut obcych obarczonych ryzykiem zmian kursu złotego do walut obcych nazywać będziemy tu portfelem walut) przy zadanym poziomie ufności α , w określonym horyzoncie czasu T . Niech X będzie zmienną losową, za pomocą której modeluje się stratę instytucji finansowej na portfelu walut. Jeśli X ma rozkład ciągły i dystrybuanta jest ściśle rosnąca (np. rozkład normalny), to $VaR_\alpha(X)$ można określić następująco²:

$$P(X \leq VaR_\alpha(X)) = \alpha. \quad (1)$$

VaR jest kwantylem rozkładu prawdopodobieństwa. Odpowiada na pytanie: ile można stracić? (zob. rysunek 1). Na jej podstawie można szacować wysokość koniecznych do zawiązywania rezerw na zabezpieczenie inwestycji. Obecnie jest standardową miarą, za pomocą której kwantyfikuje się ryzyko rynkowe w finansach, zarówno w instytucjach finansowych, jak też w bankach centralnych i organach nadzorujących³.

Rysunek 1. Ilustracja VaR



Stopa zwrotu inwestycji (wyskalowana liczbą odchyłeń standardowych – oś pozioma) ma rozkład normalny, wartość oczekiwana to 0,4; wariancja 0,8; przedział ufności 95%.

Źródło: opracowanie własne z wykorzystaniem kodu Mathematica.

² P. Jaworski, J. Micał, Modelowanie matematyczne w finansach i ubezpieczeniach, Poltext., Warszawa 2005, s. 301.

³ M. Doman, R. Doman, Modelowanie zmienności i ryzyka, Oficyna Wolters Kluwer Business, Kraków 2009, s. 9.

VaR jako „system radarowy” wykrywania ryzyka został wymyślony w banku JP Morgan w latach 90. XX wieku, po czym metodologia została udostępniona innym bankom i opublikowana. Szybko stała się standardem w bankowości komercyjnej. Znajduje to odbicie w dyrektywach Bazylejskiego Komitetu Nadzoru Finansowego (*Basel Committee on Banking Supervision*), który w dokumencie zwanym potocznie *Basel II*⁴ określił ilościowe wymogi dotyczące kalkulacji VaR przez banki komercyjne i instytucje finansowe.

5.2. Kalkulacja VaR dla portfela walut

Procedurę kalkulacji VaR można ująć w czterech etapach (procedura tak została opisana w „instrukcji obsługi” VaR jaką jest: JP Morgan/Risk Metrics⁵):

Etap 1. Określenie obecnej wartości rynkowej (*marked-to-market*) portfela walut, wyrażenie jej w walucie krajowej. Osiąga się to poprzez przemnożenie wartości waluty przez rynkowy kurs walutowy.

Etap 2. Określenie oczekiwanej stopy zwrotu portfela (procentowej zmiany wartości portfela walut) w założonym horyzoncie czasu⁶ ($E(R_p)$).

Etap 3. Określenie zmienności stóp zwrotu z waluty, rozkładu prawdopodobieństwa oraz poziomu istotności.

Etap 4. Wyznaczenie VaR.

Wartość portfela walut jest sumą pozycji w poszczególnych walutach. Oczekiwana stopa zwrotu $E(R_p)$ portfela jest średnią ważoną stóp zwrotu poszczególnych walut wchodzących w skład portfela. W praktyce, dla jednodniowych VaR często przyjmuje się wartość oczekiwanej stopy zwrotu równej 0, zważywszy na jej niewielkie dzienne wartości.

Zmienność stopy zwrotu mierzy się wariancją oraz odchyleniem standardowym stóp zwrotu. Zmienność można oszacować na podstawie szeregu czasowego historycznych stóp zwrotu. Taką zmienność nazywa się zmiennością historyczną. Zmienność można wyznaczyć również poprzez odwracanie wzorów na wycenę instrumentów finansowych zależnych od zmienności (zmienność implikowana) albo może być ona bezpośrednio kwotowana (zmienność rynkowa). Aby osiągnąć większą precyzję w prognozowaniu zmienności, uwzględnia się zmiany wariancji

⁴ Chodzi tu o dokument International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework z 2005 roku, który jest nową wersją poprawki do tzw. Bazylejskiej Umowy Kapitałowej. Zob. także M. Doman, R. Doman, Modelowanie..., *op. cit.*, s. 197.

⁵ JP Morgan/Reuters, Risk Metrics, Technical Document, Fourth Edition, New York, December 17 1996, s. 8.

⁶ Arytmetyczna stopa zwrotu (R_t) wynikająca ze zmiany kursu walutowego (P) w okresie $t - 1$; t definiowana jest następująco: $R_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$. Stosuje się często równoważną jej stopę procentową w kapitalizacji ciągłej $r_t = \ln(1 + R_t)$.

(heteroskedastyczność) oraz to, że okresy wysokiej zmienności przeplatane są okresami niskiej zmienności. Wskazuje to na istnienie zależności zmienności bieżącej od zmienności historycznej (istnienie autoregresji). Za bardziej precyzyjne modele uważa się wobec tego modele klasy GARCH (uogólnionej autoregresyjnej warunkowej heteroskedastyczności⁷). Stosowanie takich modeli w praktyce może oznaczać zwiększenie wariancji ponad średni poziom, jeżeli w ostatnim okresie zaobserwowano wzrost zmienności na rynku.

W przypadku portfeli składających się z N walut zmienność zależy od udziału poszczególnych walut w portfelu, zmienności każdej z walut osobno oraz korelacji stóp zwrotu w sposób następujący:

$$\sigma_p^2 = \sum_{i=1}^N w_i^2 \sigma_i^2 + \sum_{i=1}^N \sum_{\substack{j=1 \\ i \neq j}}^N w_i w_j \text{cov}(R_i, R_j), \quad (2)$$

gdzie

w_i – udział i -tego elementu w wartości całego portfela,

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

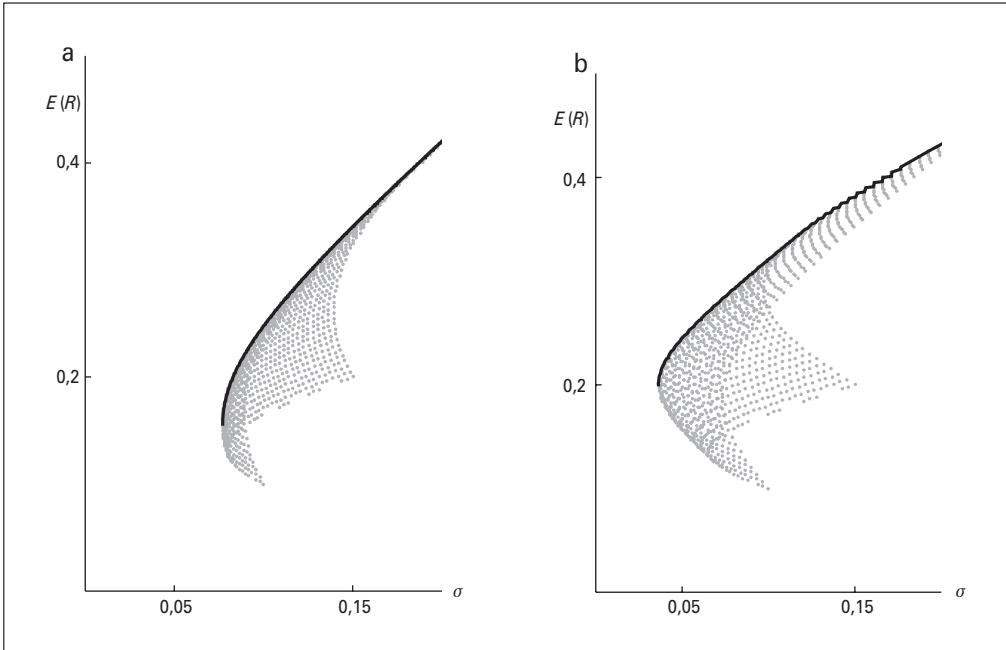
σ_i – odchylenie standardowe stóp zwrotu waluty i .

Efekt redukcji ryzyka na drodze dywersyfikacji portfela jest kluczowy dla dalszych propozycji dotyczących uwzględniania przychodów niezrealizowanych w kalkulacji zysku banku centralnego. Warto zilustrować go przykładem: rozważmy portfele 3 walut (każda oznaczona numerycznie), oczekiwana (prognozowana) stopa zwrotu każdej waluty w portfelu wynosi: $E(R_1) = 0,2$; $E(R_2) = 0,1$; $E(R_3) = 0,45$. Ryzyko poszczególnych walut (odchylenie standardowe stóp zwrotu) wynosi: $\sigma_1 = 0,15$; $\sigma_2 = 0,1$; $\sigma_3 = 0,22$. W przypadku pierwszym (portfel słabiej zdywersyfikowany) założymy, że wartość współczynników korelacji pomiędzy i -tą a j -tą walutą (ρ_{ij}) kształtuje się następująco: $\rho_{1,2} = -0,1$; $\rho_{1,3} = 0,3$; $\rho_{2,3} = -0,06$. W przypadku drugim (portfel lepiej zdywersyfikowany) korelacje wynoszą: $\rho_{1,2} = \rho_{1,3} = \rho_{2,3} = -0,4$.

Na rysunku 2 zamieszczono profil zysk/ryzyko wszystkich możliwych portfeli złożonych z trzech rozważanych walut (bez uwzględniania możliwości pożyczek w poszczególnych walutach). Wnioski są następujące: lepsza dywersyfikacja portfela powoduje, że ryzyko jego ulega znacznej redukcji. Przykłady 1 i 2 ilustrują zmniejszenie ryzyka (czyli VaR) w wyniku inwestycji w portfel walut w odniesieniu do inwestycji w pojedynczą walutę,

⁷ C. Buttler, Tajniki Value at Risk, Wydawnictwo K.E. Liber s.c., Warszawa 2001, s. 214.

Rysunek 2. Kształtowanie się zysku ($E(R)$) i ryzyka (σ) dla portfeli 3-elementowych (elementy portfela oznaczone numerycznie). Portfel słabiej zdywersyfikowany – korelacje: $\rho_{1,2} = -0,1$; $\rho_{1,3} = 0,3$; $\rho_{2,3} = -0,06$ (rysunek a). Portfel lepiej zdywersyfikowany – korelacje: $\rho_{1,2} = \rho_{1,3} = \rho_{2,3} = -0,4$ (rysunek b)



Profil zysk/ryzyko dla wszystkich możliwych portfeli 3-elementowych (bez pożyczek), ryzyko portfela: oś pozioma, zysk portfela: oś pionowa. Czarnym kolorem zaznaczono najbardziej efektywne portfele (tzw. granica efektywna).

Źródło: opracowanie własne z wykorzystaniem kodu Mathematica.

Przykład 1

Narodowy Bank Polski posiada 100 mln EUR, skalkulujemy n -dniowy VaR.

Etap 1. Przyjmijmy kurs EUR/PLN = 4. Wartość rynkowa inwestycji wynosi zatem 400 mln PLN.

Etap 2. Dla uproszczenia obliczeń przyjmijmy, że wartość oczekiwana n -dniowej stopy zwrotu wynosi 0% (dla stosunkowo małych wartości n , można tak przyjąć).

Etap 3. Przyjmijmy poziom istotności $(1 - \alpha)$ równy 0,01 (taką wartość przyjmuje się często w bankowości⁸) oraz założmy, że stopy zwrotu logarytmiczne

⁸ Por. Załącznik Nr 19 do uchwały Nr 1/2007 Komisji Nadzoru Bankowego z dnia 13 marca 2007 r., część II, § 5, p. 1.

(w kapitalizacji ciągłej)⁹ mają rozkład normalny. Określamy zmienność EUR na poziomie $\sigma_1 = 0,01$.

Etap 4. Z teorii rozkładu normalnego wynika, że z prawdopodobieństwem 99% w następnych n dniach roboczych stopa zwrotu nie będzie niższa niż $-2,33 \times \sigma_1 = -0,0233$.

W związku z powyższym: $VaR = 400 \text{ mln} - 400 \text{ mln} \times e^{-0,0233} = 9,21 \text{ mln PLN}$.

W najbliższych n dniach roboczych, z prawdopodobieństwem 99%, maksymalna strata na portfelu walut (n -dniowy VaR) wyniesie 9,21 mln PLN.

Przykład 2

Narodowy Bank Polski posiada 50 mln EUR, 22 mln GBP oraz 30 mln USD. Skalkulujemy n -dniowy VaR.

Etap 1. Jeżeli kurs EUR/PLN = 4, GBP/PLN = 5; USD/PLN = 3 to wartość rynkowa portfela wynosi 400 mln PLN.

Etap 2. Dla uproszczenia obliczeń przyjmijmy, że dla każdej waluty wartość oczekiwana n -dniowej stopy zwrotu wynosi 0%.

Etap 3. Określamy zmienność kursu EUR (1), GPB (2), USD (3) odpowiednio: $\sigma_1 = 0,01$, $\sigma_2 = 0,02$, $\sigma_3 = 0,015$.

Przyjmijmy następujące korelacje pomiędzy parami walut: $\rho_{1,2} = -0,1$; $\rho_{1,3} = 0,3$; $\rho_{2,3} = -0,06$.

Korzystając z równania (1) otrzymujemy ryzyko portfela: $\sigma_p = 0,831\% = 0,00831$.

Etap 4. $VaR = 400 \text{ mln} - 400 \text{ mln} \times e^{-2,33 \times 0,00831} = 7,67 \text{ mln PLN}$.

VaR w przykładzie 2 zmalał w porównaniu z poprzednim przykładem (z poziomu 9,2 mln PLN do 7,7 mln PLN !), mimo że wartość zaangażowania BC w waluty się nie zmieniła (400 mln PLN), a w portfelu dodatkowo uwzględniono waluty bardziej zmienne niż EUR (każda z nich ma VaR większy niż EUR)!

Przyczyną opisywanej w przykładzie 1 i przykładzie 2 redukcji ryzyka jest dywersyfikacja portfela walut, a ściślej rzecz ujmując, dobór do portfela różnych walut, których korelacja stóp zwrotu jest mniejsza niż 1.

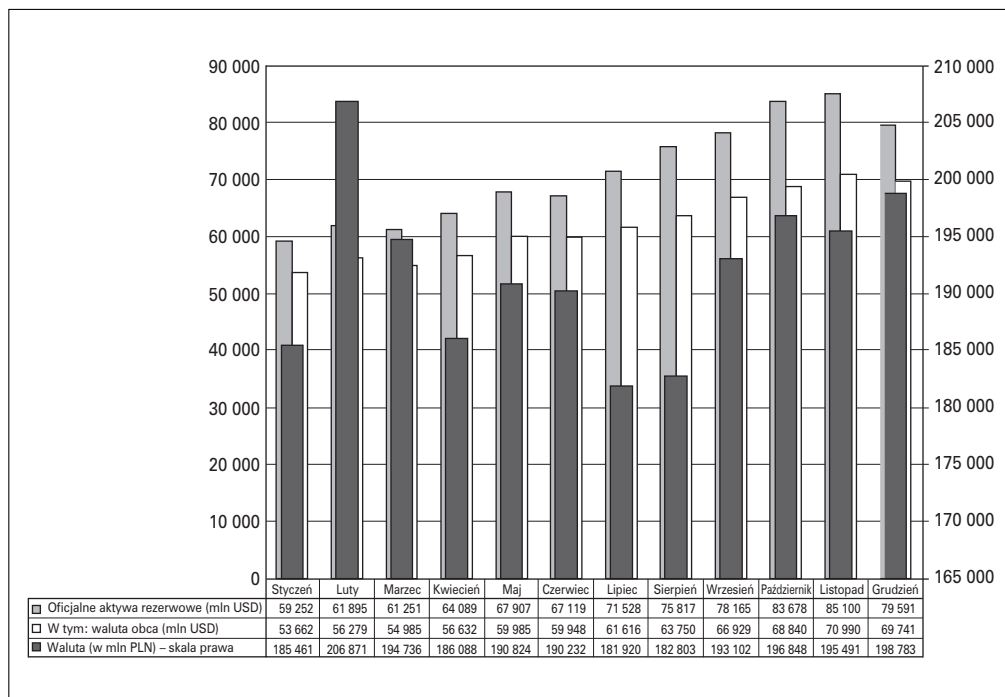
Z powyższych rozważań można wnioskować, że im lepiej zdywersyfikowany portfel walut (tzn. im silniej ujemnie skorelowane są aktywa), tym możliwa jest większa redukcja ryzyka i tym samym VaR. Oznacza to, że **VaR portfela zdywersyfikowanego (a więc różnych walut) jest mniejszy niż suma VaR dla poszczególnych walut.**

⁹ Często do obliczeń wykorzystuje się stopy zwrotu logarytmiczne ze względu na ich dużą użyteczność w modelowaniu matematycznym.

6. Próba wniosków *de lege ferenda*

Rezerwy dewizowe NBP należą (nominalnie) do największych w UE, w 2009 roku odnotowano ich wzrost (wyceniając ich wartość w USD – por. rysunek 3).

Rysunek 3. Stan oficjalnych aktywów rezerwowych NBP w 2009 roku (w mln USD, skala lewa), w tym walut obcych (w mln PLN, skala prawa)



Źródło: dane – Narodowy Bank Polski.

Jak zauważył Rozkrut¹⁰ w relacji do PKB rezerwy dewizowe są przeciętnie większe niż w strefie euro (choć są kraje o wyższym współczynniku) i porównywalne do krajów UE z płynnym kursem walutowym. Kapitał własny NBP nominalnie jest relatywnie niski, jednak w relacji do PKB kapitał NBP jest zbliżony do Francji, Niemiec, Hiszpanii, Czech i Wielkiej Brytanii.

Nie można jednak stwierdzić, żeby NBP był niedokapitalizowany albo, żeby rezerwy walutowe były wyjątkowo duże w stosunku do kapitału banku.

Z drugiej strony, analiza za lata 2008 i 2007 wskazuje¹¹, że utworzone przez NBP rezerwy na ryzyko kursowe w ujęciu nominalnym należały do najwyższych

¹⁰ M. Rozkrut, Fakty i mity na temat rachunkowości NBP, Parkiet, 30 lipca 2009 r., s. 13.

¹¹ *Ibidem*.

w krajach UE; tylko w Niemczech, Włoszech, Austrii i Hiszpanii rezerwa ta była większa, przy czym w relacji do kapitału rezerwy NBP na ryzyko kursowe są niższe tylko od wskaźnika dla Hiszpanii (w której obejmują jednak również rezerwy na ryzyko cenowe).

W jaki sposób ograniczyć możliwość zawiązywania, zdaniem niektórych, nadmiernie wysokiej rezerwy na ryzyko kursu walutowego?

W obliczu powyższych danych uzasadniony wydaje się postulat, żeby zgodnie z obowiązującymi standardami w ESBC wartość rezerwy na ryzyko zmiany kursu walut oraz fundusz rezerwowy zostały ograniczone wartością funduszu statutowego NBP. Kontrargumentem może być w tym przypadku fakt, że NBP emitujący własną walutę potrzebuje większego buforu chroniącego przed zmianą kursu walutowego niż kraje strefy euro (stabilniejszy pieniądz w relacji do walut obcych).

Osobną kwestią pozostaje sposób uwzględniania przychodów niezrealizowanych w kalkulacji rezerwy na ryzyko kursu walutowego. Nie uwzględnianie tych przychodów (równanie (3)) powodowałoby, że wynik banku byłby nadmiernie obciążony wraz ze wzrostem wartości rezerw wynikającym z właściwym zarządzaniem portfelem (wybór walut o największym wzroście wartości do portfela)

$$\text{Rezerwa} = \text{VaR}_{\text{portfela}} \quad (3)$$

Bank byłby „karany” za sukcesy inwestycyjne, ponadto ta metoda nie uwzględniałaby dystansu pomiędzy kursem bieżącym a kosztem pozyskania zasobu (nierealistyczny model). Przecież w przypadku rzeczywistego topnienia wartości rezerw w wyniku zmiany kursu walutowego w pierwszej kolejności odpisów dokonuje się w ciężar przychodów niezrealizowanych. Ponadto brak uwzględnienia przychodów niezrealizowanych oznaczałoby złamanie prawa.

Wariant uchwalony przez RPP polega na odjęciu od kwoty rezerwy sumy przychodów niezrealizowanych na każdej i -tej walucie (przychody niezrealizowane _{i}):

$$\text{Rezerwa} = \text{VaR}_{\text{portfela}} - \sum_i \text{przychody niezrealizowane}_i \quad (4)$$

Metoda ta ma jednak słabości:

- naraża na zarzut podwójnego uwzględniania przychodów niezrealizowanych: raz przy obliczaniu kwoty rezerwy (Uchwała Nr 9/2006 RPP, § 1 p. 2c), drugi raz poprzez odjęcie jej od kwoty rezerwy (równanie (4)). Wątpliwości te zostały zresztą podniesione w opinii Europejskiego Banku Centralnego¹²,

¹² EBC, Opinion of the European Central Bank of 21 April 2010, § 3 p 3.1.4.

- VaR to metoda portfelowa, tymczasem przychody niezrealizowane odnoszą się do poszczególnych walut: może to prowadzić do nierealistycznego zaniżenia rezerwy oraz do sytuacji, kiedy przychody niezrealizowane na jednej walucie (np. GBP) będą pokrywały ryzyko portfela walut (np. GBP, EUR, USD).

Za rozwiązanie kompromisowe można byłoby uznać następujące:

$$\text{Rezerwa} = \text{VaR}_{\text{portfela}} - \sum_i \min \left[\text{przychody niezrealizowane}_i; \text{VaR}_i \frac{\text{VaR}_{\text{portfela}}}{\sum_i \text{VaR}_i} \right] \quad (5)$$

Metoda ta wydaje się uwzględniać zarówno zasady prawne, jak też charakter portfelowy metodologii VaR. Ponadto wartość zagrożona każdej i -tej waluty (VaR_i) jest przemnożona przez współczynnik redukcji ryzyka w wyniku podejścia portfelowego (w praktyce wartość zawsze mniejsza od 1). Uwzględnia się wtedy te waluty, których przychody niezrealizowane są większe od zera. Wadą tego „kompromisu” jest brak uwzględnienia w kwocie $\text{VaR}_{\text{portfela}}$ przychodów niezrealizowanych.

Kolejnym rozwiązaniem kompromisowym mogłoby być uwzględnienie przychodów niezrealizowanych wyłącznie „wewnątrz” modelu VaR. Dla przykładu: bieżąca wartość rynkowa zasobów walut obcych obciążonych ryzykiem zmiany kursu złotego do walut obcych, od której kalkuluje się VaR, mogłaby być pomniejszona o sumę przychodów niezrealizowanych. To tak jakby w przykładzie 2 niniejszego opracowania kwotę wyceny *marked-to-market* portfela pomniejszyć o sumę przychodów niezrealizowanych.

Wadą tego podejścia w obecnym stanie prawnym byłoby zignorowanie kontrowersyjnego, lecz obowiązującego zapisu (Uchwała Nr 9/2006 RPP, § 1 p. 3). Zaletą zaś, że tak skorygowana podstawa byłaby przemnożona przez macierz wariancji-kowariancji (poprawność teoretyczna). Należy uwzględnić, że proponowane podejście obniżałoby kwotę obniżenia rezerwy celowej w porównaniu do propozycji poprzedniej. $\text{VaR}_{\text{portfela}}$ zmniejszyłby się tylko o VaR od kwoty przychodów niezrealizowanych (uwzględniając dodatkowo efekt redukcji ryzyka portfela zdywersyfikowanego), zamiast o całą kwotę przychodów niezrealizowanych albo o VaR całych pozycji walutowych (które są większe niż wyłącznie przychody niezrealizowane na tych walutach).

7. Podsumowanie

Zaprezentowana metodologia przeszacowywania wartości zasobów w walutach obcych, kwantyfikacji ryzyka kursowego oraz zawiązywania rezerw celowych sto-

sowana przez banki centralne jest metodą analogiczną do metod stosowanych w bankowości komercyjnej.

Jednak należy rozróżnić charakter działalności banku komercyjnego od banku centralnego. W banku komercyjnym kapitał jest konieczny do prowadzenia jakiegokolwiek działalności (wymogi kapitałowe), ponadto stanowi bufor absorbujący ewentualne straty banku. Stąd restrykcyjne przeszacowywanie pozycji walutowych metodami *marking-to-market* i obciążanie wyniku finansowego ujemnymi rozliczeniami.

Bank centralny jest częścią systemu władzy państwowej: celem jego działania jest nie maksymalizacja zysku czy też bezpieczeństwa deponentów, lecz realizacja polityki pieniężnej przy zaopatrzeniu BC w liczne przywileje (emisja własnego pieniądza). Bank centralny dostarcza na rynek pieniądź, na który zgłaszany jest popyt, pobierając od tego rentę. Efektem „ubocznym” tej działalności jest zgromadzenie dużej wartości rezerw walutowych, które są następnie lokowane na rynkach globalnych.

Wypada zgodzić się z poglądem, który wyraża Sławiński¹³, że kapitały własne w działalności BC nie odgrywają kluczowej roli – co więcej, duże ujemne kapitały Narodowego Banku Czech, Banku Chile i wielu innych banków centralnych nie robią na inwestorach żadnego wrażenia. Nie wpływają na premie za ryzyko na rynkach finansowych tych krajów.

W świetle przedstawionych w opracowaniu mechanizmów zauważa się pewien paradoks: w czasach prosperity waluty krajów *emerging* mają tendencję do aprecjacji – bank centralny ponosi straty na portfelu walut. W czasach kryzysu waluty osłabiają się – przyczyniając się do wzrostu przychodów niezrealizowanych. Odwrotnie jest w przypadku kondycji banków komercyjnych, silnie dodatnio skorelowanej z koniunkturą na rynku.

8. Bibliografia

1. Buttler C., Tajniki Value at Risk, Wydawnictwo K.E. Liber s.c., Warszawa 2001.
2. Doman M., Doman R., Modelowanie zmienności i ryzyka, Oficyna Wolters Kluwer Business, Kraków 2009.
3. EBC, Roczne sprawozdanie finansowe 2009, Frankfurt 2009.
4. EBC, Opinion of the European Central Bank of 21 April 2010, § 3 p 3.1.4.
5. Jaworski P., Micał J., Modelowanie matematyczne w finansach i ubezpieczeniach, Poltext, Warszawa 2005.

¹³ A. Sławiński, Zysk NBP, czyli księgowe zawiloci, „Rzeczpospolita” z 10 maja 2010 r., s. B3.

6. JP Morgan/Reuters, Risk Metrics, Technical Document, Fourth Edition, New York, December 17, 1996.
7. Rozkrut M., Fakty i mity na temat rachunkowości NBP, „Parkiet” z 30 lipca 2009 r.
8. Sławiński A., Zysk NBP, czyli księgowe zawiloci, „Rzeczpospolita” z 10 maja 2010 r.

CZĘŚĆ DRUGA

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

Wybrane aspekty wartości przedsiębiorstwa

1. Wprowadzenie

Wartość przedsiębiorstwa dla właścicieli i akcjonariuszy jest nadrzędnym celem, któremu podporządkowane są wszystkie inne cele działalności przedsiębiorstwa. Realizacja tego priorytetu oznacza także maksymalizację korzyści dla pozostałych interesariuszy¹ związanych z przedsiębiorstwem.

Dla przedsiębiorstwa, które chce się rozwijać i realizować wymienione cele, szczególnie istotne jest pozyskanie strumienia finansowego, głównie od właścicieli i akcjonariuszy, którzy decydują o tym, w co inwestują i jaka stopa zysku ich satysfakcjonuje.

Źródła wartości przedsiębiorstwa tworzą różnorodne czynniki, ujmowane w sprawozdaniach finansowych oraz poza nimi. Decydują one o wartości przedsiębiorstwa i wpływają na możliwość jej wzrostu.

W niniejszym opracowaniu przedstawiono pojęcie, rodzaje oraz źródła wartości, jak również elementy łańcucha wartości w przedsiębiorstwie.

2. Źródła wartości przedsiębiorstwa

Przedsiębiorstwo, które chce spełnić wymagania globalnego rynku, powinno wytwarzać nowe wyroby, wypracowywać dużą masę akumulacji finansowej, stosować globalny marketing, wykorzystywać metody zarządzania dynamicznego, charakteryzować się innowacyjnością, adaptacyjnością, elastycznością, efektywnością i szybkością działania². Podstawowym długookresowym celem działalności przedsiębiorstwa jest maksymalizacja jego wartości.

Długofalowa wartość rynkowa przedsiębiorstwa obejmuje zarówno elementy rachunkowości finansowej, związane z bilansem przedsiębiorstwa, jak również

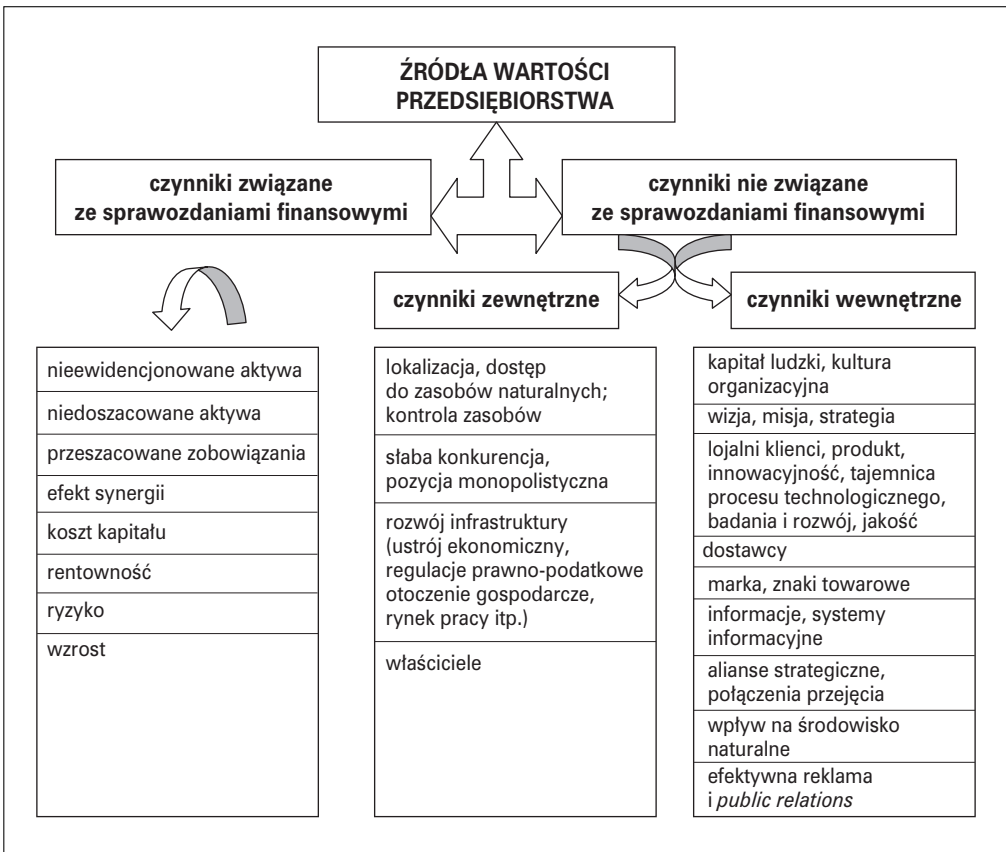
¹ Interesariusze według R. E. Freemana to grupy lub osoby pośrednio lub bezpośrednio zainteresowane działalnością organizacji w jej dążeniach do osiągnięcia celów. J. A. F. Stoner, R. E. Freeman, D. R. Gilbert, Kierowanie, PWE, Warszawa 1999, s. 80.

² W. M. Grudzewski, I. K. Hejduk, Wpływ rozwoju technologii na przedsiębiorstwo przyszłości, w: Przedsiębiorstwo przyszłości, praca zbior. pod red. W. M. Grudzewskiego, I. K. Hejduka, Difin, Warszawa 2001, s. 71.

elementy ukryte poza sprawozdaniami finansowymi, obejmujące zasoby niematerialne przedsiębiorstwa (por. rysunek 1).

Czynniki ujęte w pierwszej grupie związane są ze sprawozdaniami finansowymi: aktywami, zobowiązaniami i kapitałami przedsiębiorstwa. Wartość przedsiębiorstwa zależy od przyjętych zasad wyceny oraz pewnych ogólnych założeń, co może spowodować niedoszacowanie lub przeszacowanie pewnych pozycji bilansu, powodując zmianę wartości księgowej³.

Rysunek 1. Źródła wartości przedsiębiorstwa



Źródło: M. Marcinkowska, *Kształtowanie wartości firmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000.

Efekt synergii występuje wówczas, gdy dane zasoby i funkcje realizowane przez przedsiębiorstwo mogą być lepiej wykorzystane, w kooperacji synergia

³ Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa, praca zbior. pod red. B. Dobiegały-Korony, A. Hermana, Difin, Warszawa 2006, s. 202.

przejawia się m.in. w osiągnięciu korzyści skali, wystąpieniu komplementarności zasobów i umiejętności⁴.

Pozostałe czynniki związane ze sprawozdaniami finansowymi przyczyniają się do wzrostu wartości, głównie ze względu na fakt, że są związane z rynkową metodą wyceny wartości przedsiębiorstwa. Należy zaliczyć do tej grupy czynników: koszt kapitału, rentowność, ryzyko i wzrost. Wartość przedsiębiorstwa wzrasta, gdy rośnie rentowność oraz następuje szybszy wzrost. Wartość przedsiębiorstwa rośnie wówczas, gdy spada koszt kapitału oraz poziom ryzyka.

Istotny udział w wartości przedsiębiorstwa stanowią czynniki nie związane ze sprawozdaniami finansowymi. Czynniki te można podzielić na zewnętrzne i wewnętrzne.

Zewnętrzne stanowią warunki funkcjonowania przedsiębiorstwa, czyli wpływają na jego wartość, nie stanowią jednak obszaru zarządzania dla przedsiębiorstwa. Przedsiębiorstwo nie jest w stanie kształtować regulacji prawnych i podatkowych, ani wpływać na zasoby naturalne. Może decydować o lokalizacji przedsiębiorstwa, pośrednio także na rynek pracy i swoją pozycję wśród konkurencji.

Czynniki wewnętrzne zależne są od przedsiębiorstwa i kształtują w istotny sposób jego wartość. Wiodącym źródłem wartości przedsiębiorstwa jest kapitał ludzki, który jest najbardziej wartościowym aktywem przedsiębiorstwa. Kapitał ludzki można mierzyć na podstawie wykształcenia oraz wiedzy. *Aktywa intensywnie nasycone wiedzą nie zmniejszają swojej wartości wraz z ich używaniem lub konsumpcją. Ich wartość może rosnąć wraz ze zwiększeniem ich zastosowania. Aktywa te rosną wraz z tym, jak się nimi dzieli i rozwija ich zastosowanie*⁵.

Strategia jest wyrażeniem sposobów, jakimi przedsiębiorstwo zamierza osiągnąć wzrost swojej wartości⁶. Strategia dotyczy decyzji na temat produkcji i produktów lub usług, rynków zbytu, segmentu klientów, a za tym wpływa na wartość przedsiębiorstwa.

Klienci to szczególnie ważni interesariusze przedsiębiorstwa, to oni wpływają na wielkość sprzedaży i masę zysku przedsiębiorstwa, które zależą od spełnienia przez przedsiębiorstwo oczekiwań klientów w zakresie oferty produktów i usług.

Produkt (usługa) często decyduje o przewadze nad konkurencją, w wyniku lepszej użyteczności lub jakości produktu (usługi) w porównaniu z konkuren-

⁴ Przedsiębiorstwo wobec wyzwań globalnych, praca zbior. pod red. A. Hermana, K. Poznańskiej, Wyd. SGH w Warszawie, Warszawa 2008, s. 272.

⁵ Przytoczono za: Współczesne źródła..., *op. cit.*, s. 36 (F. Machlup, L. Kenneth, Information Through the Printed Word: The Dissemination of Scholary, Scientific and Intellectual Knowledge, Vol. 4, 1980).

⁶ Współczesne źródła..., *op. cit.*, s. 206.

cją, oraz o niższych kosztach związanych z wytwarzaniem. Produkt, a głównie postrzeganie go na rynku przez klientów, stanowi istotny element wartości przedsiębiorstwa.

Dostawcy w roli kooperantów przedsiębiorstwa mają istotne znaczenie zarówno dla jakości i ceny produktu finalnego, jak i sprawności działania przedsiębiorstwa. Ostateczna jakość produktu zależy również od dostawców i poziomu ich odpowiedzialności za produkt.

Marka, znaki towarowe oraz reklama i *public relations* dotyczy także wartości przedsiębiorstwa. Szczególnie ważne jest tu pozytywne kojarzenie produktu i przedsiębiorstwa przez klientów poprzez markę, znaki towarowe, jak i działania wspierające jego pozytywny wizerunek.

Informacja jest podstawą działalności gospodarczej, gdyż jest niezbędna do podejmowania decyzji, dlatego też powinna być wiarygodna, adekwatna do oczekiwań i podana w odpowiednim czasie. Wartość informacji wynika ze skutków decyzji podjętych na jej podstawie.

Przejęcia i alianse strategiczne są opcjami wzmocnienia pozycji rynkowej przedsiębiorstw głównie w wyniku synergii, która polega na poprawie efektów działania połączonych przedsiębiorstw w stosunku do tych efektów niezależnego działania odrębnych przedsiębiorstw⁷.

Wpływ na środowisko naturalne jest szczególnie ważny z punktu widzenia skutków finansowych związanych z działalnością przedsiębiorstwa, które stanowią opłaty, kary i podatki związane ze środowiskiem naturalnym.

Należy stwierdzić, że przedstawione czynniki z różnym natężeniem wpływają na wartość przedsiębiorstwa oraz, że grupa czynników nie ujęta w sprawozdaniach finansowych jest trudno mierzalna, niewymierna, co dodatkowo powoduje trudność w jednoznacznym określeniu wielkości znaczenia poszczególnych czynników na wartość przedsiębiorstwa.

3. Rodzaje wartości przedsiębiorstwa

Najczęściej stosowanymi w odniesieniu do przedsiębiorstw rodzajami wartości są⁸:

- wartość księgową,
- wartość odtworzeniową,
- wartość likwidacyjną,
- wartość jako pochodna wielokrotności masy zysków przedsiębiorstwa.

⁷ *Ibidem*, s. 207.

⁸ *Przedsiębiorstwo...*, *op. cit.*, s. 88.

Wartość księgową, inaczej wartość aktywów netto, jest wartością przedsiębiorstwa wynikającą z zapisów księgowych. Stanowi różnicę między aktywami przedsiębiorstwa a jego zadłużeniem, odzwierciedlonym w pasywach⁹.

Wartość odtworzeniowa odpowiada wysokości nakładów finansowych niezbędnych do odtworzenia takich samych zdolności produkcyjnych w danym momencie. Obejmuje ona głównie wartość środków trwałych, a także zakup patentów, uzyskanie licencji i pozwoleń, zorganizowanie kanałów dystrybucji, nabór i zwolnienie pracowników¹⁰.

Wartość likwidacyjna odnosi się do szczególnej sytuacji, kiedy przedsiębiorstwo musi zlikwidować część lub całość swoich aktywów i roszczeń¹¹. Należy wartość tę traktować jako sumę cen uzyskiwanych ze sprzedaży poszczególnych składników majątkowych przedsiębiorstwa.

Wartość jako pochodna wielokrotności masy zysków przedsiębiorstwa oznacza wartość przedsiębiorstwa określoną poprzez generowane przez nie zyski dla inwestorów. Często do oceny atrakcyjności inwestycji stosowany jest wskaźnik EPS (cena akcji do zysku na jedną akcję).

Z uwagi na fakt, że żaden z przedstawionych sposobów postrzegania wartości przedsiębiorstwa nie oddaje w pełni jej istoty, opracowano standardy wartości, czyli jej szczegółowe definicje. Najczęściej stosowane to¹²:

- rzeczywista (rzetelna) wartość rynkowa,
- wartość inwestycyjna,
- wartość wewnętrzną,
- wartość godziwa.

Rzeczywista wartość rynkowa przedsiębiorstwa (*fair market value*) odzwierciedla cenę, za jaką w danym momencie stałoby się przedmiotem transakcji kupna–sprzedaży między stronami chętnymi do jej zawarcia, podczas gdy żadna z nich nie działałaby pod wpływem przymusu i każda miałaby odpowiednią informację co do warunków transakcji, pozwalającą na podjęcie decyzji¹³.

Wartość inwestycyjna (*investment value*) odzwierciedla wartość przedsiębiorstwa dla konkretnego, specyficznego inwestora, odnosząca się do jego subiektywnej oceny, czyli odpowiadająca jego indywidualnym preferencjom, motywom i wymaganiom inwestycyjnym¹⁴.

⁹ B. Woźniak-Sobczak, Dylematy zarządzania wartością przedsiębiorstwa, w: Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania, praca zbior. pod red. J. Duraja, Wyd. NOVUM, Płock 2000, s. 27.

¹⁰ *Ibidem*, s. 27.

¹¹ Przedsiębiorstwo..., *op. cit.*, s. 90.

¹² *Ibidem*.

¹³ *Ibidem*, s. 90–91.

¹⁴ D. Zarzecki, Metody wyceny przedsiębiorstw, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1999, s. 32.

Wartość wewnętrzna (fundamentalna) (*intristic, fundamental value*) odzwierciedla wartość przedsiębiorstwa wynikającą bezpośrednio z jego rzeczowej zdolności do generowania dochodów dla właścicieli¹⁵.

Wartość godziwa (*fair value*) oznacza wartość, jaką osiągnęłoby dane przedsiębiorstwo w warunkach wyceny rynkowej¹⁶. W ogólniejszym rozumieniu jest to wartość wyznaczona w trakcie swobodnych negocjacji między dysponującymi pełnym zakresem informacji stronami transakcji¹⁷.

Przedstawione rodzaje i standardy wartości nie zamykają rodzajów stosowanych w tym zakresie. Należy wyodrębnić także inne definicje wartości, wśród których można wskazać¹⁸:

- wartość w użyciu, która jest zaktualizowaną wartością przyszłych przepływów pieniężnych,
- wartość biznesu w działaniu, która określa wartość przedsiębiorstwa, rozpatrywanego jako funkcjonująca na rynku organizacja, będąca zbiorem wartości materialnych i niematerialnych,
- wartość kapitalizacji rynkowej, będąca łączną sumą wartości rynkowych wszystkich wyemitowanych przez przedsiębiorstwo akcji,
- wartość szacunkowa – kategoria subiektywna używana wówczas, gdy barak jasno zdefiniowanej wartości rynkowej, najczęściej wyznaczana jest przez niezależnych ekspertów,
- wartość podatkowa, która służy za podstawę ustalania podatków od nieruchomości lub innych aktywów przedsiębiorstwa,
- wartość zabezpieczenia, wykorzystywana do zabezpieczenia kredytu, pożyczki lub innego zobowiązania zaciągniętego przez dane przedsiębiorstwo.

Przedsiębiorstwo należy traktować jako specyficzny produkt, mający wartość podlegającą ocenie i zmianie¹⁹. Tak więc wartość przedsiębiorstwa można odnosić nie tylko do samego przedsiębiorstwa, lecz także do jego działalności – koncepcja wartości dodanej, jako wyznacznik konkurencyjności i rynkowej pozycji przedsiębiorstwa.

W ujęciu finansowym wartość przedsiębiorstwa jest określona wzorem²⁰:

$$\text{Wartość przedsiębiorstwa} = \text{Wartość rynkowa} - \text{Wartość księgową} \\ \text{przedsiębiorstwa} \quad \text{przedsiębiorstwa}$$

¹⁵ M. Michalski, Zarządzanie przez wartość. Firma z perspektywy interesów właścicielskich, Wyd. WIG Press, Warszawa 2001, s. 12.

¹⁶ A. Duliniec, Finansowanie przedsiębiorstwa, PWE, Warszawa 2007, s. 72.

¹⁷ Przedsiębiorstwo..., *op. cit.*, s. 92.

¹⁸ D. Zarzecki, *Metody...*, *op. cit.*, s. 26–38.

¹⁹ J. Duraj, Aksjologiczny charakter wartości przedsiębiorstwa, w: Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania, praca zbior. pod red. J. Duraja, Wyd. NOVUM, Płock 2000, s. 7–21.

²⁰ Przedsiębiorstwo..., *op. cit.*, s. 323.

Tak rozumiana wartość przedsiębiorstwa odzwierciedla lukę, czyli różnicę pomiędzy wartością przedsiębiorstwa a jego bieżącą wartością rynkową. Luka ta jest zasadniczą przesłanką identyfikacji zasobów niematerialnych jako czynników sprawczych wartości przedsiębiorstwa²¹. W takim rozumieniu wartość przedsiębiorstwa to suma wszystkich przyszłych nadwyżek pieniężnych i zdyskontowanych (koszt kapitału)²².

4. Budowanie i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa

Szczególnie istotnym aspektem w procesie budowania i wzrostu wartości przedsiębiorstwa jest wzbudzenie przekonania wśród interesariuszy potrzeby zmian oraz określenie elementów komunikacji i przekonania do koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa (*value based management – VBM*)²³. Teoria zarządzania wartością przedsiębiorstwa (*value based management – VBM*) powstała na bazie koncepcji SHV (*shareholder value*)²⁴. Metoda SHV opiera się na wolnych przepływach środków pieniężnych i koszcie kapitału. Zasadniczym czynnikiem tej metody jest stopa dyskontowa, którą wyprowadza się z obserwacji rynków kapitałowych, a za jej pomocą określa się alternatywny koszt kapitału akcyjnego inwestora na rynku²⁵. Metoda ta pozwala szacować wielkość stopy zysku od zaangażowanego kapitału, co jest istotną informacją dla przedsiębiorstwa. Należy podkreślić, że dla menedżerów szczególnym wyzwaniem jest kontrola procesów zmian w zarządzaniu przyszłością.

Zarządzanie przedsiębiorstwem poprzez wzrost jego wartości oznacza realizację oczekiwań jego właścicieli, co do stopy zwrotu z zainwestowanego przez nich kapitału, która z kolei jest uzależniona od stopnia zaspokojenia oczekiwań jego interesariuszy²⁶. Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa to świadome i celowe planowanie i realizacja działań, które prowadzą do wzrostu wartości przedsiębiorstwa dla akcjonariuszy. Główne elementy systemu zarządzania wartością przedsiębiorstwa to²⁷:

- konkretny i mierzalny cel wzrostu wartości,
- motywacja do realizacji celu i wdrożenia potrzebnych zmian,

²¹ *Ibidem*, s. 323.

²² D. Kornik, S. Kornik, Podstawy finansów, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004, s. 171.

²³ Por. Value based management. Koncepcje, narzędzia, przykłady, praca zbior. pod red. A. Szablewskiego, K. Pniewskiego, B. Bartoszewicza, Wyd. Poltext, Warszawa 2008, s. 60.

²⁴ Por. A. Black, P. Wright, J. E. Bachman, W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy: kształtowanie wyników działalności spółek. Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2000, s. 18 i n.

²⁵ D. Kornik, S. Kornik, Podstawy..., *op. cit.*, s. 170.

²⁶ Por. Współczesne..., *op. cit.*, s. 20; Podstawy finansów, praca zbior. pod red. K. Mareckiego, PWE, Warszawa 2008, s. 271.

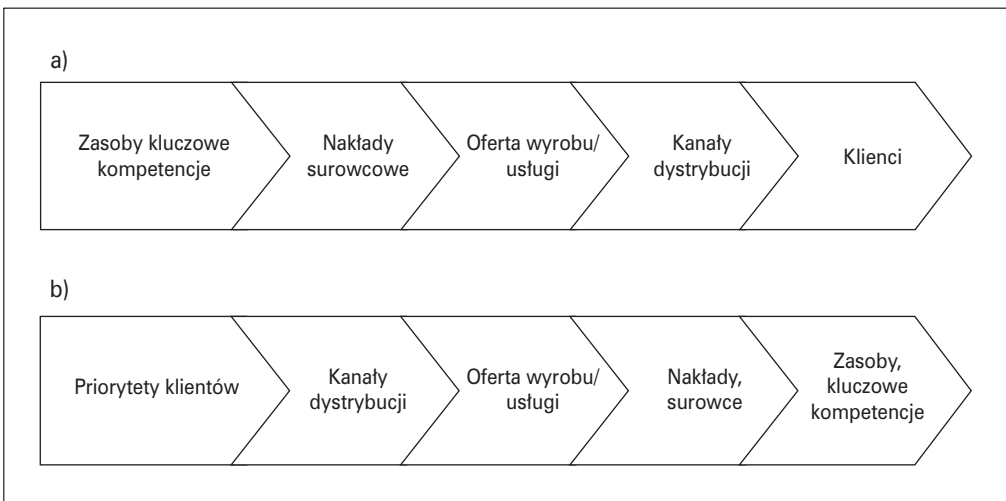
²⁷ Value..., *op. cit.*, s. 58.

- jasno sformułowana strategia wzrostu wartości,
- integracja strategii z procesem zarządzania efektywnością,
- zarządzanie zmianami, które dotyczy ludzi i zmian ich postaw.

Należy podkreślić, że identyfikacja tych elementów w przedsiębiorstwie jest podstawą wzrostu jego wartości. Wzrost wartości przedsiębiorstwa jest efektem współdziałania, motywacji oraz nastawienia do zmian pracowników i zarządzających. Głównym celem działalności przedsiębiorstwa są działania, które prowadzą do wzrostu jego wartości.

Wzrost wartości przedsiębiorstwa następuje dzięki uporządkowanym działaniom, określanym łańcuchem wartości. Podstawą funkcjonowania przedsiębiorstwa są dwa obowiązujące modele²⁸: tradycyjny i nowoczesny. Istotne elementy tych modeli przedstawiono na rysunku 2.

Rysunek 2. Łańcuch wartości: a) tradycyjny, b) nowoczesny



Źródło: A. J. Slywotzky, D. J. Morrison, B. Andelmann, *Strefy zysku*, PWE, Warszawa 2000, s. 36.

Zasoby i kluczowe kompetencje przedsiębiorstwa są w tradycyjnym łańcuchu wartości elementem decydującym o ofercie wyrobów i usług skierowanej do klientów. Należy również uwzględnić istotne ryzyko, że nie zawsze oferta przedsiębiorstwa i oczekiwania klientów będą spójne, co oznacza ograniczone zainteresowanie, a w konsekwencji ograniczenie wzrostu wartości przedsiębiorstwa.

²⁸ A. J. Slywotzky, D. J. Morrison, B. Andelmann, *Strefy...*, *op. cit.*, s. 36.

W nowoczesnym modelu działalności przedsiębiorstwa ważnym ogniwem jest klient oraz jego oczekiwania i potrzeby w odniesieniu do rynku produktów i usług. Wartość dla klienta może być zdefiniowana przez pojęcie jakości produktu, satysfakcji klienta, zaspokajania i kreowania jego potrzeb i preferencji, co jest związane z jakościowym charakterem wartości²⁹.

Wzrost wartości przedsiębiorstwa potwierdza realizację jego bieżących celów oraz perspektywy rozwoju. Działalność przedsiębiorstwa oraz perspektywa jego rozwoju zależą od możliwości spełnienia oczekiwań klienta w zakresie oferty produktowej i usługowej. Kierunki rozwoju przedsiębiorstwa w znacznym stopniu są determinowane przez stopień satysfakcji finalnych odbiorców, którymi są klienci³⁰. Należy podkreślić, że podstawowym celem przedsiębiorstwa jest tworzenie wartości dla klienta, i to wartości wyższej niż dostarczana przez konkurencję. Działalność przedsiębiorstwa powinna być realizowana zgodnie z tą ideą.

Przedsiębiorstwo ukierunkowane na wzrost wartości działa według modelu, który uwzględnia następujące obszary strategiczne³¹:

- wybór klientów,
- przechwytywanie wartości,
- kontrola strategiczna,
- zakres działania.

Nieodzowne jest dokonanie wyboru segmentu klientów, dla których produkowany i dostarczany jest produkt. Znajomość oczekiwań i preferencji klientów w zakresie określonego produktu czy usługi warunkuje wzrost wartości przedsiębiorstwa oraz perspektywy jego rozwoju.

Wymiar przechwytywania wartości dotyczy sposobu dzielenia się z klientami wartością, którą tworzy przedsiębiorstwo poprzez sprzedaż usług i wyrobów podstawowych oraz wyrobów pomocniczych, udział w dalszej części łańcucha itp.³²

Celem kontroli strategicznej jest zdolność wypracowania oraz utrzymania strumienia masy zysku. Siła kontroli strategicznej stanowi podstawowy składnik skutecznej innowacji przedsiębiorstwa³³.

Zakres działania polega na określeniu, czym przedsiębiorstwo się zajmuje, jakie wprowadza zmiany, aby zatrzymać klientów lub pozyskać nowych, wypracować masę zysku i zachować strategiczną kontrolę.

²⁹ Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania, praca zbior. pod red. J. Duraja, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002, s. 79.

³⁰ J. Bogdaniecko, M. Haffer, W. Popławski, Innowacyjność przedsiębiorstw, Wyd. Uniwersytetu M. Kopernika w Toruniu, Toruń 2004, s. 104.

³¹ A. J. Slywotzky, D. J. Morrison, B. Andelmann, *Strefy...*, *op. cit.*, s. 26–27.

³² W. Janasz, K. Janasz, A. Świadek, J. Wiśniewska, Strategie innowacyjne przedsiębiorstw, Wyd. Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2001, s. 38.

³³ *Ibidem*, s. 38.

5. Maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa dla akcjonariuszy

Priorytetowym celem funkcjonowania przedsiębiorstwa w długim okresie jest pomnażanie kapitału jego właścicieli, a następnie zaspokajanie wielu, różnych – często sprzecznych interesów swoich interesariuszy³⁴. Wzrost wartości przedsiębiorstwa decyduje o wzroście wartości, które są w posiadaniu właścicieli.

Należy podkreślić, że krótkookresowym celem przedsiębiorstwa jest zapewnienie nieprzerwanej działalności, a więc utrzymanie płynności finansowej, czyli zdolności do terminowego regulowania zobowiązań, oraz zapewnienie wystarczającego do prowadzenia bieżącej działalności poziomu zapasów i środków pieniężnych.

Istotne przyczyny traktowania maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy, jako zasadniczego celu działalności przedsiębiorstwa, to (priorytety celów przedsiębiorstwa, przedstawiono na rysunku 3)³⁵:

- dynamiczny rozwój rynków kapitałowych i ekspansja kapitału prywatnego,
- pogłębiająca się otwartość gospodarek, liberalizacja rynków, w tym finansowych, oraz szybka ich integracja,
- dynamiczne zmiany w technologiach informatycznych,
- przedsiębiorstwom, które nie kreują wartości dla akcjonariuszy, coraz trudniej jest zdobywać kapitał, co ujemnie rzutuje na potencjał ich wzrostu i rozwoju, a w efekcie czyni je obiektami fuzji i przejęć.

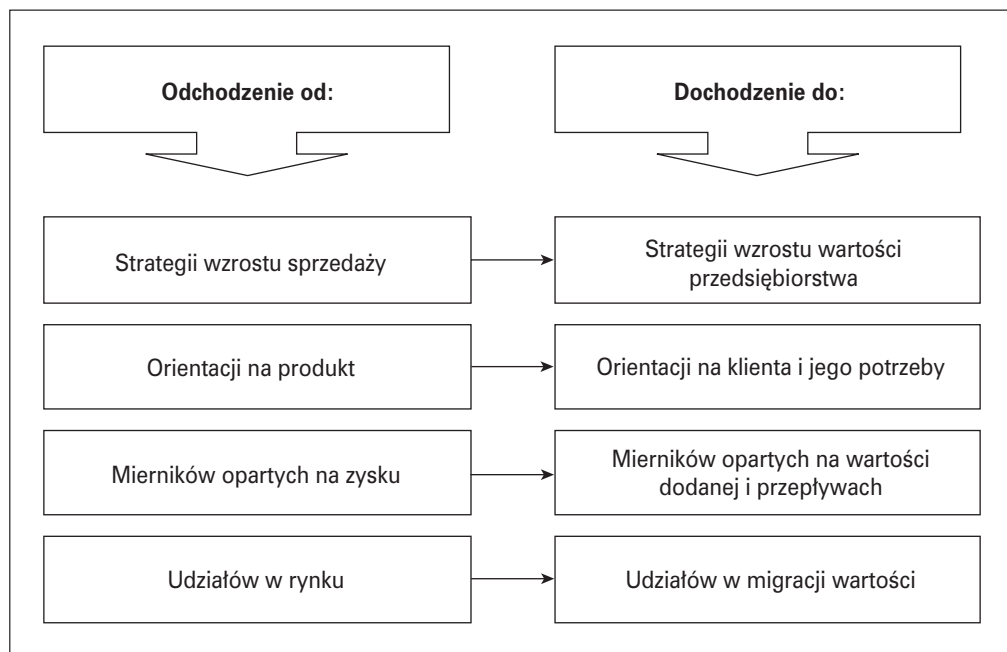
Maksymalizacja wartości dla właścicieli (akcjonariuszy) oznacza także maksymalizację korzyści dla innych podmiotów związanych z przedsiębiorstwem³⁶. Jest to koncepcja wzbudzająca wiele kontrowersji. Należy uznać, że dla przedsiębiorstwa, które chce się rozwijać, szczególnie istotne jest pozyskanie strumienia finansowego, głównie od inwestorów, którzy decydują o tym, gdzie i ile chcą inwestować. W tym zakresie najczęściej decydującymi czynnikami są: stopa zwrotu oraz akceptowalny poziom ryzyka. Spadek poziomu atrakcyjności dla inwestorów aktualnych (akcjonariusze) i potencjalnych może wywołać efekt w postaci ograniczenia dopływu tego strumienia, z przeznaczeniem na inwestycje i rozwój. Uwzględnić należy także oczekiwania szerokiej grupy interesariuszy w stosunku do przedsiębiorstw. Cele, które stanowią strategię przedsiębiorstwa, zależne są od oczekiwań poszczególnych grup i od siły ich wpływu.

³⁴ Współczesne..., *op. cit.*, s. 20.

³⁵ Przedsiębiorstwo..., *op. cit.*, s. 95–97.

³⁶ *Ibidem*, s. 98.

Rysunek 3. Ewolucja priorytetów biznesu



Źródło: Orientacja na wzrost wartości współczesnego przedsiębiorstwa, w: Zarządzanie wartością firmy, praca zbior. pod red. A. Hermana, A. Szablewskiego, Wyd. Poltext, Warszawa 1999, s. 35.

Przedsiębiorstwa tworzące wartość dla właścicieli (akcjonariuszy) równolegle budują wartość dla³⁷:

- klientów, poprzez doskonalenie i rozwój procesów, produktów i pracowników,
- pracowników, poprzez zapewnianie im pracy w stabilnym i innowacyjnym przedsiębiorstwie odnoszącym sukces na rynku,
- społeczności lokalnych, poprzez płacenie podatków i zatrudnianie pracowników,
- środowiska naturalnego, poprzez planowanie rozwoju oraz produkcji zgodnie z wymaganiami ochrony środowiska,
- dostawców, poprzez składanie zamówień od stabilnego, silnego, ale wymagającego partnera, który zmusza do rozwoju,
- kredytodawców, poprzez stabilną obsługę długu i wykorzystywanie kapitału zewnętrznego do finansowania ekspansji i rozwoju.

Zaspokajanie celów ogółu interesariuszy powoduje trudności z zachowaniem racjonalności ekonomicznej podejmowanych przez zarządzających decyzji, co

³⁷ Value..., *op. cit.*, s. 61.

wynika głównie z braku obiektywnego kryterium oceny działań³⁸. Wcześniej czy później zarządzający przedsiębiorstwem będzie musiał dokonać wyboru i przedłożyć racjonalność jednej grupy interesariuszy nad racjonalność innej. W celu pogodzenia sprzecznych interesów stron należy sformułować wspólny jednoczący cel uwzględniający preferencje poszczególnych interesariuszy.

Strategia przedsiębiorstwa oparta na maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy priorytetowo traktuje cel akcjonariuszy, z uwzględnieniem celów pozostałych zainteresowanych grup interesariuszy. Należy podkreślić, że menedżerowie, mając na uwadze cel akcjonariuszy, inwestują w technologię, szkolenia, reorganizują miejsca pracy. W warunkach konkurencji istnieje także konieczność dbania o rozwój produktów, ich jakość, odpowiednią obsługę, dbanie o satysfakcję klientów, dostawców³⁹. Spełnianie oczekiwań ogółu interesariuszy wpływa ostatecznie na generowanie określonej masy zysku, którego oczekują akcjonariusze. Należy podkreślić, że akcjonariusze liczą w długim okresie na stały przyrost wartości przedsiębiorstwa, który jest dla nich korzystny i możliwy do osiągnięcia dzięki budowaniu pozycji przedsiębiorstwa.

Maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa dla akcjonariuszy wiąże się z dążeniem do wzrostu wartości przedsiębiorstwa, przez⁴⁰:

- zwiększenie rentowności, czyli zwrotu kapitału,
- zwiększenie tempa wzrostu masy dywidend (masy zysku),
- zmniejszenie kosztu zainwestowanego kapitału.

Rynek stwarza przedsiębiorstwom dążącym do maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy warunki do uwzględnienia interesów interesariuszy. Koncentracja na maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy może być korzystna także dla innych interesariuszy⁴¹. Wszyscy bowiem zainteresowani są wzrostem wartości i potencjału przedsiębiorstwa, gdyż oznacza to także korzystne zmiany dla nich.

6. Podsumowanie

Reasumując, można sformułować syntetyczne wnioski:

- 1) Wartość przedsiębiorstwa stanowi ocenę efektów jego działalności oraz perspektywy rozwoju.
- 2) Wzrost wartości przedsiębiorstwa zależy od wielu czynników, które w sposób wymierny lub trudny do oszacowania wpływają na zmianę jego wartości.

³⁸ Przedsiębiorstwo..., *op. cit.*, s. 100.

³⁹ *Ibidem*, s. 101.

⁴⁰ D. Kornik, S. Kornik, *Podstawy...*, *op. cit.*, s. 171–172.

⁴¹ Przedsiębiorstwo..., *op. cit.*, s. 106.

- 3) Źródła wartości przedsiębiorstwa są ewidencjonowane w zestawieniach finansowych oraz występują poza nimi, stanowiąc ważny element jego wartości.
- 4) Należy podkreślić, że pozaewidencyjne czynniki decydują o wielkości zmian wartości przedsiębiorstwa oraz wpływają na motywację i zainteresowanie ogółu interesariuszy.

7. Bibliografia

1. Black A., Wright P., Bachman J. E., W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy: kształtowanie wyników działalności spółek, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2000.
2. Bogdanienko J., Haffer M., Popławski W., Innowacyjność przedsiębiorstw, Wyd. Uniwersytetu M. Kopernika w Toruniu, Toruń 2004.
3. Duliniec A., Finansowanie przedsiębiorstwa, PWE, Warszawa 2007.
4. Duraj J., Aksjologiczny charakter wartości przedsiębiorstwa, w: Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania, praca zbior. pod red. J. Duraja, Wyd. NOVUM, Płock 2000.
5. Grudzewski W. M., Hejduk I. K., Wpływ rozwoju technologii na przedsiębiorstwo przyszłości, w: Przedsiębiorstwo przyszłości, praca zbior. pod red. W. M. Grudzewskiego, I. K. Hejduka, Difin, Warszawa 2001.
6. Janasz W., Janasz K., Świadek A., Wiśniewska J., Strategie innowacyjne przedsiębiorstw, Wyd. Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2001.
7. Kornik D., Kornik S., Podstawy finansów, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004.
8. Machlup F., Kenneth L., Information Through the Printed Word: The Dissemination of Scholary, „Scientific and Intellectual Knowledge”, Vol. 4, 1980.
9. Marcinkowska M., Kształtowanie wartości firmy, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000.
10. Michalski M., Zarządzanie przez wartość. Firma z perspektywy interesów właścicielskich, Wyd. WIG Press, Warszawa 2001.
11. Podstawy finansów, praca zbior. pod red. K. Mareckiego, PWE, Warszawa 2008.
12. Przedsiębiorstwo wobec wyzwań globalnych, praca zbior. pod red. A. Hermana, K. Poznańskiej, Wyd. SGH w Warszawie, Warszawa 2008.
13. Przedsiębiorstwo, wartość, zarządzanie, praca zbior. pod red. C. Suszyńskiego, PWE, Warszawa 2003.
14. Sływotzky A. J., Morrison D. J., Andelmann B., Strefy zysku, PWE, Warszawa 2000.

15. Stoner J. A. F., Freeman R. E., Gilbert D. R., Kierowanie, PWE, Warszawa 1999,
16. Value based management. Koncepcje, narzędzia, przykłady, praca zbior. pod red. A. Szablewskiego, K. Pniewskiego, B. Bartoszewicza, Wyd. Poltext, Warszawa 2008.
17. Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania, praca zbior. pod red. J. Duraja, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002.
18. Woźniak-Sobczak B., Dylematy zarządzania wartością przedsiębiorstwa, w: Wartość przedsiębiorstwa – z teorii i praktyki zarządzania, praca zbior. pod red. J. Duraja, Wyd. NOVUM, Płock 2000.
19. Współczesne źródła wartości przedsiębiorstwa, praca zbior. pod red. B. Dobiegały-Korony, A. Hermana, Difin, Warszawa 2006.
20. Zarzecki D., Metody wyceny przedsiębiorstw, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1999.

Fuzje i przejęcia na przykładzie rynku wezwań publicznych w Polsce

1. Wprowadzenie

Celem niniejszego opracowania jest przedstawienie sposobów rynkowego pomiaru wartości generowanej dla akcjonariuszy w wyniku transakcji fuzji i przejęć oraz zbadanie poziomów tej wartości w transakcjach przejmowania większościowego pakietu akcji w spółkach publicznych na rynku polskim, realizowanych w formule wezwania publicznego do sprzedaży lub zamiany akcji. Zostaną tu zaprezentowane zagadnienia teoretyczne związane z procesem fuzji i przejęć – klasyfikacja, przesłanki transakcji, jak również czynniki wpływające na wartość spółki przejmowanej i mierniki kreacji wartości w wyniku realizacji transakcji. W dalszej części opracowania dokonam przeglądu podstawowych zagadnień związanych ze specyfiką rynku wezwań publicznych w Polsce – ram prawnych oraz struktury rynku, a także analizy kreacji wartości i jej poziomu w ramach transakcji wezwań publicznych przeprowadzonych w latach 2006–2009 na rynku polskim. Badanie zostało przeprowadzone na podstawie danych publicznie dostępnych dostarczonych przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie oraz Polską Agencję Prasową.

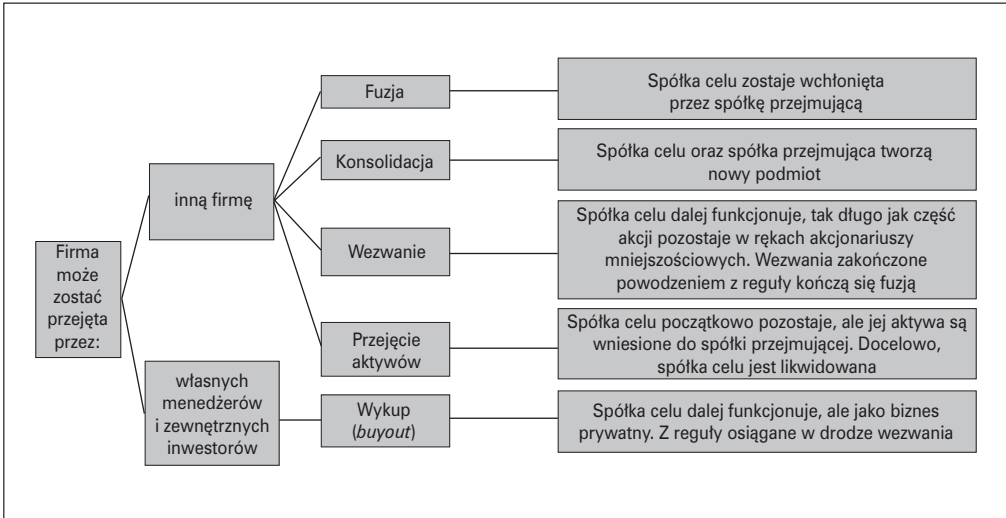
2. Rodzaje fuzji i przejęć

W literaturze naukowej dostępnych jest wiele zróżnicowanych metod klasyfikacji fuzji i przejęć (ang. *Mergers&Acquisitions*) w zależności od przyjętych kryteriów podziału. Bazując na podejściu przyjętym przez Aswath Damodarana, możemy dokonać podziału przedstawionego na rysunku 1.

W przypadku fuzji firma celu przestaje istnieć i staje się integralną częścią firmy przejmującej, jak to miało miejsce przy transakcji przejęcia firmy Digital Computers przez Compaq.

Przy konsolidacji, kiedy to spółka celu oraz spółka przejmująca tworzą nowy podmiot, akcjonariusze obu konsolidowanych przedsiębiorstw otrzymują akcje w nowo powstałym podmiocie – taką procedurę obserwowaliśmy przy tworzeniu jednej z największych światowych grup finansowych Citigroup, powstałej w wyniku konsolidacji Citicorp oraz Travelers Insurance Group.

Rysunek 1. Klasyfikacja fuzji i przejęć według Damodarana



Źródło: A. Damodaran, *Acquisitions and takeovers*, Stern School of Business, 2005.

Zgodnie z przepisami prawnymi obowiązującymi w Polsce, w celu przekroczenia określonego progu udziału w głosach na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy spółki publicznej, inwestor zainteresowany zwiększeniem swoich udziałów w spółce jest zobowiązany do ogłoszenia publicznego wezwania do sprzedaży akcji spółki celu. Podmiot ogłaszający wezwanie podaje cenę, po której jest zainteresowany nabyć określoną w wezwaniu liczbę akcji spółki celu, jak również termin składania zleceń sprzedaży przez obecnych akcjonariuszy spółki, którzy zdecydują się zbyć posiadane akcje na rzecz podmiotu wzywającego. W przypadku spółek niepublicznych, kiedy to przytoczone powyżej przepisy prawne nie mają zastosowania, opisywana procedura wezwania przyjmuje charakter oferty przetargowej, skierowanej przez podmiot zainteresowany zwiększeniem swojego zaangażowania w spółce celu do obecnych akcjonariuszy.

Nieraz udziały w spółce są wykupywane przez jej kadrę kierowniczą w ramach tzw. wykupu menedżerskiego. W celu sfinansowania powyższego przejęcia wykorzystuje się nieraz środki z kredytów udzielonych przez instytucje finansowe, z przeznaczeniem na tę konkretną inwestycję. Tego typu transakcje przejęcia, bazujące na środkach dłużnych, określamy mianem wykupu lewarowanego.

Klasyfikacji fuzji i przejęć możemy również dokonać pod kątem sposobu kreacji wartości, uzyskiwanej w wyniku takiej transakcji.

Z perspektywy łańcucha wartości, w grupie transakcji M&A możemy wyróżnić M&A horyzontalne (poziome), wertykalne (pionowe) oraz mające charakter

konglomeratowy. W przypadku poziomych transakcji fuzji i przejęć, spółka celu oraz nabywający są przedsiębiorstwami konkurencyjnymi, działającymi w tej samej branży (por. tabela 1). W ostatniej dekadzie liczba tego typu transakcji w skali globalnej gwałtownie wzrosła, co może być uwarunkowane globalną restrukturyzacją wielu gałęzi przemysłu w odpowiedzi na przemiany technologiczne oraz liberalizację. Powyższy trend obserwowany jest przede wszystkim w takich branżach, jak przemysł farmaceutyczny, samochodowy oraz paliwowy. Doskonałym przykładem transakcji M&A w kategorii fuzji poziomych może być połączenie dwóch gigantów z branży farmaceutycznej Glaxo oraz SmithKline Beecham, o wartości 76 mld USD. Celem tej transakcji, według oświadczeń kadry zarządzającej obu podmiotów, było uzyskanie synergii w obszarze R&D, która miała przełożyć się na wzrost przychodów, szczególnie biorąc pod uwagę specyfikę branży farmaceutycznej, w której nowe technologie dają możliwość generowania ponadprzeciętnych zysków.

Tabela 1. Klasyfikacja fuzji i przejęć według kryterium kreacji wartości, relacji oraz obszaru gospodarczego

Kreacja wartości	Relacje	Obszar gospodarczy
• M&A horyzontalne	• M&A „przyjacielskie”	• M&A krajowe
• M&A wertykalne	• M&A „wrogie”	• M&A transgraniczne
• M&A konglomeratowe		

Źródło: Hoang, Thuy Vu Nga, Lapumnuaypon, Kamolrat, „Critical Success Factors in Merger & Acquisition Projects”, 2007.

W grupie pionowych transakcji M&A spotykamy się z kombinacją przedsiębiorstw mających relacje typu klient–dostawca lub kupujący–sprzedający. Podmioty zaangażowane w transakcję M&A poszukują w ten sposób możliwości zredukowania kosztów transakcyjnych, jak również ryzyka kontrahenta, które pojawiają się powyżej i poniżej ich obecnego miejsca w łańcuchu wartości. Firmy dążą również w ten sposób do uzyskania korzyści skali, przekładających się na redukcję kosztów działalności operacyjnej.

Ponadto spółki mogą starać się zdywersyfikować ryzyka oraz dążyć do osiągnięcia korzyści wynikających z zakresu prowadzonej przez siebie działalności, poprzez realizację M&A typu konglomeratowego, gdzie zaangażowane są podmioty działające w nie powiązanych ze sobą branżach. W tej kategorii transakcji można przytoczyć przykład Philip Morris, spółki z branży tytoniowej, która przejęła spółkę General Foods Corporation z branży spożywczej za kwotę 5,6 mld USD w 1985 roku.

Kolejnej klasyfikacji transakcji M&A możemy dokonać według klucza relacji występujących pomiędzy spółką celu oraz przejmującą. W przypadku, gdy przejęcie dokonywane jest wbrew woli spółki celu, transakcję możemy sklasyfikować jako „wrogą”. W przypadku takiego przejęcia spółka celu może podejmować działania obronne, wymierzone przeciw spółce przejmującej, w zakresie w jakim umożliwia to statut spółki celu.

Ostatnim kryterium podziału może być rozróżnienie na transakcje krajowe i transgraniczne, w zależności od tego, w jakich krajach spółki zaangażowane w transakcję mają swoje siedziby i prowadzą działalność operacyjną.

3. Przesłanki fuzji i przejęć

W zależności od czynnika wpływającego na zainteresowanie spółki przejmującej wybraną spółką celu, możemy wskazać cechy charakterystyczne spółki celu, w zależności od głównej przesłanki stojącej za transakcją M&A¹.

Niedoszacowanie wartości spółki celu – w przypadku takiej przesłanki akwizycji, w opinii podmiotu przejmującego wartość rynkowa spółki celu kształtuje się na niższym poziomie, niż ten oszacowany według wybranych modeli finansowych. Sposób zidentyfikowania i wybrania spółki celu, spełniającej kryterium niedoszacowania wartości, jest uzależniony od podejścia i typu modelu finansowego przyjętych przez spółkę nabywającą. W przypadku zastosowania wyceny względnej, wartość rynkowa spółki celu jest porównywana do innych podobnych podmiotów, przy wykorzystaniu takich wskaźników giełdowych, jak P/E, EV/Sales, EV/EBITDA, P/BV, przy uwzględnieniu oczywiście różnic wynikających z danych fundamentalnych poszczególnych spółek poddanych analizie. Przy zastosowaniu modelu wyceny za pomocą zdyskontowanych przepływów pieniężnych, spółka niedoszacowana jest notowana poniżej ceny oszacowanej z wykorzystaniem takiego modelu.

Dywersyfikacja – jeśli motywem jest uzyskanie efektu dywersyfikacji, wówczas najprawdopodobniej spółka celu oraz przejmująca będą prowadziły działalność operacyjną w branżach nie powiązanych lub nie skorelowanych ze sobą. W związku z tym, spółka działająca w sektorze odznaczającym się dużą cyklicznością przychodów będzie poszukiwała do przejęcia podmiotu z branży, w której powyższa cykliczność występuje w innych okresach lub też jest obserwowana stabilność przychodów. Takie połączenie mogłoby zapewnić zaangażowanym spółkom maksymalizację korzyści płynących z dywersyfikacji.

¹ A. Damodaran, *Acquisitions and takeovers*, Stern School of Business, 2005.

Synergia operacyjna – typowa spółka celu będzie tu wykazywała inną charakterystykę, w zależności od poszukiwanego źródła synergii. Jeśli przesłanką M&A jest chęć uzyskania korzyści skali, wówczas obie łączące się spółki powinny działać w tej samej branży. W celu osiągnięcia synergii funkcjonalnej spółka celu powinna odznaczać się wyższymi kompetencjami w tych obszarach, w których spółka przejmująca jest słabsza.

Synergia finansowa – dla osiągnięcia synergii finansowej spółka celu zostanie wybrana w taki sposób, aby odzwierciedlała źródło tej potencjalnej synergii. W związku z powyższym może być to firma ryzykowna z ograniczonym lub całkowitym brakiem dostępu do finansowania zewnętrznego, jeśli motywacją spółki przejmującej jest chęć podniesienia poziomu zadłużenia, z uwagi na fakt, że nowe aktywa pozyskane w drodze akwizycji spółki celu mogą stanowić przedmiot zabezpieczenia pod nowe kredyty. Taką spółką celu może być również podmiot generujący znaczne straty operacyjne netto, przenoszone z okresu na okres, w przypadku gdy motywacją spółki przejmującej jest chęć osiągnięcia korzyści podatkowych.

Kontrola – spółka celu najprawdopodobniej będzie podmiotem słabo zarządzanym, ale działającym w branży, gdzie istnieje potencjał osiągnięcia ponadprzeciętnych zysków. Kolejnym czynnikiem sprzyjającym transakcji M&A byłoby w takiej sytuacji rozproszenie akcjonariatu w spółce celu, co powoduje, że realizacja wrogiego przejęcia byłaby znacznie ułatwiona, ponieważ prawdopodobieństwo porozumienia się obecnych drobnych akcjonariuszy wokół celu podjęcia działań obronnych przeciwko przejęciu byłoby na zdecydowanie niższym poziomie. Spółka celu powinna również posiadać niedoszacowaną wartość rynkową, wynikającą przede wszystkim z niskiej jakości aktualnej kadry zarządzającej.

Interesy menedżerów – jeśli przesłanką transakcji są osobiste interesy kadry zarządzającej, wówczas wybór spółki celu będzie odzwierciedlać raczej indywidualne motywy menedżerów, niż względy ekonomiczne.

Warto zauważyć, że spółki bardzo często wskazują więcej niż jeden motyw przyświecający przejęciu. W takiej sytuacji przy poszukiwaniu spółki celu, która spełniałaby określone kryteria, należy kierować się przeważającym motywem.

4. Miary kreacji wartości w fuzjach i przejęciach

Zespół konsultantów McKinsey opracował macierz prezentującą charakterystykę spółek zaangażowanych w transakcję M&A, w zależności od wielkości spółki przejmowanej oraz wagi motywacji, jaką jest dążenie spółki przejmującej do rozszerzenia swoich obecnych kompetencji.

Rysunek 2. Kreacja wartości w różnych typach M&A



Źródło: R. T. Uhlener, A. S. West, Running a winning M&A shop, The McKinsey Quarterly, 2008.

Według firmy doradczej Focus LLC możemy wyróżnić 12 podstawowych czynników determinujących wartość spółki przejmowanej²:

- 1) **baza klientów** – przy analizie bazy klientów spółki przejmowanej należy wziąć pod uwagę przede wszystkim następujące elementy: czy wykazywany jest jakiś trend w zakresie dokonywanych zakupów wśród tych klientów w ciągu ostatnich 5 lat; jaki jest przewidywany poziom dochodów możliwy do osiągnięcia z aktualnej bazy klientów w okresie prognozy; jak stabilna jest baza klientów (wskaźnik retencji); jaki jest profil tych klientów; jak duża jest wrażliwość tych klientów na fluktuacje gospodarcze; jaki jest udział przychodów generowanych przez tych klientów w całości przychodów wykazywanych przez spółkę;
- 2) **stałe źródła przychodów** – przy szacowaniu wartości spółki przejmowanej trzeba wziąć również pod uwagę poziom powtarzających się przychodów generowanych przez bazę klientów spółki. Należy tutaj poszukać odpowiedzi na pytania: jaki procent całości przychodów uzyskiwanych przez spółkę jest powtarzającym się, stałym strumieniem

² Focus LLC, Twelve Value Drivers help increase corporate valuations in today's tough merger and acquisition environment, <http://www.focusbankers.com/publications/12valuedrivers.asp>

– ta część przychodów powinna zostać wyceniona wyżej niż pozostałe przychody, które mogą mieć charakter jednorazowy lub incydentalny; czy w przypadku realizacji transakcji M&A udział przychodów stabilnych w całości przychodów ulegnie zwiększeniu; czy możliwa jest zmiana modelu biznesowego spółki przejmowanej, aby osiągnąć wyższy poziom powtarzających się przychodów;

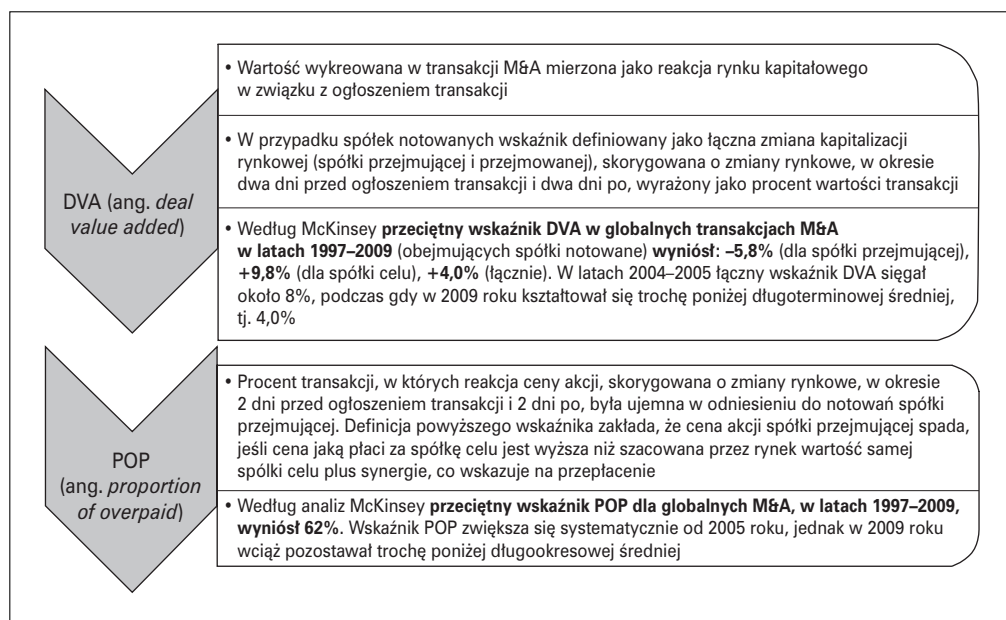
- 3) **integracja produktowa** – w takim przypadku główną przyczyną realizacji transakcji M&A jest zdobycie nowej i komplementarnej linii produkcyjnej, aby spółka przejmująca mogła wykorzystać istniejącą sieć dystrybucji i w związku z tym zwiększyć poziom przychodów i marży brutto;
- 4) **marża brutto** – jest to jedna z kluczowych pozycji w rachunku zysków i strat, dlatego też przed realizacją przejęcia należy dokonać gruntownej analizy, czy połączenie ze spółką celu poprawi czy pogorszy ten wskaźnik. Należy przeprowadzić weryfikację istniejących procesów produkcyjnych oraz zbadać możliwości konsolidacji działalności spółek w niektórych obszarach (jak np. obsługa reklamacji i gwarancji, szkolenia dla klientów, R&D);
- 5) **kapitał intelektualny** – w najszerszym rozumieniu kapitał intelektualny obejmuje znaki handlowe, patenty i prawa autorskie, ale może również oznaczać wykorzystywany w danej spółce sprawdzony proces biznesowy. Dlatego też autorskie procesy stosowane w danej firmie powinny być dogłębnie przeanalizowane, ponieważ mogą przyczynić się do znacznego wzrostu wartości przejmowanego przedsiębiorstwa. Nierzadko przy przejmowaniu spółek o krótkiej działalności operacyjnej, gdzie nie ma danych historycznych z dłuższego okresu, które umożliwiłyby ocenę spółki i jej szacowanej wartości, analizie poddawany jest zasób kapitału intelektualnego posiadanego przez spółkę, który może okazać się strategicznym aktywem dla spółki przejmującej;
- 6) **kapitał ludzki** – ten czynnik coraz bardziej zyskuje na znaczeniu przy analizie korzyści płynących z transakcji M&A. W późnych latach 90. typowe podejście stosowane przy przejmowaniu spółek opierało się na założeniu, że kluczowa kadra kierownicza spółki celu pozostanie przez pewien okres po realizacji transakcji, do czasu wygaśnięcia kontraktów, po czym spółka przejmująca uzupełni kadry własnymi pracownikami. Obecnie spółki przejmujące opierają swoje szacunki co do wartości spółki celu na założeniu, że obecna kadra kierownicza pozostanie przez dłuższy czas po realizacji transakcji. Bardzo często niepowodzenia w integracji spółek wynikały z faktu, że kadra kierownicza opuszczała spółkę zbyt wcześnie po przeprowadzeniu transakcji;

- 7) **doświadczenie i wiedza kadry zarządzającej** – jest to czynnik ściśle powiązany z kapitałem intelektualnym. Przy analizie wagi tego czynnika w wartości spółki przejmowanej należałoby zbadać następujące zagadnienia: czy kadra kierownicza sprzedawanej spółki ma wiedzę, trudną do zdobycia z innych źródeł, na temat danego produktu, procesu lub segmentu rynkowego, które są kluczowe w działalności operacyjnej spółki; czy kadra kierownicza spółki przejmowanej może być źródłem nowej wartości; czy nowa kadra kierownicza ze spółki przejmującej, która zastąpiłaby dotychczasowych menedżerów, byłaby w stanie zapewnić wzrost firmy na poziomie wyższym od obecnego;
- 8) **oszczędności w kosztach ogólnego zarządu** – inną kluczową kwestią obok marży brutto jest możliwość redukcji kosztów ogólnego zarządu w wyniku przeprowadzenia transakcji M&A. Należy zauważyć, że spółki przejmujące bardzo często wykazują tendencję do przeszacowywania potencjalnych oszczędności kosztowych na poziomie ogólnego zarządu i administracji, podczas gdy zbyt mało uwagi kierują na koszty związane z procesem integracji spółek;
- 9) **wykorzystanie sieci dystrybucyjnej** – potencjalni nabywcy mogą wykorzystać istniejącą sieć dystrybucyjną do sprzedaży swoich produktów, przy założeniu że jest ona adekwatna do typu oferowanego towaru;
- 10) **historia/reputacja i okres działalności operacyjnej** – ten czynnik ma związek ze stabilnością biznesu, będącego przedmiotem przejęcia, jak również stanowi miarę aktywów niematerialnych spółki, do których zalicza się m.in. jej markę;
- 11) **efektywność sprzedażowa i marketingowa** – nieraz ten element jest pomijany, gdyż spółki przejmujące koncentrują się na takich czynnikach, jak możliwość pozyskania w wyniku fuzji wyjątkowej technologii obiecującej ponadprzeciętne zyski, nowych rynków czy nowej grupy klientów. Przy analizie efektywności w obszarze sprzedaży i marketingu należy poddać ocenie następujące elementy: kiedy obecny model sprzedaży został stworzony; jakie są wyniki operacyjne generowane przy zastosowaniu tego modelu;
- 12) **bariery wejść dla innych konkurencyjnych podmiotów/konkurencja monopolistyczna** – spółka rozważająca przejęcie powinna poddać analizie następujące czynniki: czy spółka odnosi korzyści wynikające z faktu bycia pierwszą pod względem wprowadzania innowacyjnych produktów na danym rynku czy w segmencie; czy przejmowana spółka oferuje produkty o takiej charakterystyce, które dadzą realną przewagę

w porównaniu do konkurencji; czy spółka ma prawdziwą technologiczną przewagę, która umożliwi jej szybsze od konkurentów wdrażanie nowych produktów.

Zespół konsultingowy McKinsey podjął próby budowy wskaźników mierzących wartość dla akcjonariuszy wykreowaną w wyniku transakcji M&A. Synergie osiągnięte z połączenia spółek, w obszarze działalności operacyjnej czy finansowej, możemy analizować na podstawie danych fundamentalnych podmiotu, utworzonego w wyniku fuzji, w określonym horyzoncie czasowym po zrealizowaniu transakcji. Możemy stwierdzić, że synergia została wygenerowana w przypadku, gdy wyniki, wartość obu zintegrowanych w wyniku transakcji M&A spółek są wyższe niż w przypadku sumy powyższych wyników generowanych przez obie spółki, ale działające jako dwa odrębne podmioty gospodarcze. Synergie, przekładające się na poprawę wyników finansowych czy też pozycji konkurencyjnej na rynku, ujawniają się w pełni dopiero po pewnym czasie, gdy przeprowadzona jest integracja spółek w zakresie operacyjnym, jak również pod względem kultury korporacyjnej.

Rysunek 3. Mierniki kreacji wartości w transakcjach M&A



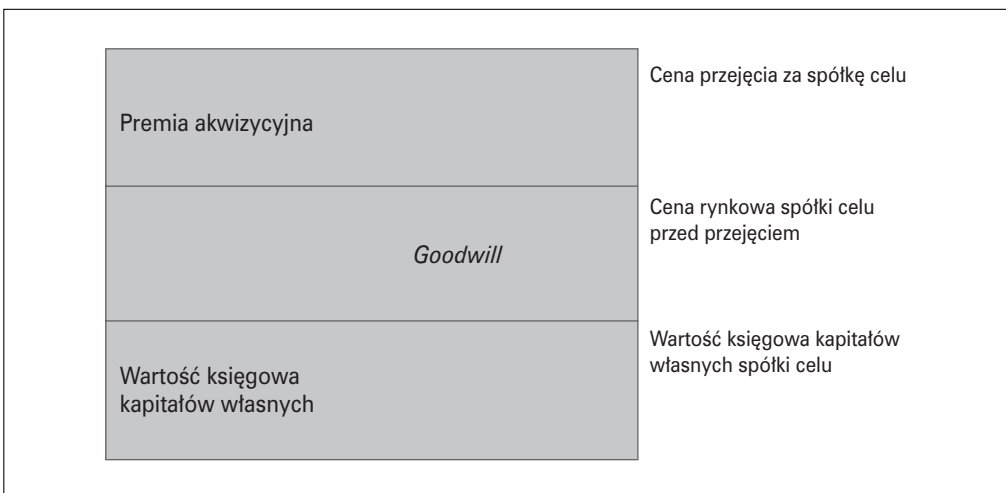
Źródło: W. Rehm, C. B. Sivertsen, A strong foundation for M&A in 2010, 2010.

W przypadku spółek notowanych na giełdzie, kiedy to dostępna jest na bieżąco ich wycena rynkowa, poddawana nieustannej weryfikacji inwestorów prowadzących obrót walorami spółek, można analizować potencjalną wartość generowaną

przez M&A na podstawie fluktuacji wartości rynkowej spółek zaangażowanych w transakcję. Opierając się na reakcjach rynku kapitałowego w odniesieniu do danej transakcji M&A, należy oczywiście brać pod uwagę ogólny sentyment inwestorów w danym momencie, i w związku z tym korygować odpowiednio otrzymane miary kreacji wartości w wyniku M&A. Zespół McKinsey opracował takie mierniki kreacji wartości opierające się na wycenie rynkowej, oraz zastosował je do analizy ogłoszonych i niewycofanych transakcji M&A w skali globalnej w latach 1997–2009, o wartości powyżej 25 mln USD każda. Wyniki ich prac przedstawia rysunek 3.

Spółki przejmujące szacują wartość spółki na podstawie wielu elementów, m.in. danych fundamentalnych, perspektyw rozwoju spółki oraz potencjału wzrostu branży, jakości kadry kierowniczej, w związku z czym cena oferowana przez podmiot przejmujący zazwyczaj jest odmienna niż wartość spółki, ustalona według jej wartości księgowej czy wyceny rynkowej, w przypadku spółek publicznych. Różnica pomiędzy ceną w transakcji przejęcia a wyceną rynkową spółki celu określana jest jako premia akwizycyjna, która odzwierciedla oczekiwania nabywającego odnośnie do potencjalnych przyszłych zysków, wygenerowanych m.in. wskutek zaistnienia po realizacji fuzji efektu synergii w obszarze działalności operacyjnej czy finansowej. Różnica pomiędzy wartością księgową spółki celu a ceną określoną w transakcji M&A definiowana jest jako *goodwill* spółki, stanowiący część aktywów niematerialnych przedsiębiorstwa i odzwierciedlający wartość reputacji/marki spółki. Strukturę premii akwizycyjnej mierzonej w stosunku do ceny rynkowej oraz premii ponad wartość księgową przedstawia rysunek 4.

Rysunek 4. Cena przejęcia i premia akwizycyjna



Źródło: A. Damodaran, *Acquisitions and takeovers*, Stern School of Business, 2005.

5. Charakterystyka rynku wezwań w Polsce

Akcjonariusz zainteresowany nabyciem pakietu akcji w spółce publicznej, notowanej na rynku regulowanym w Polsce, zobowiązany jest przestrzegać postanowień określonych w ustawie o ofercie publicznej. Przekroczenie określonego progu liczby głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy publicznej spółki celu może zostać dokonane tylko w drodze wezwania publicznego, którego tryb przeprowadzania, okres składania zapisów, jak również minimalna cena zakupu akcji są ściśle regulowane przepisami prawa. Poniżej zostały przedstawione podstawowe ramy prawne odnoszące się do wezwań publicznych do sprzedaży akcji spółki celu.

1) Wezwania w celu przekroczenia progów udziału w ogólnej liczbie głosów spółki celu

- w przypadku gdy podmiot nabywający posiada mniej niż 33% udziału w ogólnej liczbie głosów w spółce celu, to nabycie akcji spółki publicznej w liczbie powodującej zwiększenie udziału w ogólnej liczbie głosów o więcej niż 10% ogólnej liczby głosów w okresie krótszym niż 60 dni może nastąpić wyłącznie w wyniku ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki celu,
- w przypadku gdy podmiot nabywający chce przekroczyć próg 33%, może to nastąpić wyłącznie w wyniku ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki celu w liczbie zapewniającej osiągnięcie 66% ogólnej liczby głosów, chyba że przekroczenie progu 33% nastąpiło w wyniku takich zdarzeń, jak m.in.: objęcie akcji nowej emisji, zmiana statutu spółki, wygaśnięcie uprzywilejowania akcji,
- w przypadku gdy podmiot nabywający chce przekroczyć próg 66%, może to nastąpić wyłącznie w wyniku ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę wszystkich pozostałych akcji spółki celu (ogłoszenie wezwania na 100% akcji spółki celu);

2. Cena nabycia akcji w wezwaniu w przypadku wezwania na 100% akcji spółki celu

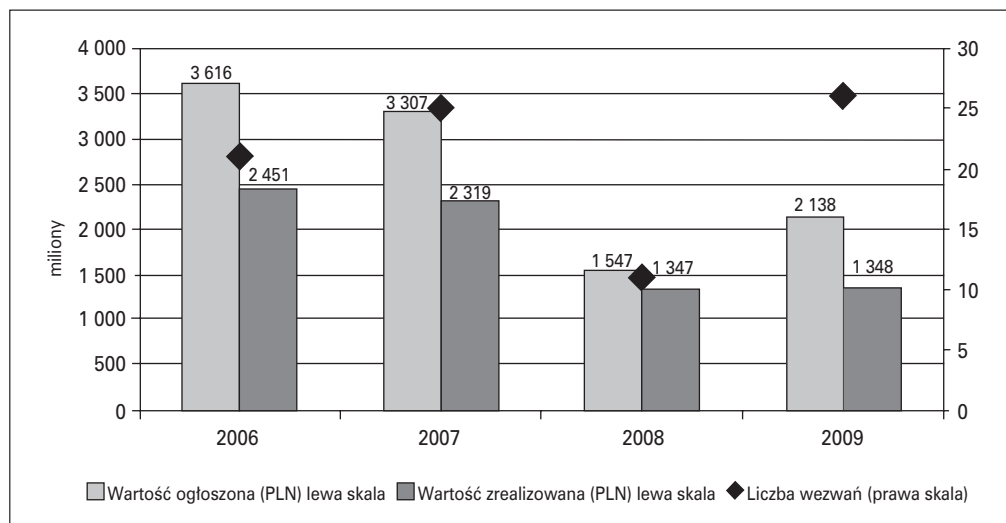
- nie może być niższa od średniej ceny rynkowej tych akcji z 6 miesięcy poprzedzających ogłoszenie wezwania, oraz
- nie może być niższa od najwyższej ceny, jaką za akcje będące przedmiotem wezwania podmiot ogłaszający wezwanie, podmioty od niego zależne lub wobec niego dominujące zapłaciły w ciągu 12 miesięcy przed wezwaniem, oraz
- nie może być niższa od średniej ceny rynkowej tych akcji z 3 miesięcy poprzedzających ogłoszenie wezwania,

- może być niższa od ceny ustalonej zgodnie z punktami powyżej w odniesieniu do akcji stanowiących co najmniej 5% wszystkich akcji spółki celu, które będą nabyte w wezwaniu od oznaczonej osoby

Zaprezentowane wytyczne odnośnie do ceny w wezwaniu mają na celu zapewnienie względnej stabilności wyceny spółek notowanych, ochronę wartości inwestycji akcjonariuszy mniejszościowych i powiązanie wyceny proponowanej przez spółkę nabywającą z wyceną ustaloną w określonym horyzoncie czasowym (3 i 6 miesięcy przed ogłoszeniem wezwania) przez rynek kapitałowy. Powyższe ograniczenia oznaczają w szczególności, że wartość spółki celu oszacowana przez nabywającego według modeli finansowych, jak również indywidualnej percepcji przejmującego odnośnie do potencjału wzrostu spółki, mogą odbiegać od minimalnych cen narzuconych ustawowo. W takim przypadku podmiot zainteresowany nabyciem spółki i przekonany o poprawności indywidualnie wykonanej wyceny wartości spółki, niższej od aktualnej ceny rynkowej, może zdecydować się na opóźnienie wezwania, w oczekiwaniu na obniżenie wyceny rynkowej i tym samym minimalnych poziomów cen ustawowych. Takie oczekiwanie na skorygowanie wyceny rynkowej jest oczywiście oparte na założeniu efektywności informacyjnej rynku kapitałowego i racjonalności inwestorów, którzy, podobnie jak podmiot zainteresowany nabyciem spółki celu, również dokonają weryfikacji swoich oczekiwań co do przyszłych wyników spółki, co znajdzie odzwierciedlenie w kwotowaniach rynkowych spółki. Alternatywnie, podmiot przejmujący może zdecydować się na forsowanie swojej oszacowanej wartości spółki celu niższej od wyceny rynkowej. W tym jednak celu zobowiązany jest do przedstawienia podmiotowi nadzorującemu rynek regulowany, tj. Komisji Nadzoru Finansowego, model wyceny spółki sporządzony i potwierdzony co do swojej wiarygodności przez podmiot specjalizujący się w tego typu wycenach.

Wartość rynku wezwań publicznych w Polsce, w latach 2006–2009, liczoną jako wartość ogłoszonych transakcji oraz jako wartość transakcji rzeczywiście zrealizowanych (liczoną jako iloczyn akcji zakupionych w ramach wezwania i ceny nabycia) przedstawia rysunek 5.

Największą wartość zrealizowanych wezwań w omawianych latach 2006–2009 obserwujemy w sektorze banków, co wynika zarówno ze stosunkowo dużej liczby wezwań zrealizowanych w tym sektorze (6 wobec 83 wezwań we wszystkich 22 analizowanych sektorach w latach 2006–2009), jak również dużej wartości pojedynczych transakcji, co wiąże się ze specyfiką przedsiębiorstw działających w sektorze bankowym. Kolejnym sektorem cieszącym się zainteresowaniem nabywających jest sektor mediów, w którym wartość zrealizowanych wezwań publicznych w latach 2006–2009 wyniosła około 1,4 mld zł w ramach 12 wezwań, co stanowiło najwyższą liczbę wśród wszystkich badanych sektorów, a także sektor spożywczy z około 1,15 mld zł wezwań zrealizowanych w ramach 10 transakcji.

Rysunek 5. Rynek wezwań publicznych w Polsce w latach 2006–2009

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych publicznych.

Tabela 2. Wartość rynku wezwań publicznych w Polsce w latach 2006–2009 w podziale na sektory

Sektor spółki przejmowanej	Wartość ogłoszona (PLN)	Wartość zrealizowana (PLN)	Przeciętny wskaźnik powodzenia wezwania (w %)
Banki	2 177 460 098	1 663 538 634	64,71
Budownictwo	706 814 088	486 589 842	33,33
Deweloperzy	38 432 192	462 680	50,20
Energetyka	518 772 000	507 993 405	97,92
Finanse inne	245 361 374	130 574 421	59,78
Handel detaliczny	936 285 470	700 553 262	68,39
Handel hurtowy	43 556 007	25 893 820	35,93
Hotele i Restauracje	20 176 054	20 176 054	100,00
Informatyka	9 962 483	9 962 483	100,00
Media	1 926 844 553	1 399 980 660	57,39
Przemysł chemiczny	121 582 893	101 315 025	83,33
Przemysł drzewny	163 905 085	17 939 783	8,72
Przemysł elektromaszynowy	325 699 243	276 363 419	50,29
Przemysł farmaceutyczny	25 372 551	4 760 000	18,76
Przemysł lekki	24 414 425	16 779 000	68,73
Przemysł materiałów budowlanych	551 075 000	266 833 564	48,42

cd. tabeli 2

Sektor spółki przejmowanej	Wartość ogłoszona (PLN)	Wartość zrealizowana (PLN)	Przeciętny wskaźnik powodzenia wezwania (w %)
Przemysł metalowy	169 625 135	132 141 706	73,66
Przemysł motoryzacyjny	101 367 360	101 367 360	100,00
Przemysł spożywczy	1 704 692 283	1 144 168 239	64,53
Przemysł tworzyw sztucznych	22 449 729	11 609 746	51,71
Telekomunikacja	469 575 415	327 506 542	92,84
Usługi inne	260 173 608	118 074 917	58,76
Razem	10 563 597 047	7 464 584 560	61,20

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych publicznych.

Należy zauważyć, że zdecydowana większość wezwań ogłaszana jest w celu przejęcia faktycznej kontroli w spółce celu, nie zaś tylko z zamiarem nabycia mniejszościowego pakietu akcji, w oczekiwaniu na zyski kapitałowe. Przeciętna wartość udziału, jaką podmioty ogłaszające wezwanie w analizowanym okresie chciały uzyskać w wyniku wezwania, oscyluje wokół 72%. Warto również dodać, że część spółek po realizacji wezwania, w którym podmiot nabywający osiągnął większościowy pakiet, została wycofana z notowań na GPW, nastąpiło to w przypadku 26 spółek, co stanowi około 31% analizowanego spektrum transakcji.

Tabela 3. Stopień kontroli w ramach wezwań w latach 2006–2009

Sektor spółki przejmowanej/Spółka przejmowana notowana na GWP na 21 marca 2010 roku (TAK/NIE)	Liczba wezwań	Przeciętny % udziału, który wzywający chce osiągnąć w wyniku wezwania
Banki	6	88,67
TAK	6	88,67
Budownictwo	3	77,33
TAK	3	77,33
Deweloperzy	2	58,19
TAK	2	58,19
Energetyka	1	100,00
NIE	1	100,00
Finanse inne	11	55,44
NIE	3	41,75
TAK	8	60,57
Handel detaliczny	4	83,00

cd. tabeli 3

Sektor spółki przejmowanej/Spółka przejmowana notowana na GWP na 21 marca 2010 roku (TAK/NIE)	Liczba wezwań	Przeciętny % udziału, który wzywający chce osiągnąć w wyniku wezwania
NIE	2	83,00
TAK	2	83,00
Handel hurtowy	3	88,67
NIE	2	100,00
TAK	1	66,00
Hotele i Restauracje	1	25,52
TAK	1	25,52
Informatyka	2	18,72
NIE	1	34,06
TAK	1	3,37
Media	12	69,36
NIE	4	100,00
TAK	8	54,05
Przemysł chemiczny	1	100,00
NIE	1	100,00
Przemysł drzewny	3	87,67
TAK	3	87,67
Przemysł elektromaszynowy	6	83,00
TAK	6	83,00
Przemysł farmaceutyczny	1	100,00
TAK	1	100,00
Przemysł lekki	1	33,00
TAK	1	33,00
Przemysł materiałów budowlanych	1	100,00
NIE	1	100,00
Przemysł metalowy	5	79,60
NIE	1	100,00
TAK	4	74,50
Przemysł motoryzacyjny	1	65,99
TAK	1	65,99
Przemysł spożywczy	10	76,76
NIE	5	98,63
TAK	5	54,89
Przemysł tworzyw sztucznych	1	66,00
TAK	1	66,00

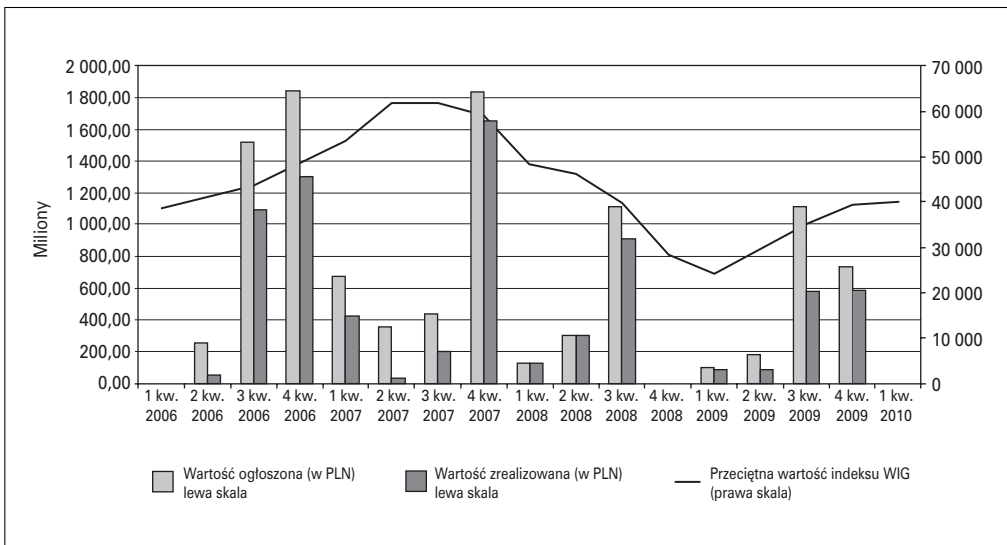
cd. tabeli 3

Sektor spółki przejmowanej/Spółka przejmowana notowana na GWP na 21 marca 2010 roku (TAK/NIE)	Liczba wezwań	Przeciętny % udziału, który wzywający chce osiągnąć w wyniku wezwania
Telekomunikacja	5	71,75
NIE	2	100,00
TAK	3	52,92
Usługi inne	3	60,30
NIE	1	100,00
TAK	2	40,45
Razem	83	72,47

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych publicznych.

Warto zwrócić uwagę, że ożywienie na rynku wezwań idzie w parze z poprawą koniunktury i ogólnego sentymentu inwestorów na rynku kapitałowym. Wyceny rynkowe, a w związku z tym również ustawowe ceny minimalne w wezwaniu, są oczywiście wyższe w okresie hossy, co przekłada się na wyższe koszty zakupu, które musi ponieść spółka przejmująca. Nasuwa się z związku z powyższym pytanie, dlaczego nasilenie liczby wezwań nie przypada na okres gorszej koniunktury, kiedy to wyceny rynkowe spółek celu byłyby zdecydowanie bardziej korzystne

Rysunek 6. Dobra koniunktura na giełdzie – ożywienie na rynku wezwań



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych publicznych.

dla przejmujących. Przyczyn tego zjawiska możemy dopatrywać się w specyfice wezwań publicznych w Polsce, które w przeważającej większości ogłaszane są nie w celach spekulacyjnych, a więc w celu zakupu większościowego pakietu akcji w okresie niekorzystnego otoczenia ekonomicznego z zamiarem jego szybkiej odsprzedaży i zrealizowania tym samym zysków kapitałowych. Zdecydowana większość wezwań publicznych stanowi realizację strategicznych zamiarów nabywającego wobec spółki celu, zaś podejmowaniu takich długoterminowych decyzji odnośnie do zaangażowania kapitałowego sprzyja korzystne otoczenie gospodarcze, z uwagi na łatwiejszy dostęp spółki przejmującej do finansowania zewnętrznego, jak również ze względu na bardziej optymistyczne perspektywy dalszego rozwoju zarówno spółki celu, jak i podmiotu przejmującego (zob. rysunek 6).

6. Kreacja wartości na rynku wezwań publicznych w Polsce

W celu oszacowania wartości generowanej na rynku polskim w wyniku transakcji przejęcia pakietu kontrolnego, w trybie wezwania publicznego, zastosowałam wskaźniki DVA oraz POP, opracowane przez zespół konsultingowy McKinsey. Powyższe wskaźniki zostały oczyszczone z przypadków skrajnych, ponadto zmiany cen rynkowych spółki w odpowiedzi na ogłoszenie wezwania publicznego, stanowiące podstawę do oszacowania obydwu wskaźników, odnoszą się tylko do spółki przejmowanej, z uwagi na fakt, że w większości przypadków spółki ogłaszające wezwanie były podmiotami nie notowanymi, w związku z tym nie były dostępne ich wyceny rynkowe.

Przeciętny wskaźnik DVA w odniesieniu do wszystkich wezwań publicznych w latach 2006–2009 kształtował się na poziomie 40%, co wskazuje, że zmiany wyceny rynkowej spółek celu w odpowiedzi na ogłoszenie wezwania, w stosunku do wielkości transakcji, były stosunkowo duże. Należy zwrócić uwagę, że zmiany wyceny rynkowej spółki mierzone są na podstawie notowań 2 dni przed ogłoszeniem oraz 2 dni po ogłoszeniu wezwania, kiedy reakcje inwestorów są najbardziej dynamiczne, podczas gdyby zmiany wyceny były mierzone w dłuższym horyzoncie czasowym po ogłoszeniu wezwania, notowania spółki celu byłyby już bardziej ustabilizowane, co przełożyłoby się również na poziom wskaźnika DVA. Najwyższe przeciętne wskaźniki DVA w analizowanym okresie były obserwowane w sektorze Deweloperów i Informatyki na poziomie odpowiednio: 400% i 413%, podczas gdy najniższe zostały odnotowane w przemyśle spożywczym na poziomie -103%. Tabela 4 przedstawia rozkład wskaźnika DVA w podziale na poszczególne lata analizy oraz sektory, w których działalność operacyjną prowadzą spółki celu.

Tabela 4. Wskaźnik DVA w poszczególnych sektorach w ramach wezwań publicznych w latach 2006–2009 (w %)

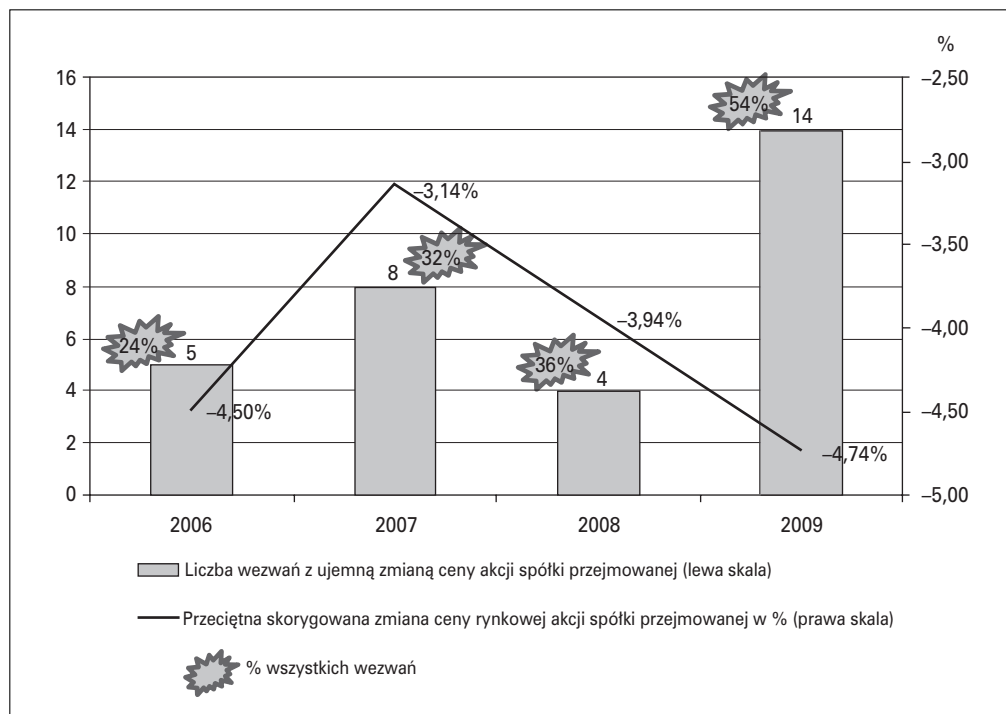
Sektor spółki przejmowanej	2006	2007	2008	2009	Przeciętny wskaźnik zannualizowany DVA
Banki	12		626	84	150
Budownictwo	3			-3	-1
Deweloperzy	12			789	400
Energetyka		11			11
Finanse inne	-18	12		11	-1
Handel detaliczny			-15	-68	-28
Handel hurtowy	4			-42	-27
Hotele i Restauracje			6		6
Informatyka	366			461	413
Media	-18	8	-41	7	-5
Przemysł chemiczny	10				10
Przemysł elektromaszynowy		644	38	3	138
Przemysł farmaceutyczny	0				0
Przemysł lekki		-1			-1
Przemysł materiałów budowlanych	9				9
Przemysł metalowy	-10	5			2
Przemysł motoryzacyjny			180		180
Przemysł spożywczy		-174	86	-7	-103
Przemysł tworzyw sztucznych	169				169
Telekomunikacja		0		7	5
Usługi inne		-35		52	8
Przeciętny wskaźnik zannualizowany DVA	31	1	81	63	40

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych publicznych. Wskaźnik DVA obliczony według metodologii McKinsey, tylko w odniesieniu do spółek celu; wskaźnik oczyszczony z przypadków skrajnych.

Fakt, że transakcje przejmowania pakietów większościowych w ramach wezwań publicznych są pozytywnie oceniane przez inwestorów, znajduje również potwierdzenie w wartościach wskaźnika POP, pokazującego procentowy udział wezwań publicznych, w których cena rynkowa akcji spółki celu 2 dni po ogłoszeniu wezwania, skorygowana o zmiany indeksu rynkowego WIG, spadła w porównaniu do ceny rynkowej 2 dni przed ogłoszeniem wezwania. Procentowy udział wezwań, w których inwestorzy negatywnie zareagowali na informację o wezwaniu publicznym, a więc byli sceptyczni co do kreacji wartości w spółce w wyniku rea-

lizacji transakcji, co przełożyło się na niższą notowań spółki celu, kształtował się w kolejnych latach następująco: 24% w 2006 roku, 32% w 2007 roku, 36% w 2008 roku oraz 54% w 2009 roku. Przeciętna, skorygowana o zmiany indeksu rynkowego WIG, zmiana ceny rynkowej spółki celu, w wezwaniach z ujemną reakcją rynku, kształtowała się na poziomie od -4,74% w 2009 roku do -3,14% w 2007 roku (por. rysunek 7).

Rysunek 7. Wskaźnik POP na rynku wezwań publicznych

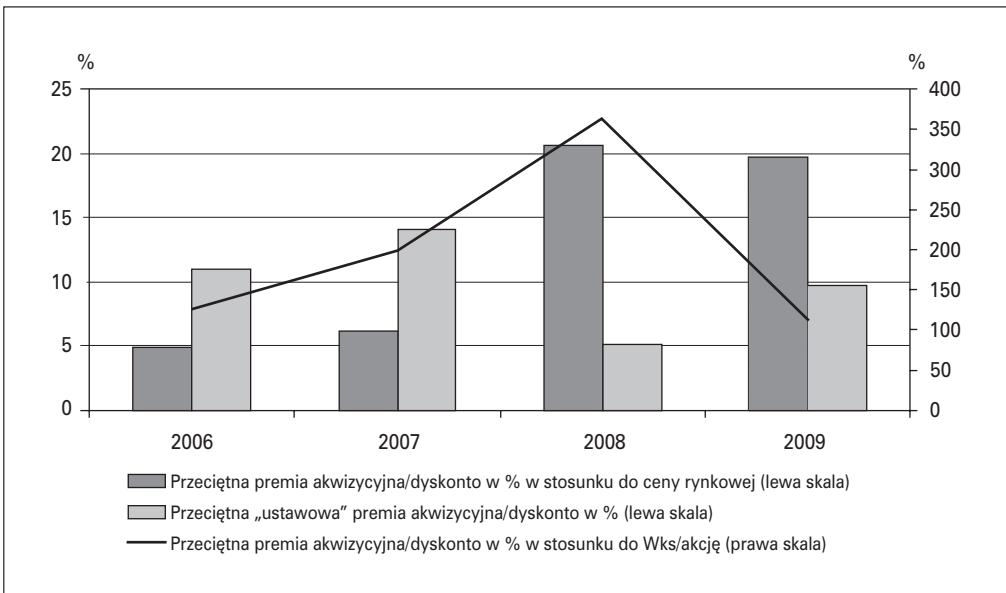


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych publicznych. Wskaźnik POP obliczony według metodologii McKinsey, ale w odniesieniu do spółki przejmowanej; wskaźnik oczyszczony z przypadków skrajnych.

Odpowiedzi na pytanie, czy transakcja przejęcia w ramach wezwania publicznego potencjalnie generuje wartość dla spółki celu, będącej przedmiotem przejęcia, możemy szukać w reakcjach zewnętrznych inwestorów, wyrażonych w postaci takich wskaźników, jak DVA i POP. Równie istotna jest również indywidualna ocena podmiotu przejmującego, gdzie zakładamy, że podmiot ogłaszający wezwanie dokonał gruntowej, rzetelnej analizy sytuacji i perspektyw spółki przejmowanej, jak również branży, w której spółka prowadzi działalność operacyjną. Jeśli w wyniku analizy dokonanej przez podmiot przejmujący realizacja transakcji będzie stanowić

źródło synergii, a więc również potencjalnej wartości dla akcjonariuszy, to cena podana przez przejmującego w wezwaniu powinna zawierać premię w stosunku do aktualnej ceny spółki celu. Najczęściej spotykaną formą szacowania premii akwizycyjnej jest odniesienie ceny przejęcia, proponowanej przez podmiot ogłaszający wezwanie, do aktualnej ceny rynkowej spółki, uważanej za jej wartość godziwą. Należy jednak uwzględnić specyfikę wezwania publicznego i jego wymogi ustawowe w odniesieniu do minimalnej ceny w wezwaniu, która może w znaczący sposób odbiegać od aktualnej wyceny rynkowej. Po uwzględnieniu powyższych ograniczeń regulacyjnych, należałoby więc również zbadać poziom premii „ustawowej”, liczonej jako nadwyżka ceny podanej w wezwaniu do minimalnej ceny narzuconej regulacjami prawnymi. Minimalna cena ustawowa jest jednak pochodną wyceny rynkowej, ponieważ nie może być niższa niż przeciętna ważona cena rynkowa spółki z określonego okresu przed ogłoszeniem wezwania. W sytuacji zawirowań na rynku, kiedy to wyceny rynkowe, wynikające z ogólnego sentymentu

Rysunek 8. Poziom premii akwizycyjnej na polskim rynku wezwań publicznych



Przeciętna premia akwizycyjna/dyskonto – relacja ceny w wezwaniu do ceny rynkowej spółki przejmowanej na 2 dni przed ogłoszeniem wezwania.

Przeciętna „ustawowa” premia akwizycyjna/dyskonto – relacja ceny w wezwaniu do ceny minimalnej wynikającej z przepisów prawa.

Przeciętna premia akwizycyjna/dyskonto w stosunku do Wks/akcję – relacja ceny w wezwaniu do wartości księgowej na akcję z dnia ogłoszenia wezwania.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych publicznych; oczyszczone z przypadków skrajnych.

inwestorów, nie zawsze odzwierciedlają wartość godziwą spółki, opierającą się na danych fundamentalnych i innych pozafinansowych elementach (jak jakość zarządu), warto wziąć pod uwagę również wartość premii/dyskonta akwizycyjnego mierzoną w stosunku do wartości księgowej spółki celu.

Badanie poziomów premii/dyskonta akwizycyjnego na rynku wezwań publicznych w Polsce w latach 2006–2009 potwierdza wyniki poprzednich analiz o generowaniu wartości w wyniku powyższych transakcji, co obrazuje rysunek 8.

Wartość „ustawowej” premii akwizycyjnej kształtowała się w analizowanym okresie na poziomie od około 5% do około 14%, podczas gdy wartość rynkowej premii akwizycyjnej oscylowała wokół zbliżonych poziomów od około 5% do około 20%. Przeciętne premie akwizycyjne w stosunku do wartości księgowej spółki celu były znacznie wyższe, na poziomie od około 100% do 350%, co wynika z faktu, że wartość spółki uwzględnia nie tylko „twarde” dane finansowe, ale również perspektywy rozwoju spółki, jej reputację.

Wyniki analizy w odniesieniu do poszczególnych sektorów, w których działały przedsiębiorstwa będące obiektem wezwania, przedstawione są w tabeli 5.

Tabela 5. Poziom premii akwizycyjnej na polskim rynku wezwań publicznych w podziale na sektory

Sektor spółki przejmowanej	Przeciętna premia akwizycyjna/dyskonto w % w stosunku do ceny rynkowej	Przeciętna premia akwizycyjna/dyskonto w % w stosunku do Wks/akcję	Przeciętna „ustawowa” premia akwizycyjna/dyskonto w %
Banki	12,53	123,53	19,23
Budownictwo	6,77	161,34	14,77
Deweloperzy	234,53	11,60	0,00
Energetyka	8,19	151,32	1,53
Finanse inne	-3,20	191,76	20,17
Handel detaliczny	5,68	349,43	3,36
Handel hurtowy	5,70	-9,55	5,29
Hotele i Restauracje	2,16	194,61	0,00
Informatyka	7,68	293,22	0,00
Media	8,15	288,44	10,23
Przemysł chemiczny	13,03	18,00	14,79
Przemysł elektromaszynowy	11,16	76,60	10,56
Przemysł farmaceutyczny	5,92	341,25	21,00
Przemysł lekki	-32,69	129,89	46,08

cd. tabeli 5

Sektor spółki przejmowanej	Przeciętna premia akwizycyjna/dyskonto w % w stosunku do ceny rynkowej	Przeciętna premia akwizycyjna/dyskonto w % w stosunku do Wks/akcję	Przeciętna „ustawowa” premia akwizycyjna/dyskonto w %
Przemysł materiałów budowlanych	-10,21	105,76	0,00
Przemysł metalowy	11,96	154,19	3,04
Przemysł motoryzacyjny	28,76	159,07	25,31
Przemysł spożywczy	15,81	56,62	15,28
Przemysł tworzyw sztucznych	-5,21	51,79	0,00
Telekomunikacja	29,97	416,60	7,69
Usługi inne	3,32	174,41	0,00
Razem	13,04	179,39	10,62

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych publicznych; oczyszczone z przypadków skrajnych.

Największe poziomy premii akwizycyjnej, biorąc pod uwagę tylko jej formułę „ustawową” i rynkową, były obserwowane w sektorze deweloperów (premia rynkowa w wysokości około 234%), co wynika pośrednio z trudności napotykaných przez analityków i inwestorów w wycenie biznesu dewelopera z uwagi na złożoność działalności i brak stabilności przychodów (wyniki finansowe deweloperów są w znacznym stopniu skorelowane z ogólną sytuacją gospodarczą).

7. Podsumowanie

Po analizie 83 wezwań publicznych przeprowadzonych na rynku polskim w latach 2006–2009, z szerokim spektrum sektorów gospodarczych, w których działają spółki celu, możemy stwierdzić, że co do zasady ceny akcji spółek przejmowanych odnotowywały wzrosty w odpowiedzi na ogłoszenie wezwania. Pozytywne reakcje rynku kapitałowego potwierdzają strategiczny, a nie spekulacyjny, charakter większości wezwań publicznych na rynku polskim, co w opinii inwestorów powinno przekładać się na dalszy rozwój przejmowanej spółki. O pozytywnych reakcjach rynku kapitałowego może decydować również przejrzystość informacyjna, jaką zapewnia procedura wezwania publicznego, gdyż podmiot przejmujący zobowiązany jest do określenia swoich zamiarów w odniesieniu do spółki celu w tekście wezwania, w tym w zakresie pozostawienia spółki celu na rynku regulowanym, tak więc inwestorzy nie muszą spekulować na temat potencjalnych celów przejęcia.

8. Bibliografia

1. Damodaran A., Acquisitions and takeovers, Stern School of Business, 2005.
2. Focus LLC, Twelve Value Drivers help increase corporate valuations in today's tough merger and acquisition environment, <http://www.focusbankers.com/publications/12valuedrivers.asp>
3. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.
4. Hoang, Thuy Vu Nga, Lapumnuaypon, Kamolrat, Critical Success Factors in Merger & Acquisition Projects, 2007.
5. Polska Agencja Prasowa S.A.
6. Rehm W., Sivertsen C. B., A strong foundation for M&A in 2010, 2010.
7. Uhlener R. T., West A. S., Running a winning M&A shop, The McKinsey Quarterly, 2008.

Sammary

Marek Gruchelski

Arguments over the Principles of Economy – Introduction

The above article consists of three parts. The first part presents the opinions included in the texts selected for the first session entitled "Arguments over the Principles of Economy" of the 17th Scientific Symposium of the Collegium of Management and Finance, Warsaw School of Economics in Warsaw. They concern the state of the theory of economy, the effectiveness of the activity of economists representing different economic schools in the area of detection and prevention of crises in the light of the present financial crisis in the world. On the basis of the presented opinions the following conclusions are drawn:

1. Economists were able to predict neither the crisis nor its size.
2. No modern macroeconomic model, whether worked out within the neoclassical or Keynesian school, describes accurately the contemporary economy and cannot be used directly as a tool to work out a strategy to overcome the crisis. That is why both governments and central banks applied typical Keynesian solutions from the 1930s adjusting them to the present day situation through a considerable extension of the volume of intervention as well as the coordination of activities of governments and central banks in the whole world economy.

The text presented in the second part of the article concerns the relation of economic growth to employment in the light of new tendencies within technological progress (described as the so-called 3rd industrial revolution). The final conclusion from the deliberations in this part of the article can be expressed as follows:

1. On the scale of the world economy, besides the traditional approach according to which the growth in production would lead to lower unemployment, there will be a feedback between the economic growth and unemployment but also on an increasing scale the relation between economic growth and unemployment will be reversed.
2. We may have to do with the reversed relation between the economic growth and unemployment also when reducing unemployment in the world economy through job creation in the less economically developed countries as a source of demand for production growth in well economically developed countries.

Monika Czerwonka, Marcin Rzeszutek

Analysis of Investment Behaviour of Stock Market Investors and Students of Business and Psychology from the perspective of Behavioural Finance

The aim of the study is to analyse and compare the investment behaviour of stock market investors and students of business and psychology from the perspective of behavioural finance. 120 people representing three research groups were examined: 40 stock exchange investors from Individual Investors Association, 40 SGH students from Student Scientific Investor Society and 40 Students from Psychology Department of Warsaw University.

Significant differences were shown between the examined groups with regard to cognitive and emotional distortions in the process of making decisions.

Piotr Wiśniewski

Intellectual Capital in the Polish Sector of Financial Services in the Period of 1999–2009

Intellectual capital is an attempt to possibly comprehensively look at the creation of corporate value from the perspective of intangible assets either possessed and created by it. Although in the period of 1999–2009, Polish financial sector was characterised by the development of scale higher than average as well the fastest dynamics of evaluation from among all industry indices of the Securities Exchange in Warsaw, it is difficult to collate it with a mediocre pace of innovations undertaken (e.g. measured in terms outlays for research and development in absolute values). It may reflect both fundamental and behavioural aspects of investment attractiveness of the Polish financial sector not connected directly with innovative activity and imply a specific “bonus” in the evaluation of Polish values resulting from the “aversion to innovation” (product, system etc.) in the period of the growing global financial crisis of recent years.

Dorota Bem

Economic Slowdown and Implementation of Investments in Poland

The article entitled “Economic Slowdown and Implementation of Investments in Poland”, while considering the issues of state interventionism in the economy in order to avoid crisis, mitigate its negative effects for the economy as well as indications of possibility of crisis, analyses the question of investments, costs of implementation of investment and investment spending from the state budget in the context of labour market and unemployment.

There is also an analysis of price determining factors of construction works.

Bearing in mind that every year the value of construction works considerably exceeds 40% of the value of public contracts, it should be stated that price determining factors of construction work costs have crucial direct impact on the value of public contracts.

The price determining factors of construction work costs having crucial and direct impact on the value of public contracts, and what follows state spending, are:

1) Value of materials.

2) Rates of estimate labour R_b (net) in zlotys per man-hour.

These rates include first of all workers' wages, complementary pay, statutory national insurance contributions (ZUS) and write-offs for the company social fund.

3) S – estimate value of labour construction equipment hire and equipment not demanding servicing.

4) Indirect costs surcharge factor W_{kp} (%).

5) Profit surcharge factor W_z (%).

The observation of price determining factors in the course of several years enabled setting periods of their rise or decline. Assigning the volume of price determining factors to economy evaluation factors in the same time perspective, it has been considered whether or not these factors reflect the state of economy.

Piotr Russel

Fiscal Policy Instruments Used in Selected European Countries as a Tool to Mitigate the Effects of Economic Crisis

The article first of all presents and attempts to assess the instrument of fiscal policy used by selected European countries to mitigate the effects of the current economic crisis. The results of the analysis prove that European countries used a wide spectrum of fiscal policy instruments. The use of tools on the one hand facilitated overcoming the crisis in many countries, on the other, it contributed to the rapid growth in budget deficit and public debt.

Jacek Sierak

Task Budgeting as a Tool to Improve Financial Management Effectiveness in Local Self-Government Units

The growth in the financial management effectiveness of local self-government units can be achieved through the application of proper planning methods and budget spending. Modern forms of finance management, including task budgeting serves this purpose. In task budgeting we speak about such a system of management in which specific goals are defined and hierarchized, and the measurement of the effect of funds spent on individual goals is made through the application of the presented indicators. Budget spending is presented in the form of tasks or programmes for which the required goals and measurements (indicators) of their assessment are described. The introduction of task budgeting by a local self-government unit should serve the purpose of improvement of effectiveness of public fund spending. The method of task budgeting should lead to a number of benefits, among which the most important are: better transparency and openness, rationalisation of costs of implementation of each task, better allocation of public funds, joining short, medium and long term planning, introduction of direct responsibility for the implementation of budget tasks, and eventually the growth in the quality of management of local self-government units.

Katarzyna Kreczmańska-Gigol

Commercial Receivables and Liabilities in relation to Corporate Capital

Companies finance their activities from different sources, the structure of capital in the company results from the selected source of finance. Companies generally make use of commercial credit, either as creditors or borrowers. Companies have numerous management tools at their disposal connected of commercial receivables and liabilities. The application of tools may have an impact on the level of receivables and liabilities. Many factors may affect the structure of corporate capital, including the level of commercial receivables and liabilities. The strength of interdependence between the level of receivables and liabilities and the structure of capital can be measured through the existing indicators of capital structure.

Kamil Liberadzki, Marcin Liberadzki

Principles of Calculation and Creation of Reserve to Cover the Risk of Exchange Rate of the Zloty against Foreign Currencies in the National Bank of Poland

According to the legal state in the first quarter of 2010, regulations on the principles of calculation of the National Bank of Poland (NBP) profit in 2009 proved imprecise. In particular, in the context of reserve creation in NBP to cover the risk of changes in the rate of the zloty against foreign currencies. The principles of EBC were analysed as NBP assumed them as its own. The starting point to propose the model of indication of the reserve in the financial reserve of NBP is to examine if they are compliant with the EBC accounting principles. Conclusions *de lege ferenda* are based, besides the above, on the knowledge of mechanism of the reserve calculation for covering the risk of changes in exchange rate of the zloty against foreign currencies. The mechanism makes use of the portfolio theory and VaR model. This approach determines the necessity of the portfolio approach when including NBP profit in calculation of unrealised incomes from the changes in the rate of exchange of the zloty against foreign currencies. On the other hand, Polish law permits the creation of relatively higher reserves to cover the risk of changes in the rate of the zloty against foreign currencies in relation to respective principles adopted by EBC.

Izabela Krawczyk-Sokołowska

Selected Aspects of Corporate Value

The value of the company is reflected in the evaluation of its activity and prospects for development. It is of utmost importance to implement the corporate strategy that consists in maximising the value for shareholders. The implementation of this priority considers also to a limited extent the priorities of remaining stakeholders including customers.

The rise in corporate value depends on many factors which affect the change in its value, either in a clear-cut way or the way difficult to estimate. There are external and internal factors. In the group of internal factors, an important role of corporate value growth creator is played by its human capital. In the group of external factors there are those indirectly dependent on the company (location) and those beyond its control (legal and tax regulations).

The sources of corporate value are recorded in financial reports and exist elsewhere constituting an important element of its value. It is worth emphasizing that unrecorded factors determine the size of changes in corporate value and affect the motivation and interest of all stakeholders.

Justyna Leonowicz

Mergers and Takeovers Exemplified by the Market of Public Calls in Poland

This paper is to present the ways of market measurement of value generated for the shareholders as a result of transactions of mergers and takeovers as well as to examine this value in the acquisitions of majority stakes in public companies on

the Polish market, implemented within the formula of public call for share sale or exchange. The author reviews basic issues connected with the specific character of the market of public calls: the legal framework and structure of the market and she analyses value creation and its level in the transactions of public calls carried out on the Polish market in the period of 2006–2009.

Having analysed 83 public calls carried out on the Polish market in 2006–2009, with a wide spectrum of business sectors the target companies work in, we can admit that as a matter of principle the prices of the acquired companies recorded growth in response to the announcement of call. Positive reactions of the capital market confirm in this connection a strategic and not speculative character of the public calls on the Polish market.