

STUDIA I PRACE

Kolegium
Zarządzania
i Finansów

ZESZYT NAUKOWY 127

STUDIA I PRACE

Kolegium
Zarządzania
i Finansów

ZESZYT NAUKOWY 127

SZKOŁA GŁÓWNA HANDLOWA W WARSZAWIE



**SKŁAD RADY NAUKOWEJ ZESZYTÓW NAUKOWYCH
„STUDIA I PRACE KOLEGIUM ZARZĄDZANIA I FINANSÓW”**

dr hab. Ryszard Bartkowiak, prof. SGH – przewodniczący
dr Piotr Wachowiak – 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
prof. dr hab. Janusz Ostaszewski
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

Redakcja językowa

Julia Konkołowicz-Pniewska

Redakcja statystyczna

Tomasz Michalski

Redakcja tematyczna

Małgorzata Iwanicz-Drozdowska (Finanse)

Wojciech Pacho (Ekonomia)

Piotr Płoszajski (Zarządzanie)

Sekretarz redakcji

Marcin Jakubiak

© Copyright by Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2013

ISSN 1234-8872

Nakład 270 egz.

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie – Oficyna Wydawnicza

02-554 Warszawa, al. Niepodległości 162

tel. 22 564 94 77, 22 564 94 86, fax 22 564 86 86

www.wydawnictwo.sgh.waw.pl, e-mail: wydawnictwo@sgh.waw.pl

Projekt okładki, koordynacja wydawnicza

Małgorzata Przestrzelska

Skład i łamanie

DM Quadro

Druk i oprawa

QUICK-DRUK s.c.

tel. 42 639 52 92, e-mail: quick@druk.pdi.pl

Zamówienie 122/VI/13

Spis treści

Od Rady Naukowej	7
<i>Czesław Martysz</i> Gospodarczy cud Trzeciej Rzeszy – prawda czy mit?	9
<i>Hubert Ślubik</i> Murray Newton Rothbard a Joseph Alois Schumpeter. Syntetyczne porównanie teorii ekonomicznych	27
<i>Małgorzata Mianowska</i> Wpływ metodyki i doboru danych rynkowych na wycenę transakcji REPO oraz BSB/SBB na potrzeby codziennego zabezpieczenia otwartych pozycji	47
<i>Mateusz Guzikowski, Bartosz Sternal</i> Stopa oszczędności a wzrost gospodarczy	69
<i>Monika Kubik-Kwiatkowska</i> Znaczenie rocznych i kwartalnych raportów finansowych dla wyceny spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.	87
<i>Magdalena Walczak</i> Inwestowanie społecznie nieodpowiedzialne – <i>When it's good, it's very very good. When it's bad, it's better</i>	109
<i>Elwira Ziółkowska</i> Idea Corporate Social Responsibility jako przykład społecznych aspektów funkcjonowania sektora bankowego przez pryzmat odpowiedzialności banków za kryzys <i>subprime</i>	127
<i>Katarzyna Kreczmańska-Gigoł, Renata Nowak</i> Należności banków od klientów indywidualnych i ich windykacja	149
Summary	169

Od Rady Naukowej

Przekazujemy w Państwa ręce kolejny zeszyt „Studiów i Prac Kolegium Zarządzania i Finansów”.

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.

Rozważania Czesława Martysza dotyczą gospodarczego cudu Trzeciej Rzeszy. Autor w swoim artykule opisuje następujące zagadnienia: założenia polityki gospodarczej, walkę z bezrobociem, produkcję rolną, produkcję zbrojeniową, założenia polityki zatrudnienia, długu publicznego, handlu zagranicznego oraz jakości życia.

Hubert Słubik podejmuje temat porównania teorii ekonomicznych Murrego Newtona Rothbarda i Josepha Aloisa Schumpetera. Część pierwsza poświęcona jest teorii cykli koniunkturalnych oraz odmiennego postrzegania przyczyn ich występowania. Część druga poświęcona jest rozważaniom stanowiącym o naturze państwa.

Małgorzata Mianowska w swoim artykule omawia wpływ metodyki i doboru danych rynkowych na wycenę transakcji REPO oraz BSB/SBB na potrzeby codziennego zabezpieczenia otwartych pozycji. Opisuje specyfikę transakcji REPO/reverse REPO, BUY/SELL BACK (SELL/BUY BACK). Charakteryzuje wycenę transakcji REPO i BSB na przykładzie polskich obligacji.

Mateusz Guzikowski i Bartosz Sternal w swoim artykule prezentują przegląd literatury dotyczącej zależności przyczynowo-skutkowej pomiędzy stopą (stopami) oszczędności a tempem długookresowego wzrostu gospodarczego. Opisują stopę oszczędności w modelu Solowa oraz przedstawiają krytykę tego modelu. Zajmują się również stopą oszczędności w modelach endogenicznego wzrostu. Charakteryzują wpływ dystansu do światowej granicy technologicznej na tempo wzrostu. Dokonują też analizy opisanych modeli.

Monika Kubik-Kwiatkowska przedstawia znaczenie rocznych i kwartalnych raportów finansowych dla wyceny spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Badanie przeprowadzone przez autorkę objęło roczne i kwartalne raporty spółek w okresie od 2000 r. do pierwszej połowy 2011 r. Wynika z nich, że raporty roczne zawierające zaudytowane sprawozdania finansowe objaśniają obserwowane ceny akcji znacząco lepiej niż informacje z nieaudytowanych raportów kwartalnych.

Magdalena Walczak rozważa problem inwestowania społecznie nieodpowiedzialnego. Autorka koncentruje się na zagadnieniach definicji „grzesznej” inwestycji, na jej charakterystyce ze szczególnym uwzględnieniem struktury geograficznej, charakterystyce „nieetycznego inwestora” oraz efektywności tego typu inwestycji.

Elwira Ziółkowska w swoim artykule opisuje ideę Corporate Social Responsibility jako przykład społecznych aspektów funkcjonowania sektora bankowego przez pryzmat odpowiedzialności banków za kryzys *subprime*. Omawia istotę społecznej odpowiedzialności w sektorze bankowym. Przedstawia CSR w ujęciu standardów międzynarodowych i krajowych. Zwraca uwagę na odpowiedzialność banków za kryzys *subprime* w aspekcie CSR oraz kierunki rozwoju tej koncepcji w sektorze bankowym.

Celem artykułu Katarzyny Kreczmańskiej-Gigol i Renaty Nowak jest zaprezentowanie wyników badań dotyczących modeli windykacji stosowanych przez banki wobec klientów indywidualnych. Autorki omawiają przyczyny nadmiernego zadłużania się gospodarstw domowych oraz specyfikę banku jako wierzyciela. Charakteryzują narzędzia windykacyjne stosowane przez banki. Na podstawie przeprowadzonych badań opisują modele windykacji stosowane przez banki.

Pozostajemy w przekonaniu, że zaprezentowane artykuły 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
Piotr Wachowiak

Gospodarczy cud Trzeciej Rzeszy – prawda czy mit?

1. Wprowadzenie

Krach na giełdzie nowojorskiej w październiku 1929 r. uznaje się za początek historii światowego kryzysu gospodarczego¹. Pozbawiona możliwości korzystania z obcego kapitału niemiecka gospodarka zaczęła pogrążyć się w głębokim kryzysie. Gwałtowny spadek popytu na dobra inwestycyjne i artykuły konsumpcyjne spowodował ogromną nadprodukcję w przemyśle, którą można było ograniczyć jedynie poprzez zwolnienie setek tysięcy robotników. Kulminacyjnym momentem był rok 1932, kiedy w porównaniu z rokiem 1929 zatrudnienie i produkt narodowy netto spadły o blisko 20%. Z trudną sytuacją nie mogły poradzić sobie kolejno rządy Heinricha Brüninga (23.03.1930–30.05.1932), Franza Papena (01.06.1932–02.12.1932) i Kurta Schleichera (03.12.1932–28.01.1933). Nastroje społeczne stale się pogarszały, ponieważ Niemcy wyrażali powszechne niezadowolenie z sytuacji gospodarczej w Republice Weimarskiej. Wyjścia z kryzysu zaczęto upatrywać w nowym systemie ekonomicznym, charakteryzującym się silnym rządem oraz wysokim stopniem interwencjonizmu państwowego².

Na początku lat 30. XX wieku na podatny grunt niezadowolonego społeczeństwa niemieckiego padać zaczęły hasła głoszone przez Narodowosocjalistyczną Niemiec

¹ Jednym z wyjątków był Związek Radziecki, co wiązać należy z silną nacjonalizacją i autarkizacją gospodarki.

² Cz. Łuczak, *Dzieje gospodarcze Niemiec: 1871–1945*, Wydawnictwo Naukowe UAM, Poznań 1984, s. 118–119.

Partię Pracy (Nationalsozialistische Deutsche Arbeiterpartei, NSDAP). Dnia 30 stycznia 1933 r. kanclerzem Niemiec został jej charyzmatyczny przywódca Adolf Hitler, który w swoich licznych przemówieniach oznajmił, że Niemcy wkrótce staną się światową potęgą gospodarczą. Choć wszyscy polityczni przeciwnicy przepowiadali niechybną polityczną klęskę Hitlera, to polepszająca się sytuacja gospodarcza wyraźnie działała na korzyść partii nazistowskiej. Po kilku latach rządów nazistowskich kraj zmienił się nie do poznania. Niemieckie społeczeństwo zaczęło widzieć w Adolfie Hitlerze charyzmatycznego reformatora i przywódcę nowego państwa. Sukces gospodarczy nazistów był głównym filarem tej światopoglądowej i politycznej przemiany.

W latach 1933–1936 PNB Niemiec wzrastał w rocznym tempie 9,5%, produkcja 17%, zaś bezrobocie spadło z 6 mln do 1 mln³. Na czym polegał „nazistowski cud gospodarczy”? Czy miał on w ogóle miejsce? Co sprawiło, że tuż przed II wojną światową Niemcy były przez niektórych postrzegane jako najlepiej rozwijający się gospodarczo kraj świata? Czy wojna była już wtedy nieunikniona? Analizując najważniejsze wydarzenia z niemieckiej historii gospodarczej bezpośrednio poprzedzającej II wojnę światową, będę starał się znaleźć odpowiedzi na te i inne do dziś nurtujące historyków pytania.

2. Założenia polityki gospodarczej Trzeciej Rzeszy

Narodowi socjaliści wykorzystali politykę deflacyjną i inne przedsięwzięcia swoich poprzedników. One to bowiem, wraz z wprowadzoną kontrolą dewiz, stworzyły w sferze płatniczej warunki umożliwiające realizację „autonomicznej” wewnętrznej polityki ekspansji. Bez nich nie byłaby możliwa propagowana przez narodowy socjalizm „koniunktura ilościowa”, tj. rozszerzenie produkcji przy znacznie ustabilizowanych cenach. Charakterystycznymi cechami filozofii nazistowskiej była niechęć do gospodarki wolnorynkowej, demokracji politycznej i związków zawodowych. Nacisk kładziono na dyscyplinę i jedność wszystkich obywateli, usiłując w ten sposób wyeliminować antagonizm między pracą a kierownictwem (kapitałem). Cele ekonomiczne miały być definiowane przez przywódcę, a nie wynikać z interesów indywidualnych wytwórców czy konsumentów. Organizacja karteli miała zapewnić efektywność i wyeliminowanie powielania mocy wytwórczych, będących szkodliwymi skutkami konkurencji. Filozofia ta podkreślała jasno prymat polityki nad gospodarką, przy zachowaniu własności prywatnej⁴.

³ A. Barkai, *Nazi economics: ideology, theory, and policy*, Berg, Oxford 1990, s. 158.

⁴ S.G. Kozłowski, *Systemy ekonomiczne*, Wydawnictwo UMCS, Lublin 2004, s. 104.

Już na początku swych rządów Adolf Hitler podkreślał, że nowa nazistowska polityka gospodarcza, charakteryzująca się wzmocnioną ingerencją państwa, będzie podporządkowana określonym celom. Dnia 3 lutego 1933 r. kanclerz oświadczył swym generałom, że „kryzysu gospodarki niemieckiej nie da się rozwiązać drogą wewnętrznego kolonizacji czy zwiększenia eksportu, lecz tylko przez rozszerzenie przestrzeni życiowej” (*Lebensraumerweiterung*)⁵. Kilka tygodni później Hitler, wypowiadając się w podobnym tonie, oświadczył, że „następne pięć lat ma być poświęcone militaryzacji Niemiec. Każdy rządowy plan służący kreacji nowych miejsc pracy musi być skonfrontowany z tymże celem (...). Absolutne pierwszeństwo zajmować będzie obrona”. Niewątpliwie na celowniku nazistów znajdowały się zakrojone na szeroką skalę zbrojenia, gdzie plany likwidacji bezrobocia odgrywały rolę podrzędną⁶. Pierwsze oznaki nadchodzącej wojny zaczynały być już widoczne.

3. Walka z bezrobociem na „pierwszy ogień”

W 1933 r. przyjęty został plan czteroletni, którego podstawowe założenia obejmowały: wzrost zatrudnienia oraz stymulowanie globalnego popytu przez ambitny plan robót publicznych, osiągnięcie samowystarczalności w zakresie niektórych surowców, ekspansję ekonomiczną, państwową kontrolę systemu bankowego, państwową kontrolę podziału i konsumpcji, a także wprowadzenie ostrych ograniczeń ruchliwości robotników rolnych i przemysłowych.

W Niemczech poprawa koniunktury po ustającym kryzysie gospodarczym zarysowała się już w 1933 r., kiedy wzrastająca produkcja przemysłowa oraz ceny akcji przemysłowych stały się ewidentną oznaką poprawy sytuacji gospodarczej, która zbiegła się w czasie z dojściem Hitlera do władzy. Było to dla reżimu okolicznością nad wyraz pomyślną, gdyż skutki ożywienia można było prezentować w kontekście zasług nowego rządu, choć była to w dużej mierze manipulacja. Niemcy zostały ponadto uwolnione od ciężącego na nich długu reparacyjnego z tytułu odszkodowań wojennych⁷. Rząd, wykorzystując sprzyjające okoliczności i korzystając z poparcia wielkiego biznesu⁸, uruchomił rozległy program walki z bezrobociem, który już w ciągu roku obniżył rekordowe sześciomilionowe bezrobocie o prawie

⁵ K.J. Błahut, *Elementy polityki gospodarczej Niemiec*, Wydawnictwo UW, Wrocław 1992, s. 61.

⁶ A. Barkai, *op.cit.*, s. 160.

⁷ J. Krasuski, *Historia Niemiec*, Zakład Narodowy im. Ossolińskich, Wrocław 1998, s. 439.

⁸ Główną rolę odgrywał tutaj przemysł ciężki. Zob. R. Overy, *War and economy in the Third Reich*, Clarendon Press, Oxford 1994, s. 93–118.

40%⁹. Przedsiębiorców wspierano przez atrakcyjne kredyty i subsydia, namawiając ich jednocześnie do tworzenia nowych miejsc pracy, likwidacji nadgodzin i prowadzenia polityki opartej na ponownym zatrudnieniu. Rozszerzeniu palety kredytów służyło zwiększenie kontroli państwa nad systemem bankowym. Często oferowano także rabaty w formie certyfikatów, których używano w transakcjach handlowych i spłacie podatków.

Władze hitlerowskie w związku z przygotowaniem się do wojny nie szczędziły środków finansowych na inwestycje przydatne do zaspokojenia szeroko pojętych potrzeb militarnych. Dodatkowe zamówienia publiczne i inwestycje w latach 1933–1936 osiągnęły sumę ponad 27 mld reichsmarek, z czego 11 mld pochodziło z Banku Rzeszy, a reszta z różnego rodzaju pożyczek. Ponad 80% dodatkowych środków przeznaczono na zbrojenia i rozwój armii, co potwierdza, że wydatki zbrojeniowe odgrywały kluczową rolę w likwidacji olbrzymiego bezrobocia¹⁰. Bez nich przewyższenie kryzysu byłoby bardzo utrudnione, o ile w ogóle możliwe.

Przyczyny wysokiego poziomu bezrobocia w czasie Wielkiego Kryzysu leżały w niedokapitalizowaniu gospodarki po hiperinflacji w 1923 r., spowodowanym przez kulejący popyt wewnętrzny, wysoki koszt kapitału i nieumiejętność inwestowania w nowe technologie, co czyniło gospodarkę niemiecką w dużym stopniu zależną od inwestycji zagranicznych. Cechą charakterystyczną bezrobocia w Niemczech była także jego duża sezonowość¹¹. Mając to na uwadze, rząd starał się zwiększyć udział sektora publicznego w gospodarce, głównie poprzez masowe roboty publiczne, budowę sieci autostrad (Reichsautobahnen, RAB), budowę linii kolejowych, sieci kanalizacyjnych, zaś od maja 1935 r. całkowicie przestawiając gospodarkę na „tory wojenne”. Wydatki na roboty publiczne w latach 1933–1936 osiągnęły kwotę 3,5 mld reichsmarek; pozwoliły podwoić produkcję i zwiększyć zatrudnienie o ponad 400 000 osób. Oprócz inwestycji na spadek bezrobocia wpłynął także rozwój sił zbrojnych i rozbudowa aparatu partyjnego.

Naziści doskonale zdawali sobie sprawę, że dzięki szybkiej likwidacji bezrobocia zyskają społeczne przyzwolenie i swobodę realizacji swych idei. Zaczęto więc sprytnie manipulować statystykami. O desperacji rządzących świadczyły kampanie propagujące np. zmniejszenie czasu trwania pracy (by móc zatrudnić więcej osób), przymusowe wysyłanie pracujących kobiet do domów¹² i zastępowanie ich przez bezrobotnych

⁹ Było to po części efektem manipulacji statystykami, o czym więcej w dalszej części artykułu.

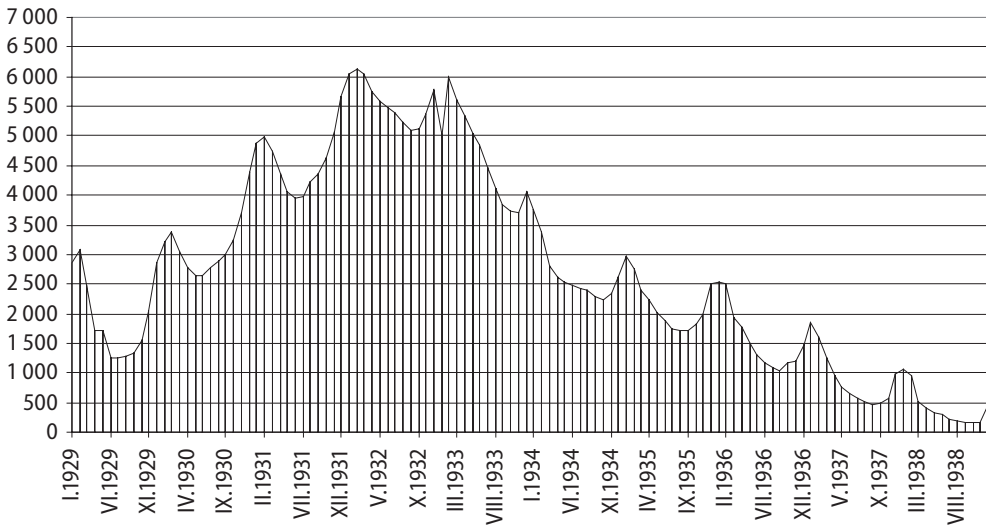
¹⁰ A. Barkai, op.cit., s. 158.

¹¹ Powodem był duży sektor rolniczy i ostre zimy, szczególnie niesprzyjające budownictwu. Zob. rysunek 1.

¹² Kobiety pracujące w domach traktowano nadal jako osoby zatrudnione. Zob: A. Piński, *Mit gospodarczego sukcesu III Rzeszy*, Obserwator Finansowy, 24.10.2012, <http://www.obserwatorfinansowy>.

(aczkolwiek żonatych) mężczyzn, czy też faworyzowanie rodziny z jedną osobą pracującą. Co więcej, w 1935 r. przywrócono pobór do wojska, w którym w roku 1939 służyło przeszło 1,4 mln Niemców. Efektem tych często „sztucznych” i statystycznych zabiegów był jednakże potężny spadek bezrobocia, widoczny na rysunku 1, niepozostający bez wpływu na pozytywny obraz nazistowskiej gospodarki.

Rysunek 1. Bezrobocie w Niemczech w latach 1929–1938 (w tys.)



Źródło: R. Overy, *War and economy in the Third Reich*, Clarendon Press, Oxford 1994, s. 39.

Podobny charakter, choć wzbogacone o indoktrynację, miały stworzone przez nazistów w połowie roku 1933 (przeznaczone głównie dla młodzieży) organizacje służby pracy – Reichsarbeitsdienst (RAD) oraz Landhilfe. RAD szybko zyskała charakter organizacji masowej, wykonującej prace wspomagające w programach robót publicznych, jednakże z początku nie cieszyła się zbyt dużą popularnością. Jej popularność wzrosła za sprawą propagandowego filmu Leni Riefenstahl „Triumf Woli” z roku 1934, a rok później, tj. 26 marca 1935 r., wprowadzono dla każdego niemieckiego obywatela w wieku 18–25 lat roczny przymus pracy w RAD. W szczytowym okresie (1936) liczba członków RAD wynosiła 340 tysięcy. Zazwyczaj obowiązek pracy wypełniano przed pójściem na studia lub wstąpieniem do wojska¹³. Nicco lepsze rezultaty przyniósł program kreacji miejsc pracy, oparty na niewy-

pl/forma/analizy/mit-gospodarczego-sukcesu-iii-rzeszy/.

¹³ B. Taylor, *Inżynierowie – tajna armia Hitlera*, Wydawnictwo RM, Warszawa 2011, s. 33.

kwalfikowanej sile roboczej, prowadzony przez niemiecką koleją i pocztę – w marcu 1934 r. liczba zatrudnionych chwilowo przekroczyła 630 000, spadając wkrótce do około 200 000 pod koniec roku 1935. Obowiązywał tu 40-godzinny tydzień pracy zaś wszelkie nadgodziny były surowo karane. Po 1936 r. realia gospodarcze uległy zmianie. W związku z niedoborem wolnej siły roboczej i intensyfikacją zbrojeń rząd odwrócił politykę zatrudnienia o 180 stopni, wydłużając czas pracy i wprowadzając jej przymus.

4. Zbyt mały wzrost produkcji rolnej

NSDAP już kilka lat przed dojściem do władzy postulowała zapewnienie Rzeszy samowystarczalności w dziedzinie wyżywienia. Władze podjęły kompleksowe przedsięwzięcia służące zwiększeniu wytwórczości rolnej i hodowlanej w imię ogłoszonej na zjeździe chłopów w listopadzie 1934 r. „bitwy o wzrost produkcji” (Erzeugungsschlacht). Jednym z celów „bitwy” było zwiększenie podaży kredytów na zakup maszyn rolniczych oraz budowa izb mieszkalnych dla pracowników sezonowych. Wcześniej, bo 29 września 1933 r. uchwalono ustawę o gospodarstwie dziedzicznym Rzeszy, według której gospodarstw od 7,5 do 125 ha nie wolno było dzielić, sprzedawać ani kredytować pod hipotekę. Ponadto mogły one być dziedziczone przez jedną osobę (najstarszego syna)¹⁴. Regulacja ta podtrzymała silnie ekonomiczną warstwę średniorolnego i bogatego chłopstwa i spowodowała wzrost jego aktywności gospodarczej, za co odwzajemniło się ono udzielaniem poparcia dla większości poczynań władz hitlerowskich¹⁵.

Dla rolników organizowano specjalne kursy i „pogadanki”, implementowano nowe techniki uprawy, rozbudowywano sieć szkół rolniczych, wyświetlano filmy instruktażowe. Za pomocą urzędów do spraw gospodarki nasiennej stworzono obowiązkową, planową i powszechną gospodarkę nasienną. Stosowano także cła hamujące napływ tanich płodów rolnych zza granicy. Wprowadzono zakaz zmiany zawodu przez robotników rolnych, zabezpieczając tym samym zasoby siły roboczej na wsi. Podobnie jak w przemyśle, przyznawano niezliczone ulgi i subwencje. Efektami tych zabiegów był m.in. wzrost ogólnej wartości produkcji rolnej o 23% i przeciętnej wydajności plonów z ha o kilkanaście procent, przy jednoczesnym spadku całkowitej powierzchni zasiewów. Niestety, zbyt wolno wzrastało погоłowie bydła, a wartość

¹⁴ J.K. Galbraith, *Hereditary Land in the Third Reich*, „The Quarterly Journal of Economics”, Vol. 53, No. 3 (05.1939), Oxford University Press, s. 465–476.

¹⁵ <http://de.academic.ru/dic.nsf/dewiki/408222>.

produkcji netto rolnictwa, nawet w rekordowym roku 1938, wyniosła tylko 90% wartości z roku 1928.

Polityka agrarna Trzeciej Rzeszy podporządkowała rolnictwo całkowicie interesom reżimu, choć nie podjęto się ostatecznie reformy rolnej, koniecznej dla poprawy struktury agrarnej. Pomimo nasilającej się ucieczki ludzi ze wsi do miast¹⁶ (m.in. do dynamicznie rozwijającego się przemysłu zbrojeniowego) oraz związanego z tym spadku wolnych rąk do pracy na roli współczynnik samowystarczalności żywnościowej kraju zwiększył się z 68% w roku 1933 do ponad 83% w roku 1939. Choć prace żniwne wspomagali m.in. członkowie Hitlerjugend i RAD¹⁷, lukę na rynku pracy w rolnictwie udało się pokryć dopiero dzięki napływowi robotników przymusowych i jeńców wojennych po roku 1939¹⁸.

5. Przystawienie gospodarki na produkcję zbrojeniową

Ze wszystkich środków zastosowanych przez rząd narodowosocjalistyczny wydatki na zbrojenia dawały najsilniejsze ekspansywne efekty w osiągnięciu stanu pełnego zatrudnienia. Udział inwestycji zbrojeniowych w produkcie narodowym brutto zwiększył się z 1,29% w roku 1933 do prawie 16,2% w roku 1938, co pokazano na rysunku 2.

Realizacja opracowanego przez władze hitlerowskie planu rozwoju zbrojeń wymagała modernizacji i rozbudowy przemysłu, na co wydawano z roku na rok coraz więcej. Nakłady inwestycyjne w przemyśle zwiększyły się w latach 1933–1936 o 387%, przy czym przemysł środków konsumpcyjnych odgrywał tutaj rolę drugorzędną – jego łączny udział w nakładach spadł w ciągu tych lat o 22% do poziomu zaledwie 24,7%, co pokazano na rysunku 3.

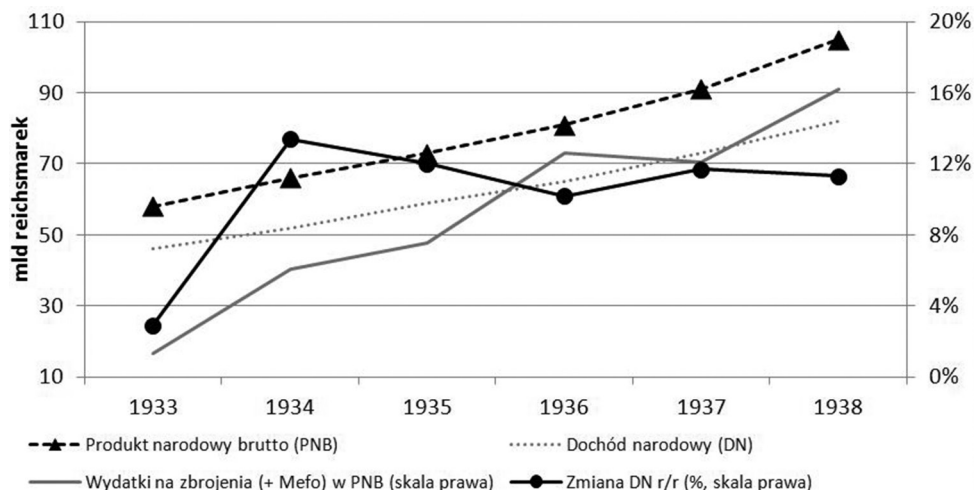
Kluczową rolę przypisywano rozwojowi hutnictwa, ściśle związanemu z produkcją zbrojeniową. Najbardziej wzrosła w badanym okresie produkcja samolotów (o 2154%) oraz produktów ropopochodnych (o 740%). Dla tych ostatnich do maksimum zwiększono produkcję, nie bacząc na wysokość kosztów. To odstępianie od powszechnej zasady ekonomicznej opłacalności świadczyło o chęci szybkiego przygotowania Niemiec do wojny.

¹⁶ Szacuje się, że w okresie 1933–1939 liczba osób zatrudnionych w rolnictwie spadła o 440 tysięcy ludzi. Zob. <http://www.bpb.de/geschichte/nationalsozialismus/dossier-nationalsozialismus/39551/wirtschaft-und-gesellschaft>.

¹⁷ W. Benz, *Historia Trzeciej Rzeszy*, Wydawnictwo TRIO, Warszawa 2006, s. 77.

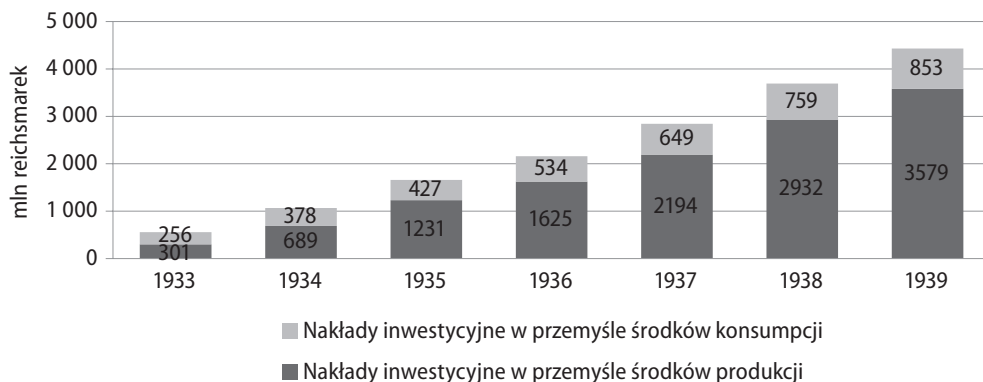
¹⁸ <http://www.bpb.de/geschichte/nationalsozialismus/dossier-nationalsozialismus/39551/wirtschaft-und-gesellschaft>.

Rysunek 2. PNB, dochód narodowy oraz wydatki na zbrojenia w Niemczech w latach 1933–1938



Źródło: W. Rolf, *Wirtschaftsgeschichte: vom Merkantilismus bis zur Gegenwart*, Böhlau, Köln 1998, s. 190.

Rysunek 3. Nakłady inwestycyjne w przemyśle w Niemczech w latach 1933–1939



Źródło: Cz. Łuczak, *Dzieje gospodarcze Niemiec: 1871–1945*, Wydawnictwo Naukowe UAM, Poznań 1984, s. 132.

W okresie przestawienia niemieckiej gospodarki na tory wojenne ujawniła się tendencja do przyśpieszonej koncentracji i centralizacji. Pojawiły się nowe zrzeszenia monopolistyczne, zawdzięczające swe powstanie odpowiedniej polityce gospodarczej państwa. Ich interesy zabezpieczono ustawą o przymusowej kartelizacji z 15 lipca 1933 r. Regulacja ta była podwaliną pod państwowo-monopolistyczną gospodarkę

zbrojeniową, ponieważ ministerstwo gospodarki Rzeszy uzyskało prawo do m.in. podejmowania decyzji przymusowego łączenia przedsiębiorstw, zakazów tworzenia i rozszerzania działalności przedsiębiorstw oraz do interwencji w dziedzinach ich mocy produkcyjnych. Od początku ściśle współpracowano z właścicielami wielkich zakładów przemysłowych takich, jak Friedrich Krupp czy IG Farben, którzy odwzajemniali się, udzielając finansowego wsparcia NSDAP. Wkrótce potem pojawiły się kolejne regulacje zabraniające inwestycji w gałęziach o małym znaczeniu dla rozwoju produkcji zbrojeniowej. Gwałtownie spadała liczba drobnych zakładów rzemieślniczych oraz liczba spółek akcyjnych, choć zwiększyła się wielkość przeciętnego kapitału nominalnego nań przypadającego.

Dokonywanie zmian w strukturze organizacyjnej gospodarki narzucały wydawane od jesieni 1933 r. ustawy¹⁹, które wraz z opracowanymi do nich rozporządzeniami wykonawczymi tworzyły podstawy prawne do powstawania nowych form organizacyjnych życia gospodarczego. Najwyższym ogniwem w tym pozarolniczym samorządzie gospodarczym była Izba Gospodarcza Rzeszy (Reichswirtschaftskammer), której podporządkowano sześć grup gospodarczych Rzeszy (Reichsgruppen): przemysł, handel, banki, ubezpieczenia, energetykę i rzemiosło. Tak skonstruowany organ administracyjny skupiał przymusowo wszystkich właścicieli placówek gospodarczych i stanowił narzędzie hitlerowskiego państwa w realizacji ustalonych przez nie zadań ekonomicznych, podlegając ściśle ministerstwu gospodarki Rzeszy.

6. Założenia polityki zatrudnienia

Wprowadzenie hitlerowskiego prawa pracy i jego konsekwentne przestrzeganie oznaczało dla przytłaczającej większości zatrudnionych w Rzeszy pogorszenie się ich warunków pracy oraz utrzymywanie wynagrodzeń na niskim poziomie. W maju 1934 r. wprowadzono ustawę zapobiegającą ucieczce ludności ze wsi do miast, zaś od 10 sierpnia nie wolno było także zmieniać miejsca pracy w niektórych przypadkach. Po roku 1936, kiedy to przygotowania do wojny weszły w ostateczną fazę, ze względu na wyczerpywanie się wolnej siły roboczej i zmiany w branżowej strukturze zatrudnienia, władze wprowadziły **obowiązek pracy**. Pracownicy nie mogli wtedy odejść z pracy bez zezwolenia swojego pracodawcy, co przypominało powrót do czasów feudalizmu²⁰.

¹⁹ Były to m.in. ustawa z dnia 13.09.1933 r. o Stanie Żywicielskim Rzeszy, ustawa z dnia 20.01.1934 r. o uporządkowaniu narodowej pracy czy ustawa z dnia 27.02.1934 r. o przygotowaniu do odbudowy niemieckiej gospodarki. Zob. Cz. Łuczak, op.cit., s. 123.

²⁰ A. Piński, op.cit.

Wkrótce potem przeciętny czas pracy wydłużył się, osiągając tuż przed wojną poziom 48,5 godziny tygodniowo. Co więcej, w trakcie II wojny światowej w roku 1944 potrafił on wynieść w niektórych gałęziach przemysłu nawet 72 godziny tygodniowo.

Z drugiej zaś strony „Bitwa o Pracę” zapewniła korzyści materialne i przekształciła atmosferę psychiczną w środowisku robotników, stanowiących wówczas najliczniejszą klasę społeczną, dla których kryzys ekonomiczny bardziej niż dla innych równał się katastrofie egzystencjalnej. Niemieckim robotnikom utratę praw do zrzeszania się zrekompensovano przywróceniem możliwości pracy. Sprawnie działająca i dostarczająca bodźców emocjonalnych machina propagandowa (kierowana przez Josepha Goebbelsa) oraz rzeczywista poprawa sytuacji gospodarczej sprawiły, że NSDAP w szybkim czasie zyskało sobie poparcie milionów Niemców, gotowych na nowe wyzwania i zdolnych do wielu wyrzeczeń. Nawet w dziedzinie tak materialnej i przyziemnej, jak konsumpcja²¹ reżimowi udało się stworzyć klimat, w którym propaganda i autosugestia rzutowały na ocenę własnej sytuacji obywateli.

Warto wspomnieć, że od 1933 r. w miejsce likwidowanych związków zawodowych powstała hitlerowska organizacja związkowa o nazwie Front Pracy (Deutsche Arbeitsfront, DAF), której głównym celem było indoktrynowanie klasy robotniczej w duchu nazizmu oraz ścisła współpraca z aparatem administracyjnym Trzeciej Rzeszy. Tradycją DAF-u było organizowanie zarówno hucznie obchodzonego w Rzeszy święta pracy, jak i wszelkich imprez kulturalnych dla pracowników, opatrzonych hasłem przewodnim „Siła przez radość” (Kraft durch Freude²²). Jednym z efektów tej polityki był znaczny wzrost wydajności i długości czasu pracy przy jednoczesnym spadku konsumpcji, stałych płacach i minimalnie lepszym (w stosunku do roku 1932) standardzie życia²³. Dzięki zaufaniu społecznemu, które nie dane było poprzednim rządóm niemieckim, naziści, działając na stabilnym gruncie politycznym, mogli w pełni wprowadzać swą filozofię w życie.

7. Kreacja i maskowanie potężnego długu publicznego

Władzom gospodarczym brakowało przejrzystego rozgraniczenia kompetencji, co oznaczało rywalizację między instancjami państwa i partii oraz niepewność idei.

²¹ *Konsumpolitik: die Regulierung des privaten Verbrauchs im 20. Jahrhundert*, red. Hartmut Berghoff, Vandenhoeck und Ruprecht, Göttingen 1999, passim.

²² Była to organizacja zapewniająca pracownikom subsydiowane wakacje i urlopy. Zob: B. Taylor, op.cit., s. 19.

²³ R. Grunberger, *Historia Społeczna Trzeciej Rzeszy*, Państwowy Instytut Wydawniczy, Warszawa 1994, passim.

Znaną osobistością odpowiedzialną za gospodarkę Rzeszy był najpierw minister gospodarki i żywienia Alfred Hugenberg, potem w 1934 roku urząd ten objął Hjalmar Schacht, będąc jednocześnie prezydentem Banku Rzeszy. To właśnie jego politykę pieniężną i kredytową uznaje się za sedno niemieckiego „cudu gospodarczego” lat przedwojennych. Wbrew rozpowszechnionej opinii pełniła ona jednakże wspomagającą rolę, znajdując się w cieniu polityki fiskalnej i ograniczając się do gładkiego finansowania deficytu budżetowego, bo polityka kredytowa miała rozwiązywać jedynie kwestie czysto techniczne. W ramach wspomnianego programu kreacji pracy, inwestycje lat 1933–1934, opiewające na kwotę 5 mld reichsmarek, postanowiono finansować poprzez zwiększenie płynnego długu państwa. Zasadniczy problem polegał bowiem na tym, że zgodnie z uchwalonymi w 1924 r. regulacjami (a więc tuż po katastrofalnej hiperinflacji) bezpośrednie pożyczki Reichsbanku dla rządu nie mogły przekroczyć 100 mln marek. Praktykowano zatem system „zaliczkowania” w formie wystawiania weksli (*Arbeitsbeschaffungswechsel*) na specjalnie utworzone instytucje²⁴ z gwarancją redyskonta przez Bank Rzeszy. Zamaskowany dług państwa zwiększył się dzięki temu w latach 1933–1938 w sumie o prawie 17 mld reichsmarek, co w roku 1938 odpowiadało ponad 20% dochodu narodowego²⁵.

Inną, równie sprytną formą wydatkowania deficytowego było finansowanie rosnących wydatków państwa poprzez specjalne weksle Mefo (*Metalurgische Forschungsgesellschaft*). W sierpniu 1933 r. wiodące przedsiębiorstwa przemysłu²⁶ zawiązały spółkę o kapitale akcyjnym w wysokości 250 000 reichsmarek, która miała zupełnie fikcyjny charakter, ponieważ wystawiane na nią weksle osiągnęły w 1936 r. wartość 10 mld reichsmarek (40 000 razy więcej od wkładu!). Redyskontowane przez Bank Rzeszy weksle Mefo odgrywały rolę banknotów, którymi finansowano głównie zbrojenia²⁷. Biorąc pod uwagę dwa ostatnie akapity, można oszacować, że dług publiczny Trzeciej Rzeszy wzrósł w latach 1933–1937 z poziomu 12% do przeszło 25,5%²⁸.

Hjalmar Schacht wiedział, że dodrukowanie banknotów mogłoby przynieść taki sam katastrofalny rezultat, jak podczas hiperinflacji w 1923 r. Ponadto umiarkowany wzrost emisji waluty w połączeniu z „maskowanym kredytowaniem”, przy niewystarczającej podaży niektórych artykułów na rynku, mógłby również doprowadzić

²⁴ Najczęściej było to *Deutsche Gesellschaft für öffentliche Arbeiten A.C.*. Zob. K. Błahut, op.cit., s. 63.

²⁵ Por. rysunek 2.

²⁶ Były to Krupp, Siemens, Rheinmetall i Gutehoffnungshütte. Zob. R. Walter, *Wirtschaftsgeschichte: vom Merkantilismus bis zur Gegenwart*, Böhlau Verlag, Köln 1998, s. 182.

²⁷ Po upływie czasu ważności weksli nie nastąpiło ani zabezpieczenie długu, ani ich spłata. Przepuszczalnie ich pokrycie miało nastąpić dopiero po zwycięskiej wojnie.

²⁸ Por. A. Piński, op.cit.

do wzrostu cen niektórych dóbr konsumpcyjnych. W celu wyeliminowania tego problemu Schacht skutecznie zamroził na początku 1936 r. ceny, co uważane jest za jedno z najważniejszych osiągnięć Niemiec w dziedzinie wewnętrznej polityki handlowej. Indeks cen hurtowych w latach 1933–1936 wzrósł o 13%, zaś w latach 1936–1939 (po zamrożeniu) o symboliczne 2%. Już w 1933 r. zarządzono z kolei zamrożenie wielkości wynagrodzeń (Lohnstopp), za którego nieprzestrzeganie karano czasem nawet pozbawieniem wolności. Wzrost przeciętnej rocznej płacy w latach 1933–1936 o 11% w przemyśle i rzemiośle był zatem rezultatem przedłużenia czasu pracy.

Ogólnie rzecz biorąc, przyczyną znacznego wzrostu wydatków Rzeszy, obok wspomnianych już zbrojeń, była nasilająca się centralizacja w sferze fiskalnej. Rosnące znaczenie wydatków państwa w niemieckiej gospodarce znajduje wyraz we wzroście jej udziału w dochodzie społecznym z 11% w roku 1928 do 30% w roku 1936. W 1933 r. wprowadzono, w celu „ochrony” rynku kapitałowego, generalną blokadę emisji wszelkiego rodzaju prywatnych papierów wartościowych, od 1936 r. także pieniądza. Wtedy to Bank Rzeszy uzyskał monopol na emisję pieniądza. Rynkiem kapitałowym sterowano rygorystycznie. Wniosek narzuca się sam – celem narodowo-socjalistycznej polityki gospodarczej nie było stworzenie warunków dla samoczynnej koniunktury gospodarczej, lecz całkowite podporządkowanie jej celom militarnym.

8. Handel zagraniczny

Militaryzacja niemieckiej gospodarki w dużym stopniu zależała od strategicznych surowców, których ciągle brakowało (z wyjątkiem węgla kamiennego). Wiele posunięć, poczynawszy od intensyfikacji rolnictwa a skończywszy na używaniu surowców zastępczych, prowadził do częściowej autarkizacji Niemiec. Pozwalało to jedynie na częściowe uniezależnienie się od zagranicy, w dodatku podrażało produkcję poprzez wyższą cenę żywności i towarów przemysłowych. Dnia 23 marca 1933 r. Adolf Hitler powiedział, że „geograficzna pozycja Niemiec, ubogich w surowce, nie pozwala na pozycję pełnej autarkii naszej Rzeszy (...) a rząd nie jest wcale wrogo nastawiony do eksportu”. W 1933 r. Niemcy importowały głównie surowce (43%) i artykuły spożywcze (30%), eksportując zaś gotowe produkty (65%) i drugorzędne surowce (20%). Bezustanne zbrojenia deprecjonowały niemiecką walutę, ponieważ poprzez jakościowe i ilościowe ograniczanie produkcji dóbr cywilnych hamowano eksport, zniechęcając tym samym zagranicznych nabywców do dokonywania zakupów na rynku niemieckim.

Eksport zaś odgrywał rolę kolosalną, bo tylko poprzez jego wzrost można było zapewnić dostawy zagranicznych surowców, takich jak ropa naftowa, ruda żelaza,

miedź, wolfram, kauczuk czy bawełna (dopływ zagranicznego kapitału nie wchodził w grę!)²⁹. Początkowo te sprzeczności godzono w nieudolny sposób. Państwo, ingerując w sferę handlu zagranicznego, wprowadziło ograniczenia dewizowe, kontrolę przywozu i wywozu, zawyżony kurs pieniądza i walutowe premie eksportowe. Z początkiem roku 1934 stworzono specjalne urzędy nadzorcze zajmujące się skrupulatną kontrolą wartości przywożonych i wywożonych towarów.

W reakcji na wciąż kurczące się zapasy złota i dewiz Bank Rzeszy wprowadził 25 czerwca 1934 r. system repartycji, polegający na przydziale dewiz w rozmiarze odpowiadającym ich napływowi³⁰. We wrześniu 1934 r. powstał „nowy plan” Schachta, oparty na bilateryzacji niemieckiego handlu i płatności zagranicznych w drodze umów rozrachunkowych, ilościowych ograniczeniach przywozu, popieraniu transakcji kompensacyjnych, zróżnicowanych kursach wymiennych i preferencji dla przemysłu eksportującego w przydziale surowców. Priorytet importowy zapewniono przedsiębiorstwom zbrojeniowym. Udzielano pozwoleń przywozu dopiero wówczas, gdy rzeczywiście dysponowano dewizami. „Nowy plan” był systemem całkowitego podporządkowania importu i eksportu państwowej kontroli, środkiem podporządkowania zarówno produkcji, jak i konsumpcji wymogom wojennej gospodarki³¹.

Niemcy szukały partnerów w handlu zagranicznym wśród dwóch rynków zasobnych w surowce i żywność, ale słabo uprzemysłowionych – w Ameryce Południowej i na Bałkanach. Trudna sytuacja gospodarcza krajów tamtych regionów świata ułatwiła Rzeszy narzucenie im, począwszy od roku 1936, określonej polityki traktatowej, wymuszającej na nich głodowy eksport i nabywanie drogich niemieckich wyrobów gotowych. W następstwie osiągniętych porozumień państwa bałkańskie zwiększyły swój udział w eksporcie Niemiec z 3,5% w 1932 do 10,3% w roku 1938, w imporcie odpowiednio z 5% do 9,8%. Tego rodzaju polityka, będąca celem schachtowskiego systemu reglamentacji dewizowej, nosi nazwę agresji ekonomicznej przez handel. Co istotne, nadwyżka importu na rzecz Niemiec była faktycznie finansowana przez banki centralne krajów zależnych, stanowiąc swoisty kredyt towarowy.

²⁹ Jedną z ciekawostek jest fakt, że w obliczu trudności surowcowych już przed wojną Niemcy rozpoczęli na masową skalę produkcję benzyny syntetycznej. W roku 1944 stanowiła ona ok. 50% zużywanego paliwa. Zob. <http://www.airpower.maxwell.af.mil/airchronicles/aureview/1981/jul-aug/becker.htm>.

³⁰ Wobec potrzeby aktywizacji bilansu dewizowego w związku z koniecznością pokrycia potrzeb gospodarki w zakresie surowców oraz środków żywności i ten środek okazał się mało skuteczny.

³¹ „Nowy Plan” nie przyniósł niemieckiej gospodarce odpowiedniej ilości dewiz, a doprowadził do dalszego obostrzenia kontroli przywozu. Zob. K. Błahut, op.cit., s. 71.

9. Ograniczenie jakości życia kosztem zbrojeń

Jak już wielokrotnie podkreślałem, rozwijająca się gospodarka Rzeszy uzyskiwała wyższy z każdym rokiem dochód narodowy. Przez okres lat 1933–1938 wzrósł on o 76,5%, czyli ponad 12% w skali roku (tabela 1). Równocześnie zwiększył się dochód narodowy na mieszkańca, co świadczyć miało o podniesieniu się stopy życiowej społeczeństwa. Wyższe tempo zwiększania się dochodów ludności aniżeli kosztów utrzymania prowadziło w konsekwencji do wzrostu stopy życiowej mieszkańców Niemiec, która podniosła się w rezultacie likwidacji bezrobocia i podejmowania pracy przez kilku członków rodziny. Intensywnie rozwijano też budownictwo mieszkaniowe, zaś na początku 1934 r. stworzono Narodowosocjalistyczną Opiekę Społeczną, wspomagającą najbardziej potrzebujących Niemców. Władze hitlerowskie realizowały również politykę pronatalistyczną, wyrażającą się w przyznawaniu dodatków rodzinnych z tytułu posiadanych dzieci, co świadczy o propagowaniu modelu rodziny wielodzietnej. Dzięki temu ponad dwukrotnie wzrósł przyrost naturalny, osiągając w latach 1933–1936 przeciętny poziom 7,1‰.

Tabela 1. Wskaźniki rozwoju gospodarczego Niemiec w latach 1932–1936

Wskaźniki	1932	1936	Zmiana roczna (%)
Produkt narodowy brutto w cenach bieżących (mld RM)	58	83	9,5
Produkt narodowy brutto w cenach stałych z 1928 r. (mld RM)	71,9	101,2	9
Dochód narodowy w cenach bieżących (mld RM)	50,8	78,9	11,6
Przeciętny roczny poziom zatrudnienia (mln)	12,6	17,1	8
Konsumpcja gospodarstw domowych w cenach bieżących (mld RM)	44,9	51,9	3,6
Wydatki publiczne na towary i usługi (mld RM)	9,5	21,9	18,7
Wskaźnik produkcji w przemyśle (1913 = 100)	72,8	137,1	17,2

Źródło: A. Barkai, *Nazi economics: ideology, theory, and policy*, Berg, New York 1990, s. 232.

Imponująca ocena powyższych danych zmienia się zasadniczo, gdy zestawimy je z danymi sprzed kryzysu. Rozważając statystykę konsumpcji czy dochodów łatwo dostrzec niewielki postęp lub wręcz stagnację pomiędzy latami 1928–1938³². Rządowi udało się przekonać niemieckie społeczeństwo o znacznej poprawie jego bytu w stosunku do czasu poprzedzającego kryzys gospodarczy. Często do zaspokojenia potrzeb wystarczały propagandowe slogany, jak osławione, lecz nigdy nieureczywist-

³² A. Barkai, op.cit., s. 232.

nione, hasło „Volkswagen dla każdego Niemca”³³. W dodatku głoszone propagandę ograniczenia konsumpcji („armaty zamiast masła”) i samowystarczalności, której efektem był m.in. wzrost oszczędności. Reżim starał się również kształtować nawyki żywieniowe Niemców, zalecając konsumpcję dóbr łatwiejszych do wytworzenia. Przykładowo, w roku 1982 spożycie mięsa, pomimo znaczącej poprawy koniunktury gospodarczej, było wciąż niższe niż w 1929 r. W tym samym czasie konsumpcja marmolady wzrosła przeszło trzykrotnie³⁴.

Rolę przemysłu środków konsumpcyjnych stale marginalizowano. Okresowy niedostatek artykułów konsumpcyjnych (zwłaszcza na wsi) obniżył atrakcyjność pieniądza jako środka płatniczego, przez co rolnicy sprzedawali np. jajka za papierosy. Obniżeniu uległy liczne standardy produkcji, także w budownictwie mieszkaniowym – w 1936 r. na przeciętną czteroosobową rodzinę przypadało mieszkanie 34-metrowe, tymczasem w czasach weimarskich było to aż 45 metrów. Tuż przed wojną zaczynało brakować podstawowych artykułów konsumpcyjnych, a przykładem swoistego kuriozum był zakaz chowania zmarłych w ubraniu (!)³⁵. Biorąc pod uwagę dysonans pomiędzy pozytywnym odbiorem rzeczywistości przez przeciętnego Niemca a postępującym ograniczaniem konsumpcji indywidualnej w Trzeciej Rzeszy, można zatem pokusić się o stwierdzenie, że słynna teza Karola Marksa o bycie określającym świadomość człowieka w tym przypadku najwyraźniej się nie sprawdziła.

Aby uzmysłowić sobie nieefektywność centralnie sterowanej gospodarki, warto przypomnieć, że o ile w roku 1937 PKB Niemiec był na poziomie ok. 136% tego z roku 1913, to w USA i we Włoszech wartości te wyniosły odpowiednio 172% oraz 154%³⁶. Przekształcenie gospodarki niemieckiej na tory wojenne można uznać zatem za działanie niesprzyjające koniunkturze gospodarczej. We wrześniu 1936 roku powstał kolejny plan czteroletni, którego przejawem było stworzenie Urzędu Pełnomocnika ds. Planu Czteroletniego, czyli superministerstwa ingerującego w kompetencje innych resortów, na czele którego stanął Herman Göring. Oznaczało to ostatecznie wejście gospodarki na ścieżkę zbrojeń, realizowane z pominięciem jakiegokolwiek rachunku ekonomicznego. Gospodarka zaczęła mieć charakter rabunkowy, czego przykładem było godzenie się na kosztowne procesy technologiczne (np. wytwarzanie benzyny syntetycznej). Dzięki równoczesnemu zamrożeniu płac rząd Rzeszy uzyskał dodatkowe środki, które mógł przeznaczyć na zbrojenia. Reżim starał się zwalczać

³³ Robotnicy wpłacali na specjalne konta po kilka marek tygodniowo, jednak nigdy swoich garbusów się nie doczekali.

³⁴ <http://www.bpb.de/geschichte/nationalsozialismus/dossier-nationalsozialismus/39551/wirtschaft-und-gesellschaft>.

³⁵ R. Grundberger, op.cit., s. 29–50.

³⁶ Por. tabela 1 oraz A. Piński, op.cit.

niepożądane nastroje, inicjując kampanie propagandowe przeciwko „krytykantom” i „defetystom”, stosowano również terror³⁷.

10. Podsumowanie

Gospodarka Trzeciej Rzeszy jest przykładem przekształcenia w swe przeciwieństwo sił uruchamianych w celu poprawy koniunktury gospodarczej. Intensywne zbrojenia pochłaniające coraz większe środki sprawiły, że Bank Rzeszy stracił kontrolę nad wydatkami. Polityka gospodarcza prowadziła nieuchronnie do rabunkowej eksploatacji zasobów materiałowych i siły roboczej. W Niemczech tamtego okresu w specyficzny sposób wykorzystywano skutki poprawy koniunktury gospodarczej, które powinny się przejawiać we wzroście społecznej konsumpcji. Dzięki skutecznej propagandzie, uniformizacji społeczeństwa, ograniczeniu sfery zachowań autonomicznych, wykorzystaniu ludzkich słabości i przed wszystkim charyzmie Adolfa Hitlera naród niemiecki bezwiednie zaufał systemowi totalitarnemu.

Polityka pełnego zatrudnienia za pomocą militaryzacji gospodarki natrafiła na późniejsze trudności w postaci braku siły roboczej, pogłębione dodatkowo przez mobilizację do armii. Trudności te mogła rozwiązać w zasadzie jedynie wojna, dostarczając masowo przymusowych robotników z podbitych krajów, z wielką korzyścią dla niemieckiej gospodarki. Co ciekawe, mniej rygorystyczna kontrola i ograniczenie konsumpcji oraz zaniechanie fanatycznej polityki ponownego zatrudnienia po roku 1933 mogłyby przyczynić się do stworzenia większej bazy produkcyjnej, zaś siła robocza byłaby lepiej przystosowana do wymagań gospodarki wojennej po 1939 r.³⁸

Lata 1933–1936 przyniosły rzeczywiście pewną poprawę sytuacji gospodarczej w Trzeciej Rzeszy, jednak okres ten z wielu przytoczonych tu powodów trudno nazywać cudem gospodarczym. Mitologizacja rzekomego „cudu gospodarczego” świadczy o niezwyklej sile i skuteczności oddziaływania nazistowskiej propagandy.

Bibliografia

Wydawnictwa zwarte

1. Aly G., *Hitlers Volksstaat: Raub, Rassenkrieg und nationaler Sozialismus*, S. Fischer, Frankfurt am Main 2005.

³⁷ W. Benz, op.cit., s. 83.

³⁸ A. Barkai, op.cit., s. 159.

2. Barkai A., *Nazi economics: ideology, theory, and policy*, Berg, New York 1990.
3. Benz W., *Historia Trzeciej Rzeszy*, Wydawnictwo Trio, Warszawa 2006.
4. Błahut K.J., *Elementy polityki gospodarczej Niemiec*, Wydawnictwo Uniwersytetu Wrocławskiego, Wrocław 1992.
5. Buchheim C., *Einführung In die Wirtschaftsgeschichte*, C.H. Beck, München 1997.
6. Burgleigh M., *Trzecia Rzesza – nowa historia*, Książka i Wiedza, Warszawa 2002.
7. Davies N., Moorhouse R., *Mikrokosmos*, Znak, Kraków 2003.
8. Galbraith J.K., *Hereditary Land in the Third Reich*, „The Quarterly Journal of Economics”, Vol. 53, No. 3 (05.1939), Oxford University Press, s. 465–476.
9. Grunberger R., *Historia społeczna Trzeciej Rzeszy*, Państwowy Instytut Wydawniczy, Warszawa 1994.
10. Hardach K., *Wirtschaftsgeschichte Deutschland im 20. Jahrhundert (1914–1970)*, Vandenhoeck und Ruprecht, Göttingen 1993.
11. Herbert U., *Fremdarbeiter: Politik und Praxis des „Ausländer-Einsatzes“ in der Kriegswirtschaft des Dritten Reiches*, J.H. W. Dietz Nachf., Bonn 1986.
12. Kaliński J., *Historia gospodarcza XIX i XX wieku*, PWE, Warszawa 2004.
13. Kinder H., Hilgemann W., *dtv-Atlas Weltgeschichte, Band 2: Von der Französischen Revolution bis zur Gegenwart*, Deutscher Taschenbuch Verlag, München 1991.
14. *Konsumpolitik: die Regulierung des privaten Verbrauchs im 20. Jahrhundert*, red. H. Berghoff, Vandenhoeck und Ruprecht, Göttingen 1999.
15. Kozłowski S.G., *Systemy ekonomiczne*, Wydawnictwo Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin 2004.
16. Krasuski J., *Historia Niemiec*, Zakład Narodowy im. Ossolińskich, Wrocław 1998.
17. Kuczynski J., *The economics of barbarism: Hitler's new economic order in Europe*, Frederick Muller Ltd., London 1942.
18. Łuczak C., *Dzieje gospodarcze Niemiec: 1871–1945*, Wydawnictwo Naukowe UAM, Poznań 1984.
19. Łuczyński W., *Modyfikacje dynamiki gospodarczej Niemiec*, Ata-kom, Poznań 1993.
20. Masser W., *Adolf Hitler: legenda, mit, rzeczywistość*, Wydawnictwo Bellona, Warszawa 1998.
21. Nonnenbruch F., *Die Wirtschaft in der nationalsozialistischen Politik*, E. Schade-Verlag, Danzig 1935.
22. Overy R.J., *The Nazi Economic Recovery 1932–1938*, King's College, London 1996.
23. Overy R.J., *War and economy in the Third Reich*, Clarendon Press, Oxford 1994.

24. Piński A., *Mit gospodarczego sukcesu III Rzeszy*, Obserwator Finansowy, 24.10.2012, <http://www.obserwatorfinansowy.pl/forma/analizy/mit-gospodarczego-sukcesu-iii-rzeszy/>.
25. Roth K.H., *Intelligenz und Sozialpolitik im „Dritten Reich“: eine methodisch-historische Studie am Beispiel des Arbeitswissenschaftlichen Instituts der Deutschen Arbeitsfront*, K.G. Saur, München 1993.
26. Ryszka F., *Noc i mgła: Niemcy w okresie hitlerowskim*, Książka i Wiedza, Warszawa 1997.
27. Schulte J.E., *Zwangsarbeit und Vernichtung: das Wirtschaftsimperium der SS*, Verlag Ferdinand Schöningh, Paderborn 2001.
28. Szpak J., *Historia gospodarcza powszechna*, PWE, Warszawa 2003.
29. Taylor B., *Inżynierowie – tajna armia Hitlera*, Wydawnictwo RM, Warszawa 2011.
30. *Ursachen und Voraussetzungen des Zweiten Weltkrieges*, red. W. Deist, Fischer Taschenbuch Verlag, Frankfurt am Main 1995.
31. Walter R., *Wirtschaftsgeschichte: vom Merkantilismus bis zur Gegenwart*, Böhlau, Köln 1998.
32. *Zeiten und Menschen, Neue Ausgabe G, Band 2: Entfaltung und Krise der modernen Welt*, red. W. Borth, E. Schanbacher, Verlag Ferdinand Schöningh, Paderborn 1986.
33. Zieliński Z., *Niemcy. Zarys dziejów*, Wydawnictwo Unia, Katowice 2003.

Materiały internetowe

1. <http://www.shoa.de>, 01.10.2012
2. <http://www.thueringen.de>, 01.10.2012
3. <http://www.history-of-the-holocaust.org>, 01.10.2012
4. <http://www.wspiz.edu.pl>, 01.10.2012
5. <http://www.vorkriegsgeschichte.de/content/view/24/40/>, 01.10.2012
6. <http://www.bpb.de/geschichte/nationalsozialismus/dossier-nationalsozialismus/39551/wirtschaft-und-gesellschaft?p=all>, 01.10.2012
7. <http://videokatalog.msn.de/Kultur/Ideologien/video-Wirtschaftsaufschwung-im-Dritten-Reich-Adolf-Hitler-Wirtschaftsaufschwung-Reich-47186.html>, 01.10.2012
8. <http://de.academic.ru/dic.nsf/dewiki/408222>, 01.10.2012
9. <http://www.airpower.maxwell.af.mil/airchronicles/aureview/1981/jul-aug/becker.htm>, 01.10.2012
10. <http://www.bpb.de/geschichte/nationalsozialismus/dossier-nationalsozialismus/39551/wirtschaft-und-gesellschaft>, 01.10.2012

Hubert Słubik

Kolegium Zarządzania i Finansów

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

Murray Newton Rothbard a Joseph Alois Schumpeter. Syntetyczne porównanie teorii ekonomicznych

1. Wprowadzenie

Murray Newton Rothbard i Joseph Alois Schumpeter należeli do nielicznej grupy ekonomistów dążących przede wszystkim do poznania prawdy obiektywnej, niezależnie od swych poglądów politycznych i subiektywnych wartości¹. W efekcie ich teorie ekonomiczne należą do grupy najciekawszych teorii XX wieku.

Rothbard, reprezentujący austriacką szkołę ekonomiczną, w trakcie swej pracy badawczej starał się podważyć część teorii stworzonych przed Schumpetera. Jednak

¹ Prawda obiektywna jest terminem oznaczającym prawdę uniwersalną i weryfikowalną zbudowaną na gruncie czystej nauki. Jest przeciwieństwem prawdy subiektywnej, czyli ujmującej tylko jeden punkt widzenia lub tendencyjny punkt widzenia. Przykładowo, prace większości keynesistów nie mają wiele wspólnego z teoriami Keynesa, poza propozycjami i wyjaśnieniami zasadności uczestnictwa państwa w procesach rynkowych. Przykładem może tu być silna matematyzacja teorii ekonomicznej wbrew poglądom samego Keynesa. Inny przykład to powoływanie się na zdania zapisane przez tego ekonomistę, poprzez wyrwanie ich z kontekstu. Kolejny przykład to teorie Milтона Friedmana, które zmieniały się wraz ze zmieniającymi się decydentami politycznymi, którzy zatrudniali Friedmana jako doradcę. Oczywiście zmienność ta może być tylko przypadkiem. Jednak nie zmienia to faktu, że u Friedmana widoczna jest korelacja pomiędzy jego teoriami a zmieniającymi się decydentami politycznymi. Na uwagę zasługuje również fakt, że obydwaj ekonomiści byli pasjonatami matematyki (Rothbard był matematykiem z wykształcenia), jednak mimo to obydwaj byli zwolennikami analizy jakościowej i przyznawali jej wyższość nad analizą ilościową. Schumpeter poczynił tu pewne odstępstwo, ponieważ przez pewien okres swego życia uważał analizę ilościową za najlepszą. Jednak finalnie powrócił do swej pierwotnej postawy i analizie jakościowej przyznał pierwszeństwo.

działanie to nie zawsze miało charakter kompletnej negacji, często starał się dokonywać dyskretnych, choć istotnych poprawek.

Część teorii Schumpetera, zwłaszcza teoria poświęcona systemowi państwowemu, została przez Rothbarda przyjęta z wielkim uznaniem, a następnie rozwinięta². Zaskakujący może okazać się fakt, iż obydwaj uczeni, reprezentując różne nurty ekonomiczne w zakresie idei państwa, dochodzili do tak podobnych wniosków.

Porównanie teorii ekonomicznych Rothbarda i Schumpetera jest przykładem tego, że nauka może być niezależna od poglądów politycznych i uprzedzeń. Po zapoznaniu się z teoriami tych ekonomistów można odnieść wrażenie, że to właśnie poglądy polityczne powinny być pochodną nauki³. Co w obecnych czasach, zwłaszcza nauce ekonomii, jest bardzo potrzebne.

W historii ekonomii obydwaj ekonomiści budzili wiele kontrowersji, stanowili obiekt zarówno permanentnej naukowej ignorancji, jak i naukowych uniesień. Ludwig von Mises twierdził, iż do nauki ekonomii w ciągu stulecia istotny wkład miało zawsze góra dwadzieścia osób, a z całą pewnością Schumpetera i Rothbarda do tej dwudziestki można zaliczyć. Celem artykułu jest porównanie ich teorii ekonomicznych.

Część pierwsza niniejszego artykułu poświęcona jest teorii cykli koniunkturalnych oraz odmiennego postrzegania przyczyn ich występowania. Część druga poświęcona jest rozważaniom stanowiącym o naturze państwa.

2. Przyczyny występowania cyklu koniunkturalnego w życiu gospodarczym

Czasem można odnieść wrażenie, że Schumpeter i Austriacy typu Rothbard to dwie odrębne kategorie teoretyków. Składają się na to dwa główne czynniki. Pierwszy – Rothbard był uczniem Ludwiga von Misesa, który był symbolem szkoły neoaustriackiej. Schumpeter był myślicielem niezaliczanym do żadnej szkoły. Drugi i najbardziej istotny czynnik to wyznaczenie przez Misesa, co jest austriackie a co nie; jednocześnie, kto jest austriacki, a kto nie. Mises jako mentor odradzającej się szkoły austriackiej przez wiele lat był jej najwyższym autorytetem, nawet w czasach

² M.N. Rothbard, *Etyka wolności*, Fijor Publisching, Warszawa 2010, s. 269–270.

³ Opozycja poglądów czy też propozycji politycznych wobec nauki jest wyjątkowo często występującym zjawiskiem, np. inflacja poważnie zaburza procesy gospodarcze, jednak mimo to jest utrzymywana, co tłumaczy się szeroko rozumianym interesem gospodarczym; tym czasem czy może być jakiś interes gospodarczy ważniejszy od dobrobytu przeciętnego obywatela? Przecież inflacja zmniejsza jego dochód, a nie go zwiększa.

gdy jego pozycje społeczna i naukowa były mocno nadwątlone⁴. A zdanie Misesa na temat Schumpetera było jednoznacznie negatywne.

Oczywiście można odrzucić opinie Misesa i na podstawie powierzchowniej analizy teorii obydwu myślicieli stwierdzić, że rzeczywiście Rothbard korzystał z aparatu badawczego skonstruowanego przez Misesa, a Schumpeter ze swych własnych oryginalnych przemyśleń. Jednak jest to tylko półprawda lub prawda pozorna, ponieważ Rothbard wzbogacił teorię Misesa o liczne badania historyczne z zakresu historii pieniądza i bankowości, co stanowiło wyraźne wykroczenie poza granice prakseologii. Co więcej, nie poprzestał na tej zmianie, dokonał syntezy myśli austriackiej z dziewiętnastowieczną amerykańską myślą anarchistyczną, dodatkowo syntetyzował niektóre teorie Misesa z teoriami Hayeka. Uwzględnienie tych faktów powoduje, że między Rothbardem a Schumpeterem zaczyna być widoczna wyraźna analogia.

Schumpeter w swej karierze tylko na pewien okres całkowicie porzucił podejście austriackie do ekonomii. Większość jego teorii to synteza myśli austriackiej z innymi nurtami myślowymi. W okresie wiedeńskim syntetyzował myśl austriacką z lozańską, w okresie anglosaskim podejmował pewne próby godzenia myśli austriackiej z neoklasyczną, następnie porzucił ją całkowicie, by znów analizie aksjomatyczno-dedukcyjnej (typowej dla szkoły austriackiej) nadać najwyższą wartość i syntetyzować myśl austriacką z teoriami Maxa Webera i Karola Marksa.

Schumpeter w swej działalności naukowej stworzył dwie teorie cyklu gospodarczego. Każda z teorii posiadała odrębny charakter. Pierwszą stworzył w latach swojej młodości, drugą – już jako dojrzały naukowiec. Pierwsza z teorii ukazała się w „Teorii wzrostu gospodarczego” z 1912 r. Drugą, odmienną teorię cyklu gospodarczego Schumpeter przedstawił w „Business Cycles”⁵.

Niektórzy z ekonomistów uważają drugą teorię za bardziej gruntowną i dojrzałą ze względu na uzupełnienie jej o liczne dane historyczne i statystyczne. Jednak

⁴ Poprzez pozycję naukową autor rozumie pozycję w świecie naukowym, pomimo że Mises miał kłopoty z uzyskaniem posady profesora w Wiedniu, był uznanym autorytetem ekonomicznym na całym kontynencie, na jego prywatne seminarium przyjeżdżali najbardziej znamienici ekonomiści tamtych czasów. Jego słaba pozycja na uniwersytecie w Wiedniu nie wynikała z braku renomy, lecz z konfliktu ze szkołą historyczną, która dominowała na uniwersytecie, utrudniając otrzymywanie posad ortodoksyjnym Austriakom. Pozycja Misesa w Europie była na tyle wysoka, że natychmiast po ucieczce do Szwajcarii Mises otrzymał stanowisko kierownika katedry ekonomii na uniwersytecie w Genewie. Okres upadku autorytetu Misesa przypada na jego przeniesienie się do USA. Tamtejsze środowisko naukowe przyjęło go w sposób wyjątkowo chłodny, czego dowodem był fakt otrzymywania posad w pełnym wymiarze godzin przez przeciętnych doktorów wykształconych w USA i brak posady nawet skromnej dla uznanego autorytetu.

⁵ A. Glapiński, *Kapitalizm, demokracja i kryzys państwa podatków*, Oficyna Wydawnicza SGH w Warszawie, Warszawa 2004, s. 138.

poniższy punkt pracy poświęcony będzie pierwszej teorii. W drugiej z przedstawionych teorii w istocie Schumpeter dysponował większą ilością danych statystycznych i ilościowych, jednak to właśnie ich użycie i oparcie na modelach matematycznych jest przyczyną pominięcia tej teorii przez autora. Jednocześnie teoria ta w klasyfikacji teorii naukowych, na skutek wykorzystania ekonomii empirycznej, według klasyfikacji popperowskiej, zaklasyfikowała się jako teoria o charakterze filozoficzno-metafizycznym. Zdaniem najwybitniejszego teoretyka nauki w XX wieku Karla Poppera, silny empiryzm w teorii ekonomicznej przyczynia się do jej znaczącego osłabienia, poprzez wprowadzenie znacznej dozy metafizyki. Według Poppera wprowadzenie metafizyki, siłą rzeczy, pociąga za sobą zubożenie wartości poznawczej⁶.

Widać to wyraźnie w teorii przenikania czy też nakładania się na siebie cykli koniunkturalnych. W „Business Cycle” Schumpeter stwierdził, że cykle gospodarcze składają się z małych cykli Josepha Kitchina (trwających 3–5 lat), następnie cykli Juglara (7–11 lat), Simona Kuzneta (18–25 lat), a te składają się na cykl Mikołaja Kondratiewa (45–60 lat). W koncepcji tej cykle krótsze składają się na cykle dłuższe.

Matematyczny charakter podstawy rozważań Schumpetera w znacznej mierze osłabia je jako nie w pełni naukowe, według klasyfikacji Poppera. Nawet nie odwołując się do algebraicyzmu, leżącego u podstaw rozważań Schumpetera, wątpliwego charakteru teorii nadaje użycie cykli Kondratiewa. W dzisiejszych czasach powszechnie wiadome jest, że 45–60 letnie cykle koniunkturalne Kondratiewa, nigdy nie zostały dowiedzione na gruncie naukowym⁷. Opinia samego Rothbarda wobec teorii, w których podstawą była analiza ilościowa, była wysoce sceptyczna⁸.

⁶ A. Głapiński, *Meandry historii ekonomii. Między matematyką a poezją*, Oficyna Wydawnicza SGH w Warszawie, Warszawa 2006, s. 18.

⁷ Druga teoria cyklu gospodarczego, w przeciwieństwie do pierwszej teorii, próbowała zakładać ścisłą periodyczność i na pierwszy plan wysuwała dane ilościowe, które szczególną rolę odgrywają w fizyce. Jednak w ekonomii podstawowe znaczenie mają dane jakościowe, w które znacznie bardziej obfita jest pierwsza teoria Schumpetera.

⁸ Podejście to nie było tak radykalne jak u Misesa, lecz opierało się na podobnych przesłankach. Po pierwsze, zdaniem Rothbarda podejście ilościowe nie jest właściwe do analiz ludzkiego działania, które jest elementem czysto jakościowym w przeciwieństwie do funkcji, które mają charakter obiektywistyczny. Zdaniem Rothbarda przy użyciu metod ilościowych można co najwyżej opisywać statyczne stany równowagi, a każda próba ujęcia dynamicznego będzie mocno wadliwa. Pomimo że powszechnie uważa się, iż czas na stałe wszedł do teorii ekonomii, to, jak zauważa Rothbard, nie da się go ująć w modelu ilościowym we właściwy sposób. Dzieje się tak, ponieważ czas nie jest tylko przedziałem czasowym, lecz, co ważniejsze, jest czynnikiem, na którym oparte są preferencje czasowe, czyli czynnik ściśle jakościowy. Dodatkowo Rothbard równaniom matematycznym, np. wymiany, nadaje miano truizmu. Zgodnie z koncepcjami marginalnymi w relacjach wymiany nie da się stawiać znaku równości pomiędzy poszczególnymi towarami. Np. chleb kosztuje 2 zł, co nie oznacza, że między chlebem i 2 zł występuje znak równowartości. Gdyby było inaczej, chleb dla kupującego posiadałby tę samą wartość co 2 zł, wówczas konsument nigdy nie wszedłby w relacje handlowe z piekarzem. Skoro $2\text{zł} = 1$

Dlatego też podstawą rozważań stanie się pierwsza bardziej syntetyczna i wyczerpująca teoria cyklu gospodarczego, zawarta w „Teorii wzrostu gospodarczego”. Teoria ta zasługuje na szczególną uwagę, gdyż jest rzadką formą objaśniania cyklu koniunkturalnego. Jej rzadkość polega na analizie całego systemu gospodarczego w sposób zintegrowany, uwzględniający czynniki psychologiczne i kulturowe, leżące u podstaw działania każdej jednostki⁹. Celem lepszego zobrazowania różnic między teoriami Rothbarda a Schumpetera w pierwszej kolejności zostaną ogólnie opisane teorie obydwu myślicieli, a następnie przedstawione zostaną szczegółowe przyczyny rozbieżności między dwiema teoriami.

Schumpeter ze swej analizy wyklucza egzogeniczne przyczyny kryzysów wynikające z naturalnych uwarunkowań przyrodniczych oraz medycznych. Dlatego też wyklucza zjawiska typu plagi, trzęsienia ziemi, masowe choroby.

Analiza Schumpetera była pierwszą analizą o charakterze dynamicznym. Nie skupiała się na opisywaniu stanów równowagi zgodnie z teorią równowagi ogólnej Walrasa i przyjmowaniu wzrostu jako czegoś danego z góry. Była to pierwsza analiza dynamiczna, opisująca, w jaki sposób gospodarka nieustannie dąży do osiągnięcia stanu równowagi oraz jakie jest rzeczywiste źródło wzrostu.

bochenek chleba, to po co wymieniać towary o tej samej wartości. Posługując się równaniami, zdaniem Rothbarda, nie zrozumiemy istoty nawet tej prostej transakcji. Klarowane wyjaśnienie wejścia w transakcje daje tylko podejście oparte na wartości marginalnej. Zgodnie z nim chleb dla konsumenta ma większą wartość aniżeli 2 zł, ponieważ ma większą użyteczność. Wynika to z faktu, że konsument nie może zaspokoić głodu przy użyciu 2 zł, zjedzenie ich da co najmniej wątpliwe skutki. Po pierwsze, dwuzłotówka jest mniejsza od chleba, dlatego zaspokoi głód w mniejszym stopniu. Po drugie, nie posiada prawie żadnych wartości odżywczych i po trzecie – jej połknięcie mogłoby się skończyć koniecznością wykonania zabiegu chirurgicznego. Z powyższych powodów konsument kupujący chleb ceni sobie go wyżej niż posiadane 2 zł i wchodzi w relacje z piekarzem. Z punktu widzenia piekarza sytuacja ma się analogicznie, przy czym piekarz wyżej ceni sobie otrzymane 2 zł, aniżeli sprzedawany przez siebie bochenek chleba. Z czego wynika, że każda ze stron w wejściu w transakcję wymiany upatruje wymiany towaru mniej użytecznego na bardziej użyteczny, co oznacza, że stawianie znaku równości jest truizmem.

Przykładowo, 10 dobrej jakości kapeluszy kosztuje 3000 zł, tyle samo co mleczna krowa. Według równań wymiany wartość 10 kapeluszy odpowiada wartości 1 krowy. Zgodnie z tym tokiem rozumowania zarówno rolnikowi, jak i dandysowi powinno być obojętne, czy posiada 10 kapeluszy czy 1 krowę. Przykład ten potwierdza zdanie Rothbarda o truizmie tkwiącym w równaniach wymiany. Dlatego też argumentacja Rothbarda, iż nawet istoty najprostszych procesów nie da się ujmować w postaci ilościowej, zdaje się być zasadną. Jednocześnie, jak zauważa Rothbard, zastosowanie metod ilościowych powoduje, że im bardziej złożony jest proces ekonomiczny, tym bardziej uproszczona jest jego wersja ilościowa. W historii ekonomii widoczne jest to zwłaszcza w teorii kapitału, np. Frank Knight odrzucił austriacką teorię kapitału nie dlatego, że nie była dość dopracowana, lecz dlatego że, jak sam przyznawał, występował poważny problem z jej kwantyfikacją.

⁹ J. Schumpeter, *Teoria wzrostu gospodarczego*, PWN, Warszawa 1969, s. 13.

Podobnie jak w przypadku wyjaśniania zjawiska innowacji, Schumpeter swe badanie zaczyna od „ruchu okrężnego życia gospodarczego”, który jest synonimem gospodarki jednostajnie działającej (GDJ). W tym momencie pojawia się pierwsze podobieństwo z aparatem metodologicznym używanym przez Rothbarda. Polega ono na wykorzystywaniu modelu GDJ. Użycie modelu GDJ jest cechą specyficzną dla badań wykorzystujących dane jakościowe. Wykoncypowany stan równowagi, którym jest GDJ, pozwala na przebadanie zaburzeń i abstrakcyjne (teoretyczne, badane *a priori*) wychwycenie przyczyn cyklu gospodarczego¹⁰.

Ruch okrężny życia gospodarczego jest stanem wyidealizowanej równowagi, w którym każdy z producentów i sprzedawców dokładnie zna poziom popytu na swoje produkty. Tym samym w sposób precyzyjny planuje swą produkcję, zyski i straty nie występują, a baza surowcowa się nie zmienia. Przy okazji omawiania tego modelu Schumpeter, jako jeden z pierwszych ekonomistów, przedstawił rzetelną argumentację stanowiącą, iż zysk nie jest elementem towarzyszącym stanowi równowagi. Po opisanu stanu idealnej równowagi Schumpeter zadaje pytanie: Co mogłoby ją z owego stanu wytrącić? W tym punkcie swej analizy wyróżnia cztery czynniki, które mogłyby to uczynić. Są to: zmiana stopy oszczędności i inwestycje, zmiana liczby urodzeń (zmiana struktury demograficznej), zmiany gustów konsumentów (następujące po sobie mody) oraz wprowadzenie na rynek nowych kombinacji, nazywanych innowacjami.

Zdaniem Schumpetera wzrost stopy oszczędności i nowe inwestycje powodują stały wzrost, tym samym nie przyczyniają się do wystąpienia zjawiska cykliczności.

Zmiana struktury demograficznej, jak zauważa Schumpeter, jest zjawiskiem stopniowym i w związku z tym nie może powodować gwałtownych zmian cyklicznych. Co więcej, trafnie zauważa, że rynek sprawnie dostosowuje się do stopniowych zmian.

Zmiany gustów konsumentów (w sposób nonszalancki) zostają po prostu odrzucone przez Schumpetera, jako niepowodujące większych zaburzeń. Jest to również założenie w pełni trafne, ponieważ producenci zawsze nadążają za takimi zmianami, a nawet sami je kreują, co jest częścią służby, jaką pełnią wobec konsumentów.

Czynnik czwarty, czyli wdrożenie innowacji, zostaje przez Schumpetera przyjęty jako przyczyna cykliczności. Wprowadzenie innowacji do życia gospodarczego wywołuje twórczą destrukcję dotychczasowych utartych ścieżek w gospodarce działającej jednostajnie. Wprowadzenie innowacji powoduje przeniesienie części kapitału z dotychczasowego wykorzystania do nowych sposobów organizacji i produkcji. Jednocześnie Schumpeter zwraca uwagę, iż nowe kombinacje nie wyrastają

¹⁰ M.N. Rothbard, *Ekonomia wolnego rynku*, t. III, Fijor Publishing, Warszawa 2008, s. 254.

ze starych przedsiębiorstw, lecz powstają obok. Zdaniem Schumpetera innowacje pojawiają się falami w sposób cykliczny, tym samym zaburzają stany równowagi, najpierw wprowadzając gospodarke w stan boomu, który jest źródłem podążania imitatorów za innowatorami. Następnie, w wyniku dostrajania się gospodarki do nowej sytuacji, dochodzi do recesji¹¹.

Pomimo że Schumpeter początkowo przyjął te same założenia co Arthur Speithow, to ostatecznie odrzucił on jego wniosek Speithowa stanowiący, iż przyczyną depresji jest nadprodukcja dóbr kapitałowych w stosunku do istniejącego kapitału¹². Schumpeter twierdził, iż przyczyną depresji jest powstawanie nowych przedsiębiorstw.

W teorii tej istotną rolę odgrywa pusty pieniądz bankowy, który stanowi główne źródło finansowania innowacji. Zdaniem Schumpetera, nie istnieje inna możliwość jak finansowanie innowacji z pustego pieniądza bankowego. Przedsiębiorca, dokonujący i wprowadzający nową kombinację, finansujący ją bankowym pieniądzem, początkowo przyczynia się do powstania presji inflacyjnej. Dzieje się tak, ponieważ każda innowacja, dopóki nie zostanie poprawnie przeprowadzona, czyli pozytywnie przyjęta przez rynek, wywiera presję inflacyjną ze względu na sposób, w jaki jest finansowana.

Poprawne przeprowadzenie innowacji powoduje, że presja inflacyjna z tytułu tej konkretnej innowacji spada, ponieważ pociąga za sobą wzrost podaży. Tym samym dodatkowa emisja pieniądza znajduje swe odzwierciedlenie w towarach i usługach (pieniądz pusty zamienia się w pełnowartościowy). Jednocześnie presja inflacyjna może pozostawać z tytułu niepoprawnego przeprowadzenia innych innowacji. Mówiąc krótko, źle przeprowadzone innowacje stają się zbyteczną produkcją i przyczyniają się do wzmożenia sztucznego popytu na środki produkcji. Tym samym przyczyniają się do nasilenia cyklu koniunkturalnego, który jest wynikiem twórczej destrukcji. Sam Schumpeter nie wspomina o tym fakcie, jednak jest to logiczną konsekwencją skonstruowanej przez niego teorii.

Zatem teoria Schumpetera jest w znaczącej mierze kompatybilna z teorią cyklu koniunkturalnego i ekspansji kredytowej stworzonej przez austriacką szkołę ekonomiczną. W teorii Schumpetera występują jednak pewne odmienności, na które uwagę zwrócił Murray Newton Rothbard.

Ze swej analizy Rothbard, podobnie jak Schumpeter, wyklucza nieekonomiczne czynniki leżące u podstaw kryzysów, do których należą kataklizmy o wielkiej skali czy plagi owadów niszczące plantacje.

¹¹ A. Glapiński, *Kapitalizm...*, op.cit., s. 141.

¹² *Ibidem*, s. 141.

Rothbard przyjął, iż postawa wyjściowa w prowadzonych przez Schumpetera rozważaniach jest jak najbardziej właściwa¹³. Wyróżnienie przyczyn, które mogą wywoływać zaburzenia, jest również zasadne. Zgodził się również z Schumpeterem, że pierwsze trzy założenia powinny być odrzucone, gdyż mogą one być co najwyżej przyczyną czasowych fluktuacji w ramach danej branży. Zaś fluktuacje w teorii cyklu koniunkturalnego dla Rothbarda są czymś naturalnym i pozostającym bez większego wpływu na cykl koniunkturalny, a tym samym na wzrost gospodarczy.

Zdaniem Rothbarda, wprowadzenie innowacji będzie również przyczyną tylko i wyłącznie fluktuacji. Przedstawiciel austriackiej szkoły ekonomicznej utrzymuje, że innowacje są wciąż wprowadzane do życia gospodarczego, nie powodując kryzysów. Następnie twierdzi, że ich wprowadzanie nie posiada charakteru periodycznego¹⁴. Uwaga ta wydaje się być uzasadniona, ponieważ wprowadzenie polaroida czy płyty CD nie przyczyniło się do żadnej depresji gospodarczej. Oczywiście doszło do fluktuacji w ramach branży, ponieważ producenci i sprzedawcy musieli dostosować się do nowej sytuacji, jednak nie przełożyło się to na powstanie kryzysu. Wysunięta przez Rothbarda argumentacja jest tylko połowicznie prawdziwa, ponieważ w GDJ same innowacje nie powodowałyby nic więcej poza fluktuacjami, jednak Schumpeter do GDJ wraz z innowacjami wprowadził ekspansję pieniężną (innowacje finansowane są pustym pieniądzem bankowym); w tej sytuacji argumentacja przestaje być zasadna, co zostało szerzej przedstawione na końcu niniejszego punktu.

Jednocześnie Rothbard zauważa, że Schumpeter dokonywał analizy rynku zdegenerowanego, który sam Schumpeter uważał za naturalny dla danego etapu rozwoju gospodarczego. Rothbard nie widział w tym nic złego i uważał, że teoria skonstruowana przez Schumpetera w żaden sposób nie podważa teorii wolnego rynku jako rynku wolnego od cyklu gospodarczego. Należy nadmienić, że system gospodarczy, który Schumpeter nazywał dojrzałym kapitalizmem, czyli okres od lat 30. XIX w., dla Rothbarda był kapitalizmem częściowo zdegenerowanym. Rothbard, w przeciwieństwie do Schumpetera, do GDJ osobno wprowadzał innowacje i ekspansję pieniężną.

Jak zauważa Rothbard oraz inni opozycyjni w stosunku do niego badacze (Speithof), nie ma podstaw, by twierdzić, że cykliczność jest cechą endogeniczną wolnego rynku¹⁵. Żadna niepewność ani związane z nią złe szacunki nie mogą być podstawą kryzysu. Wynika to z faktu, iż niepewność jest cechą stałą i praca przedsiębiorców polega na ciągłym przewidywaniu przyszłości. Oczywiście przedsiębiorcy myślą się

¹³ M.N. Rothbard, *Ekonomia wolnego rynku*, t. III, Fijor Publisching, Warszawa 2008, s. 254.

¹⁴ M.N. Rothbard, *Ekonomia wolnego rynku*, t. II, Fijor Publisching, Warszawa 2007.

¹⁵ M.N. Rothbard, *Wielki kryzys w Ameryce*, Instytut Ludwiga von Misesa, Warszawa 2010, s. 6.

w swych szacunkach co chwilę, jednak nie mamy kryzysu co chwilę, a popełniane błędy nie są aż tak daleko idące w skutkach (poważne błędy mają charakter jednostkowy i są rozłożone w czasie). Tym samym Rothbard stawia pytania: Co takiego dzieje się w gospodarce? Co powoduje, że nagle przedsiębiorcy popełniają poważne błędy niemalże w tym samym czasie? Na co dzień przecież poważne błędy przedsiębiorców nie mają charakteru masowego i posiadają charakter jednostkowy. Powstaje więc pytanie: Co powoduje, że nagle stają się zgrupowane w czasie? Jednocześnie zauważa, że najwięcej błędów w okresie poprzedzającym załamanie koniunktury popełniają przedsiębiorcy produkujący dobra wyższego rzędu (produkcja dóbr kapitałowych w okresie boomu rozwija się znacznie szybciej niż produkcja dóbr konsumpcyjnych, w okresie depresji producenci dóbr kapitałowych mają znacznie poważniejsze problemy aniżeli producenci dóbr konsumpcyjnych)¹⁶.

W teoriach Rothbarda nie ma poważnych zjawisk, które dzieją się przypadkowo. Są jedynie czynniki, które umknęły badaczowi lub zostały przez niego zignorowane. Jest to podejście słuszne, ponieważ nie jest kwestią przypadku, że wydarzenia, które normalnie mają charakter jednostkowy, nagle grupują się w czasie i stają się zdarzeniami występującymi periodycznie. Gdyby było to zjawisko jednorazowe, można je uznać za przypadek, jednak zjawisko to ma charakter systematyczny, co wskazuje, że nie jest ono wynikiem przypadku.

Tym samym Rothbard stwierdził, że do życia gospodarczego musi zostać wprowadzony egzogeniczny czynnik, który nie występuje na co dzień. Zauważa również, że w trakcie boomu dochodzi zawsze do wzrostu podaży pieniądza bankowego. W trakcie recesji najczęściej dochodzi do spadku podaży pieniądza, jednak nie jest to regułą¹⁷.

Zdaniem Rothbarda podaż pieniądza bankowego zalewa rynek, przyczyniając się do obniżenia stopy procentowej. Zmanipulowany rynek odnosi wrażenie, że wzrósł poziom oszczędności w gospodarce, tym samym wzrosła ilość pieniądza, który można wykorzystać na inwestycje. Biznesmeni odnoszą wrażenie, że ilość oszczędności w gospodarce wzrosła i inwestują w dłuższe procesy inwestycyjne, zwłaszcza w dobra kapitałowe, które są najdalej od konsumenta. To z kolei powoduje przesunięcie się inwestycji z dóbr konsumpcyjnych, będących blisko konsumenta, do dóbr wyższego rzędu. Powoli pieniądz bankowy przedostaje się do czynników produkcji w postaci płac, procentu, zysku.

W tej sytuacji preferencje czasowe, które pozostały bez zmian, spowodują, że odbiorcy swe zwiększone strumienie pieniężne wydadzą w starych proporcjach. Zachowanie starych proporcji przy wyższych dochodach przyczyni się do ponownego

¹⁶ Ibidem, s. 8.

¹⁷ Ibidem, s. 10.

przesunięcia produkcji do dóbr konsumpcyjnych. Taka sytuacja powoduje, że przedsiębiorcy, którzy inwestują w dobra wyższego rzędu, zorientują się, że ich inwestycje były nietrafione. Uczynią to, gdy tylko zauważą, że ich odbiorcy, czyli inni przedsiębiorcy, nie zgłaszają zapotrzebowania na ich produkty¹⁸. Tym samym producenci dóbr inwestycyjnych marnotrawią zasoby i inwestycje należy zlikwidować poprzez ich zbycie; wielokrotnie likwidacja inwestycji odbywa się poniżej kosztów.

W tym świetle bezzasadne stają się argumenty, iż depresja jest wynikiem zbyt niskiego popytu na dobra konsumpcyjne. Depresja najbardziej dotyka producentów dóbr kapitałowych, a więc to brak popytu na dobra kapitałowe powoduje załamanie rynku. Namiar inwestycji w dobra wyższego rzędu jest wynikiem błędu powstałego w obliczeniach przedsiębiorców. Przyczyną tego błędu jest ekspansja kredytu, która daje złudne wrażenie wzrostu oszczędności. Zdaniem Rothbarda problem ten nie wystąpiłby, gdyby preferencje czasowe zmniejszyły się. Jednak preferencje czasowe jednostek są relatywnie stałe.

Depresja, która następuje po boomie jest niczym więcej jak przywracaniem stanu równowagi w gospodarce. Jest to proces bolesny, jednak konieczny¹⁹. Interwencje państwa w okresie depresji prowadzą tylko do odciążenia momentu równoważenia. Tym samym przyczyniają się do nagromadzenia większej liczby błędów inwestycyjnych i głębszej depresji, która prędzej czy później musi nastąpić. Dla Schumpetera okres recesji był również naturalnym procesem, polegającym na powrocie gospodarki do stanu równowagi, przy czym przyczyny pojawienia się depresji u obydwu uczonych zdają się być odmienne.

Wskazanie nadmiaru dóbr kapitałowych w stosunku do realnej ilości zakumulowanego kapitału jako bezpośredniej przyczyny kryzysu czyni teorię Rothbarda bliższą teorii Speithowa, oddalając ją jednocześnie od koncepcji Schumpetera.

Żeby zrozumieć przyczyny rozbieżności teoretycznych między obydwoma teoriami, należy przyjrzeć się bardziej szczegółowym elementom teorii obydwu myślicieli. W trakcie opisywania teorii byłoby to dość trudne, ponieważ zwłaszcza Schumpeter finezyjnie lawirował między teorią Böhm–Bawereka a teorią równowagi ogólnej Walrasa. Co więcej, pomimo że dwie trzecie podstaw teorii Schumpetera to teoria Bawereka, to w wielu kluczowych dla analizy punktach najwyższą wagę otrzymywały zwykle marginalizowane przez Schumpetera elementy teorii Walrasa.

Pierwszy widoczny odmienny czynnik to wykorzystanie GDJ przez obu ekonomistów. U Rothbarda GDJ wykorzystany był zgodnie z tradycyjnym podejściem austriackim.

¹⁸ Ibidem, s. 8.

¹⁹ Ibidem, s. 9.

U Schumpetera sytuacja ma się zgoła inaczej, pomimo że w jego teorii nie ma równań równowagowych, to widoczne jest wyraźne odniesienie do teorii Walrasa. Wskazuje na to chociażby zastąpienie tradycyjnej nazwy gospodarki jednostajnie działającej ruchem okrężnym życia gospodarczego, co było wyraźnym semantycznym odniesieniem do równowagi ogólnej Walrasa, którą Schumpeter nazywał „okrągłym strumieniem”.

GDJ, który jest narzędziem pomocniczym, służy do badania procesów realnych i o ile on sam jest stanem 100% statycznym gospodarki, o tyle teoretyczne wprowadzanie do niego zaburzeń powoduje, że w drodze rozumowania *a priori* można wychwycić czynniki wytrącające gospodarkę ze stanu równowagi. Pozwala to nie tylko na wykrycie przyczyn cykli koniunkturalnych, lecz także przyczyn wzrostu gospodarczego, który jest czynnikiem biegunowo odmiennym od stanu równowagi. W opisywanym tu przykładzie obydwaj uczeni starali się wykryć przyczyny występowania cyklu koniunkturalnego.

W wyniku oparcia się na tradycyjnej analizie austriackiej Rothbard, przystępując do badania przyczyn, w pełni uwzględnił: 1) rolę pierwotnych czynników produkcji (ziemi i pracy), 2) czas (preferencję czasową), 3) wpływ pieniądza, 4) akumulację kapitału (w ramach piramidy produkcji), 5) ludzkie subiektywne działania oparte na niepewności, 6) innowacje.

Schumpeter w swej analizie uwzględnił znaczną część elementów typowych dla badań austriackich, poczynił jednak następujące odstępstwa: tylko częściowo uwzględnił rolę czasu, założył istnienie preferencji czasowej tylko dla rynku dóbr konsumpcyjnych i odrzucił ją dla dóbr inwestycyjnych, odrzucił akumulację kapitału i austriackie etapy produkcji (późniejsza piramida produkcji), ludzkie działanie w warunkach niepewności zastąpił czynnikami kulturowymi i niepewnością. Tylko częściowe uwzględnienie roli czasu i pieniądza oraz całkowite odrzucenie austriackiej teorii kapitału stanowiły wyraźny ukłon w stronę teorii Walrasa²⁰.

²⁰ Tradycyjnie dla szkoły austriackiej, z której wywodzili się Schumpeter i Rothbard, pojęcia wzrostu i cyklu były pojęciami wzajemnie niepowiązanymi. U Rothbarda podejście to jest nadal zachowane, u Schumpetera – nie. Ekonomista ten, syntetyzując teorię austriacką z teorią Walrasa natrafił na podwójny problem, ponieważ miał problemy z określeniem zasadniczych przyczyn występowania nie tylko cyklu gospodarczego, lecz także wzrostu gospodarczego. Opierając się na, jak określił to Rothbard, analizie rynku zdegenerowanego z pustym pieniądzem jako głównym źródłem finansowania, Schumpeter stanął przed poważnym wyzwaniem. Musiał znaleźć czynniki wytrącające gospodarkę z równowagi. Gdy odrzucił etapy produkcji Böhm-Bawereka uniemożliwił sobie również pełne wykorzystanie roli pieniądza w teorii ekonomicznej. W tym momencie Schumpeter dokonał błyskotliwego posunięcia w postaci uszeregowania finansowania innowacji i ich występowania w czasie, założył ich periodyczność. Dzięki temu zabiegowi rozwiązał dwa problemy jednocześnie: wyjaśnił przyczynę wzrostu oraz cyklu gospodarczego, dynamizując w ten sposób swą teorię. Jednocześnie, idąc za

Finalnie należy dodać kilka uwag. Po pierwsze, Rothbard twierdził, że nie ma powodu, by pojawianie się innowacji miało charakter periodyczny; jest autentyczne tylko w analizowanym przez niego samego przypadku, czyli w teorii wzrostu na nieskażonym pustym pieniądzu rynku. Na rynku z falami emisji pustego pieniądza periodyczność innowacji występuje; oczywiście nie ma ona charakteru mechanicznego jak w drugiej (pominiętej) teorii Schumpetera, jednak jest faktem, na co wskazuje sama teoria austriacka (teoria ekspansji kredytowej Misesa)²¹. Zgodnie z tą teorią powracające fale emisji pustego pieniądza wywołują euforię, w wyniku której, jak twierdzi Mises, przedsiębiorcy decydują się na wyjątkowo odważne i ryzykowne przedsięwzięcia, których nie podjęliby się w normalnych warunkach²². A czy innowacja nie należy do wyjątkowo odważnych i ryzykownych przedsięwzięć?

Dodatkowo, paradoksalnie, teoria Schumpetera potwierdza teorię Rothbarda, ponieważ to właśnie innowacje najbardziej przyczyniają się do wydłużenia struktury produkcji. W teorii Schumpetera cyklicznie pojawiające się innowacje (wydłużanie struktury produkcji) finansowane są pustym pieniądzem, w teorii cyklu Rothbarda nienaturalne cykliczne wydłużanie się struktury produkcji również wywołane jest pustym pieniądzem. U każdego z ekonomistów depresja jest powrotem gospodarki do stanu równowagi. Z tego punktu widzenia wynika, że obydwaj ekonomiści przy nieznaczących różnicach w podejściu do GDJ doszli niemalże do tych samych wniosków, a większość pojawiających się różnic ma charakter bardziej semantyczny aniżeli merytoryczny.

Jedną słabością teorii Schumpetera był fakt niedostrzeżenia pierwotnej przyczyny uszeregowania się innowacji w czasie. Co prawda Schumpeter zauważył, że w rzeczywistej gospodarce najwięcej innowacji finansuje się pustym pieniądzem, ale nie dostrzegł, że pusty pieniądz pojawia się na rynku falami (cykliczna ekspansja kredytu) i że to właśnie ten proces rodzi entuzjazm powodujący, że przedsiębiorcy wyjątkowo chętnie decydują się na wdrażanie innowacji.

Drugą słabością teorii Schumpetera jest odrzucenie struktury produkcji Bawereka. Ekonomista ten odrzucił koncepcje Bawereka, pomimo że przyznawał, iż wieloetapowość w alokacji kapitału w istocie występuje. Posunięcie to uniemożliwiło Schumpeterowi rzeczowe wyjaśnienie, dlaczego falowe pojawianie się innowacji

Rothbardem, można przyznać, że teoria Schumpetera z punktu widzenia rynku, który analizował, jest w pełni autentyczna.

²¹ Zawsze w okresie ekspansji kredytowej, która ma charakter cykliczny, dochodzi do wdrażania wyjątkowo dużej ilości innowacji. Przykładami są chociażby bańka internetowa (1995–2001), czy miniony kryzys *subprime*, w trakcie którego masowo wdrażano nie tylko innowacje finansowe, lecz także budowlane (nowe rodzaje materiałów budowlanych i technik budowy).

²² L. von Mises, *Interwencjonizm*, Arcana, Kraków 2000, s. 71.

powoduje najpierw boom, a później kryzys. Faktem jest, że innowacje pojawiają się falami, jednak to nie one, a bankowy pieniądz powoduje niszczenie rynku. Dlatego gdyby zastosować do teorii Schumpetera wieloetapowość Bawereka, charakterystyczną dla Rothbarda, wówczas z teorii Schumpetera wynikałoby, że pojawianie się innowacji na fali ekspansji pieniężnej prowadzi do nadmiaru dóbr kapitałowych w stosunku do zakumulowanego kapitału. Zastosowanie takiego podejścia powoduje, że teorie Schumpetera i Rothbarda nie tylko przestają być w najmniejszym stopniu sprzeczne, lecz także zaczynają być komplementarne. Można się pokusić o stwierdzenie, że dopiero jednoczesne skorzystanie z tych dwóch teorii do analizy rynku czyni analizę w pełni kompleksową.

3. Analiza systemu państwowego

Analiza systemu państwowego jest jednym z najistotniejszych elementów w teoriach Schumpetera i Rothbarda. Co ciekawe, obydwaj uczeni doszli do zaskakująco zbliżonych wniosków, stosując zupełnie inne aparaty badawcze. Cechą wspólną badaczy jest systemowość, objawiająca się w konsekwentnym konstruowaniu teorii²³.

Aparat analityczny używany przez Schumpetera opierał się na metodologii Maxa Webera z silnym naciskiem na ewolucjonizm, co upodabniało jego metodę badawczą do metody stosowanej przez Karola Marksa²⁴.

Rothbard w swych analizach korzystał z epistemologii i prakseologii wbudowanej w system kantowski. Postrzeganie państwa przez Rothbarda odbywało się za pośrednictwem pryzmatu tez stawianych przez anarchistów i wolnościowych radykałów, takich jak Spooner i lord Acton²⁵.

Pomimo tak różnych postaw badawczych, obydwaj uczeni doszli do zaskakująco podobnych wniosków.

Schumpeter, analizując system państwowy, robi to z wykorzystaniem weberowskiego racjonalizmu i ewolucjonizmu Marksa. W drodze rozumowania indukcyjnego Schumpeter dochodzi do wniosku, iż postępująca racjonalizacja systemu kapitalistycznego przyczynia się do nieuchronnego podążania w kierunku socjalizmu.

²³ Poprzez konsekwentne konstruowanie teorii rozumiane jest podejście austriackie, polegające na wyznaczeniu teoretycznych aksjomatów, a następnie konsekwentne posługiwanie się nimi w ramach analizy aksjomatyczno-dedukcyjnej.

²⁴ A. Glapiński, *Kapitalizm...*, op.cit., s. 230.

²⁵ M.N. Rothbard, *Egalitaryzm*, Fijor Publishing, Warszawa 2009, s. 25 i 58.

Zdaniem Schumpetera, instytucje wyrastające z rynku i korzystające z jego dobrodziejstw z czasem przyczyniają się do jego degeneracji. Wolny rynek, który zrodził efektywne, racjonalnie działające przedsiębiorstwa, przyczyniał się do ich rozrostu, co stanowiło wynik postępującej racjonalizacji²⁶.

Tym samym można powiedzieć, że przedsiębiorstwa za swój racjonalizm i efektywność były nagradzane możliwością ciągłego zwiększania swego rozmiaru. To znaczy, że przedsiębiorstwa, które były najbardziej efektywne, najlepiej służyły konsumentowi, zwiększały dzięki temu swój udział w rynku. Jednak przedsiębiorstwa, które osiągały potężny potencjał gospodarczy, zaczynały się zmagać z wewnętrznym, postępującym spadkiem efektywności (epoka wielkiego biznesu przewidziana przez Marksa).

Efektywność stopniowo wypierana była przez racjonalną biurokrację, bez działania której duże przedsiębiorstwa nie byłyby w stanie się obejść. Tym samym przedsiębiorstwa powoli zaczynały mieć kłopoty z konkutowaniem na rynku z mniejszymi, bardziej dynamicznymi i innowacyjnymi podmiotami. W tym momencie duże przedsiębiorstwa, chcąc trwać, zaczynają wykorzystywać swój potencjał gospodarczy do dokonywania nacisków na aparat administracyjny demokratycznego rządu.

Efektom tego nacisku jest wprowadzanie specjalnych usprawnień mających na celu zapewnienie lepszej pozycji rynkowej dużemu przedsiębiorstwu. Tym samym dochodzi do naruszenia podstawowej zasady wolnego rynku, jaką jest uczciwa konkurencja. Naruszenie tej zasady wynika z arbitralnego traktowania podmiotów gospodarczych. W ten właśnie sposób rozpoczyna się proces degeneracji rynku.

Podmioty, które rynek zrodził i wynagradzał za efektywną służbę, stają się przyczyną jego upadku. Jest to sytuacja analogiczna do ludzkiego życia. Upływ czasu powoduje, że z noworodków stajemy się dojrzałymi ludźmi, silniejszymi i sprawniejszymi intelektualnie aniżeli noworodki. Jednak ten sam czas powoduje, że starzejemy się i umieramy.

Schumpeter ze specyficzną dla siebie erudycją wskazuje, iż racjonalność ekonomiczna, która leżała u podstaw kapitalistycznego rozwoju, przedostaje się do wszystkich sfer życia i podporządkowuje je sobie. Tym samym staje się mechanizmem, który zaczyna stanowić zagrożenie dla samego kapitalizmu²⁷.

Kolejnym źródłem degeneracji systemu kapitalistycznego jest rozrost państwa podatków. Zgodnie z instytucjonalnym podejściem Schumpetera państwo podatków było gwarantem funkcjonowania systemu kapitalistycznego. Jednak państwo to jest niezależnym organizmem kierującym się własną wewnętrzną logiką. Logika

²⁶ J.A. Schumpeter, *Kapitalizm, socjalizm, demokracja*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2009, s. 52.

²⁷ Ibidem, s. 163 oraz A. Glapiński, *Kapitalizm...*, op.cit., s. 250.

ta polega na ciągłym uzurpowaniu sobie kolejnych kompetencji, a tym samym zwiększaniu swego rozmiaru i władzy, przez co staje się zagrożeniem dla gospodarki kapitalistycznej.

Ciągłe zwiększanie kompetencji i rozrost państwa odbywa się poprzez regulacje rynku, zwiększanie obciążeń podatkowych, które odbierają rynkowi potrzebny kapitał. Jednocześnie wraz ze zwiększaniem obciążeń podatkowych dochodzi do zwiększania wydatków, których głównym celem jest realizacja celów niezwiązanych z burżuazyjnym kapitalizmem. Wydatki te służą celom politycznym i polegają na ciągłym rozbudowywaniu sfery administracyjnej i socjalnej, która oderwana jest od rynkowej logiki.

Jak (trafnie) zauważa Schumpeter, w warunkach, w których społeczeństwo osiągnie nasycenie, nieuchronnie wprowadzony zostanie socjalizm. „Zasoby ludzkiej energii będą odpływać z działalności gospodarczej. Inne sprawy niezwiązane z gospodarką będą przyciągać umysły i zapewniać przygodę”²⁸. Pisząc to zdanie, Schumpeter stał się jednym z proroków w nauce ekonomii.

Empirycznym przykładem tego, iż tak właśnie się dzieje, jest Szwecja. Pomimo, że Szwecja nazywana jest państwem o gospodarce wolnorynkowej, to od niespełna 60 lat wydatki państwa w PKB przekraczają 50%. W latach 70. osiągnęły poziom prawie 70%, przy ciągłym zachowaniu dynamiki gospodarczej. Należy również nadmienić, iż Szwecja cechuje się stosunkowo wysokim PKB na mieszkańca, zaś okres budowy potęgi gospodarczej Szwecji jest skorelowany z budową szwedzkiego *welfare state*.

Jednocześnie w Szwecji w okresie najwyższego zaangażowania państwa w gospodarkę występował poważny problem z aktywnością burżuazyjnych przedsiębiorców. Doszło również do poważnego rozkładu wartości burżuazyjnych, wysoka konsumpcja, zmiany obyczajowe i problemy społeczne stały się centrum zainteresowań Szwedów. Zracjonalizowane, oparte na empiryzmie i materializmie ateistyczne postrzeganie natury ludzkiej zastąpiło tradycyjne postrzeganie ludzkiego indywidualizmu. O praktycznej śmierci szwedzkiej burżuazji lub o jej marginalnym charakterze świadczy wyjątkowo niski wskaźnik rozwarstwienia dochodowego (wskaźnik Giniego), który waha się w przedziałach od 0,25 do 0,28. Należy dodać, że podobny wskaźnik (0,25) był w PRL, która była państwem komunistycznym²⁹.

²⁸ Ibidem, s. 249.

²⁹ Taki poziom wskaźnika Giniego, czyli 0,28, występował w Szwecji w drugiej połowie lat 90., jednak wskaźnik ten na przestrzeni lat ulegał zmianom i w różnych źródłach można znaleźć różne dane, jednak zawsze wskaźnik ten w Szwecji wahał się pomiędzy 0,25 a 0,28. Źródło dla wartości wskaźnika z drugiej połowy lat 90. w Szwecji: <http://www.nbportal.pl/pl/commonPages/EconomicsEntryDetails?entryId=184&pageId=608>, 16.11.2011; wartość wskaźnika Giniego dla PRL została pobrana ze strony:

Schumpeter zauważył, że burżuazja, która reprezentuje wspianały kapitalistyczny system wartości, jest klasą zbyt słabą i wątłą ideologicznie, by mogła go skutecznie podtrzymywać. Potwierdzenie tej tezy Schumpetera można zaobserwować w wyjątkowo łatwym przyjmowaniu przez burżuazję egalitaryzmu (zarówno w Europie, jak i USA), który stanowił zaprzeczenie ideologii burżuazyjnej.

Dlatego też Schumpeter stwierdził, iż burżuazja nie jest w stanie funkcjonować bez arystokracji³⁰. W istocie arystokracja posiadała trwalszy i silniejszy system wartości związany z większą świadomością społeczną, ukształtowaną w trakcie wielowiekowej ewolucji. Jednocześnie to właśnie ona była głównym inspiratorem wojny domowej, która umożliwiła wejście Wielkiej Brytanii w okres rewolucji przemysłowej.

Pomimo wielu pesymistycznych prognoz, Schumpeter żywił optymistyczne nadzieje, iż owoce kapitalizmu pozwolą mu się obronić.

Z badań Rothbarda dotyczących państwa kapitalistycznego wynika, iż kapitalizm rodził się tam, gdzie władza monarchy oraz władców feudalnych była najsłabsza. Tym samym dochodzi do uchylenia koncepcji Schumpetera stanowiącej, iż arystokracja jest gwarantem funkcjonowania kapitalizmu. W istocie kapitalizm rodził się w ustrojach arystokratycznych, jednak powstawał tam, gdzie były one bardzo słabe. Dlatego też kapitalizm rozwijał się we włoskich miastach, konfederacyjnej siedemnastowiecznej Holandii, Lidze Hanzeatyckiej. W Wielkiej Brytanii przemysł rączkował na wsiach, które nieobjęte były władztwem cechów i władców feudalnych³¹. Niemniej Rothbard zapomina, iż Austria przez całe dekady była zarówno źródłem wolności osobistej, jak i silnej władzy królewskiej i kasty arystokratycznej.

Rothbard wraz z Schumpeterem stwierdzają, iż państwa rozrastają się w zaskakująco szybkim tempie. Dokonują tego poprzez powiększającą się ingerencję w rynek i w swobody osobiste obywateli.

O ile Schumpeter uważał państwo podatków za gwarant bezpieczeństwa, o tyle dla Rothbarda państwo jest organizacją przestępczą. Podążając za Schumpeterem, stwierdza, że państwo jest całkowicie niezależnym organizmem. Rothbard, podobnie jak Schumpeter, stwierdza, że ze względu na odmienność od struktur rynkowych, która polega na przymusowości oraz biurokratyzacji, państwo stanowi zagrożenie dla instytucji wolnego rynku. Tym samym państwo, według Rothbarda, nie produkuje czegokolwiek, lecz konsumuje dochód wypracowany przez rynek. Dlatego

<http://opinieekonomiczne.blox.pl/2008/09/Rozpietosc-dochodow-w-Polsce-wskaznik-Giniego.html>, 16.11.2011.

³⁰ A. Glapiński, *Kapitalizm...*, op.cit., s. 252–253.

³¹ M.N. Rothbard, *Egalitaryzm...*, op.cit., s. 57.

też Rothbard uważa, że pracownicy administracji publicznej nie płacą podatków, lecz je konsumują. W istocie na gruncie logiki stwierdzenie to jest w pełni zasadne.

Zdaniem Rothbarda rozrastanie się państwa nie jest wynikiem żadnej ewolucji, lecz błędu systemowego tkwiącego w aparacie państwowym. Polega on na możliwości tworzenia prawa. Zdaniem Rothbarda błędu tego nie da się wyeliminować. Za przykłady podaje rząd Stanów Zjednoczonych tuż po wojnie o niepodległość z Wielką Brytanią oraz rząd Wielkiej Brytanii po wojnie domowej i wprowadzeniu liberalizmu gospodarczego. W obydwu przypadkach rządy posiadały bardzo ograniczone kompetencje, rząd USA nie mógł nawet nakładać podatków ani podejmować samodzielnie poważniejszych decyzji bez jednomyślnej zgody rządów stanowych³². Jednak mimo tych niezwykle silnych ograniczeń kolejnym rządom udawało się stopniowo zwiększać swe kompetencje, przesuwając realną władzę w kierunku władzy centralnej. Im silniejsza była władza centralna, tym mniejsza była nad nią kontrola.

Jak zauważa Rothbard, dzięki temu, że władze centralne zmonopolizowały wszystkie najistotniejsze instytucje życia publicznego (ochronę i sądownictwo, tworzenie prawa), otworzyły sobie drogę do władzy absolutnej. Z tego punktu widzenia wszystkie współczesne państwa są systemami despotycznymi. W sytuacji gdy ogół wybrał rząd despotyczny, ustroj demokratyczny daje jedynie pozory wolności i w żaden sposób nie chroni jednostki przed despotyzmem władzy.

Rothbard w swych pracach wielokrotnie powoływał się na brytyjskiego liberała lorda Actona, który na przestrzeni lat obserwował, jak Wielka Brytania z ostoi liberalizmu stawała się ponownie państwem merkantylistycznym, zachowującym jedynie pozory wolności. Na podstawie historycznych przykładów Rothbard stwierdził, że żadne państwo nie jest w stanie zagwarantować trwałego i wolnego ustroju.

Logika, którą posługiwał się Rothbard, była tożsama z logiką Schumpetera. Państwo posiadające władzę zawsze dąży do jej powiększenia. Jak zauważa Rothbard, za aparatem państwowym stoją ludzie, a w naturze ludzkiej jest dążenie do jak największych korzyści dla własnej osoby i rodziny. To powoduje, że jeżeli grupa ludzi posiada monopol na najistotniejsze usługi, czyli dostarczanie ochrony, sądownictwa i tworzenia prawa, zawsze będzie go wykorzystywać w celu maksymalizowania swych własnych indywidualnych korzyści. Jednocześnie politycy stają się niczym władcy feudalni, z tą poważną różnicą, że zwykle nie reprezentują żadnych tradycji ani trwałych wartości. Jedynym wyjątkiem jest wartość polegająca na ciągłym dążeniu do władzy i narzucaniu swej własnej woli innym członkom społeczeństwa.

Dla Rothbarda państwo jest najsilniejszą mafią, podatki są niczym więcej jak haraczem, a aparat przymusu służy do jego pobierania. Państwo, podobnie jak mafia,

³² M.N. Rothbard, *O nową wolność*, Volumen, Warszawa 2007, s. 24.

gwarantuje ochronę, z której obywatel nie ma prawa zrezygnować. Twierdzenie to nie jest bezzasadne, mafia w Palermo ściąga haracze od przedsiębiorców i gwarantuje ochronę skuteczniejszą niż państwowa. Organizm mafijny odpowiada również za ustalanie cen w przedsiębiorstwach, tak by każde z nich przynosiło dochody (eliminacja konkurencji cenowej), pomaga również w organizowaniu rynków zbytu na całkowicie legalne towary. Państwo włoskie, podobnie jak każde inne państwo, walczy z mafią w celu zachowania swego monopolu.

Z teorii Rothbarda wynika jasno, że podatki nie są żadną formą dobrowolnej składki. Rothbard, pisząc o ich charakterze, powołuje się na Schumpetera: „teoria, która traktuje podatki jako formę opłaty członkowskiej lub transakcję zakupu usług, powiedzmy doktora, dowodzi jedynie, jak daleko ta część nauk społecznych oddalona jest od nawyku myślenia naukowego”³³.

To też pokazuje, iż obydwaj naukowcy do swej pracy badawczej podchodzili z pełną powagą i należyтым szacunkiem, co objawiało się wyraźnym dystansowaniem w stosunku do własnych sądów i wartości.

Rothbard, podobnie jak Schumpeter, stwierdza, że burżuazja nie jest sama w stanie się obronić przed despotyzmem państwa. Rothbard podobną słabość przypisywał niemalże całej tkance społecznej. Dokonuje jednak pewnego wyjątku w swej teorii. Gdy omawia przyczynę wojny o niepodległość w USA, stwierdza, że wyjątkowo istotną rolę odegrało szerzenie ideologii głoszącej wolność jednostki jako dobra naczelnego. Sam Rothbard nie wspomina o tym w swej pracy, jednak za szerzenie idei praw naturalnych odpowiedzialne były elity intelektualne związane z ojcami założycielami. Tym samym można wysnuć wniosek, iż rolę, którą Schumpeter przypisywał arystokracji, Rothbard przypisuje konserwatywno-liberalnym elitom intelektualnym.

Rothbard, podobnie jak Schumpeter, twierdził, iż każde państwo nieuchronnie dąży do socjalizmu. Jednocześnie, tak jak Schumpeter, żywił nadzieję, iż kapitalizm nie upadnie ostatecznie. Obydwaj ekonomiści jako światło w tunelu postrzegali gospodarkę USA, które w przeciwieństwie do państw Europy, opierały się próbom wprowadzenia socjalizmu³⁴.

W tej kwestii różnica między Schumpeterem a Rothbardem polega na tym, że Schumpeter zakładał, iż państwo zachowa swą dotychczasową postać i ograniczy

³³ M.N. Rothbard, *Etyka...*, op.cit., s. 269–270. Źródłem pierwotnym zaprezentowanego cytatu jest *Capiatlistm, Socialism, Democracy* Józefa Schumpetera.

³⁴ Libertarianie twierdzą, że w chwili obecnej USA są w trakcie trwania eksperymentu socjalistycznego, którego inicjatorem jest prezydent Barack Obama.

swą interwencję. Rothbard wierzył, że państwo w obecnej postaci zostanie odrzucone i zastąpione ustrojem anarcho-kapitalistycznym.

Schumpetera nazywano Marksem dla Bogatych; w świetle powyższych argumentów określenie to należy przyznać *ex aequo* obydwu uczonym.

4. Podsumowanie

Pomimo że Rothbard był stuprocentowym przedstawicielem austriackiej szkoły ekonomicznej i w wielu kwestiach występował przeciwko Schumpeterowi, w trakcie całej swej kariery naukowej pozostawał pod wielkim wrażeniem jego teorii. W swych publikacjach doceniał bystrość umysłu Schumpetera i umiejętność odcinania się od własnych wartości i przekonań.

Dlatego też, gdy podejmował się polemiki z teoriami Schumpetera, czynił to w sposób konstruktywny, bez zbytecznych uwag i z pełnym szacunkiem, który okazywał tylko najbardziej cenionym przez siebie ekonomistom. Gdy analizował schumpeterowską teorię cyklu koniunkturalnego, która w istocie mocno odbiega od procesów teorii austriackiej, starał się dostrzec jej najcenniejsze elementy, a o wadliwych wypowiadał się w sposób czysto techniczny. W podobny sposób pisał tylko o teoriach swego nauczyciela, Ludwiga von Misesa.

W swych pracach Rothbard nigdy nie ukrywał swych sympatii względem Schumpetera, którego nazywał wielkim ekonomistą. Jest to szczególnie znaczące, ponieważ Rothbard nigdy nie naużywał tego słowa w stosunku do innych uczonych. Powtarzał natomiast za Misesem, że w nauce ekonomii istnieje góra dwudziestu myślicieli, którzy wnieśli poważny wkład do tej nauki. Można mniemać, iż za jednego z takich ekonomistów uważał Schumpetera.

Rothbard był pełen uznania dla teorii systemu państwowego stworzonej przez Schumpetera³⁵. Wynikało to z faktu, iż była to pierwsza teoria, która nie traktowała istoty państwa w kategoriach bytu dobrowolnego i logicznego. Schumpeter jako pierwszy w całkowicie naukowy sposób dowiódł, iż istota państwa leży w opozycji do istoty wolnego rynku, a tym samym stanowi dla niego największe zagrożenie.

Teoria degeneracji systemu rynkowego Schumpetera odegrała z pewnością znaczącą rolę w badaniach Rothbarda poświęconych ekspansji państwa demokratycznego.

³⁵ M.N. Rothbard, *Etyka...*, op.cit., s. 269.

Bibliografia

1. Glapiński A., *Kapitalizm, demokracja i kryzys państwa podatków*, Oficyna Wydawnicza SGH w Warszawie, Warszawa 2004.
2. Glapiński A., *Meandry historii ekonomii. Między matematyką a poezją*, Oficyna Wydawnicza SGH w Warszawie, Warszawa 2006.
3. Hoppe H., *Demokracja. Bóg, który zawiódł*, Fijor Publishing, Warszawa 2006.
4. Lundberg U. Amark K., *Państwo socjalne w Europie: historia, rozwój, perspektywy – Rozwój państwa socjalnego w Szwecji w XX w.*, red. K. Kraus, T. Geisen, Wydawnictwo Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń 2005.
5. Mises L., *Interwencjonizm*, Arcana, Kraków 2000.
6. Rothbard M.N., *Egalitaryzm*, Fijor Publishing, Warszawa 2009.
7. Rothbard M.N., *Ekonomia wolnego rynku*, t. II, Fijor Publishing, Warszawa 2007.
8. Rothbard M.N., *Ekonomia wolnego rynku*, t. III, Fijor Publishing, Warszawa 2008.
9. Rothbard M.N., *Etyka wolności*, Fijor Publishing, Warszawa 2010.
10. Rothbard M.N., *O nową wolność*, Volumen, Warszawa 2007.
11. Rothbard M.N., *Wielki kryzys w Ameryce*, Instytut Ludwiga von Misesa, Warszawa 2010.
12. Schumpeter J.A., *Kapitalizm, socjalizm, demokracja*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2009.
13. Schumpeter J.A., *Teoria wzrostu gospodarczego*, PWN, Warszawa 1969.
14. <http://www.nbportal.pl/pl/commonPages/EconomicsEntryDetails?entryId=184&pageId=608>, 16.11.2011.
15. <http://opinieekonomiczne.blox.pl/2008/09/Rozpietosc-dochodow-w-Polsce-wskaznik-Giniego.html>, 16.11.2011.
16. <http://mises.pl/blog/2010/06/09/s-kluz-joseph-schumpeter-a-szkola-austriacka/>, 11.11.2011.
17. <http://mises.pl/blog/2010/01/27/m-t-kahler-czy-innowacje-wywoluja-cykle-koniunkturalne/>, 11.11.2011.

Wpływ metodyki i doboru danych rynkowych na wycenę transakcji REPO oraz BSB/SBB na potrzeby codziennego zabezpieczenia otwartych pozycji

1. Wprowadzenie

Celem artykułu jest przedstawienie sposobów wyceny transakcji REPO/reverse REPO oraz transakcji BSB/SBB zapisanych w różnego typu umowach ramowych, ich porównanie oraz identyfikacja czynników, które mogą generować ryzyko niepoprawnego wyznaczenia wartości ekspozycji, co w konsekwencji może prowadzić do sytuacji spornych przy określeniu wysokości zabezpieczenia lub nawet narazić bank na znaczne straty z powodu źle zabezpieczonej ekspozycji. Inspiracją do napisania tego artykułu były różnice w sposobach wyceny zapisane w umowach ramowych oraz nieścisłości pojawiające się podczas próby wyceny transakcji zgodnie z zapisami zawartymi w tych dokumentach.

Transaksje REPO/reverse REPO to podstawowe narzędzia operacji otwartego rynku, za pomocą których bank centralny może regulować płynność rynku bankowego. Są to transakcje warunkowego kupna/sprzedaży papierów wartościowych, czyli zakupu/sprzedaży papierów wartościowych z przyrzeczeniem odkupu/odsprzedaży w ustalonym terminie po ustalonej cenie. Tego typu transakcje mogą być również zawierane pomiędzy bankami – w tym przypadku mówimy o udzielaniu pożyczki, którą zabezpiecza się papierami wartościowymi. Modyfikacją tego typu transakcji są transakcje BUY/SELL BACK (BSB) lub SELL/BUY BACK (SBB), które w Polsce są znacznie bardziej popularne, głównie ze względu na polskie prawo

(umowę kupna/sprzedazy, która mówi o przeniesieniu własności rzeczy, która jest przedmiotem transakcji¹). Transakcje tego typu uchodzą za niezwykle bezpieczne, gdyż można traktować je jako pożyczkę zabezpieczoną papierami wartościowymi. Wnikliwa analiza tego zagadnienia ukazuje jednak wiele zagrożeń. Transakcje tego typu zawierane są na niezwykle duże nominały, nieznaczne ruchy w cenach zabezpieczenia generują ogromne zmiany w wycenie tychże transakcji i w efekcie zbyt małe lub zbyt duże zabezpieczenie pożyczki. Z tego powodu banki zawierają ze sobą umowy bilateralne, które mają na celu codzienne uzupełnianie lub zmniejszanie zabezpieczenia. Umowy takie zawierane są na bazie standardowych wzorców, które są modyfikowane aneksami na potrzeby konkretnych kontrahentów. Są to: umowa GMRA (Global Master Repurchase Agreement), EMA (European Master Agreement), a w Polsce *Rekomendacja dotycząca zawierania transakcji REPO i BUY/SELL BACK na polskim rynku finansowym* wydana przez Związek Banków Polskich. Głównym celem tego artykułu jest przedstawienie i porównanie zawartych w tych wzorcach umów sposobów wyceny transakcji REPO/BSB i ich zmian w ciągu ostatnich 20 lat, a także przeprowadzenie na przykładzie polskich obligacji skarbowych symulacji wartości zabezpieczenia, które należy zapłacić/otrzymać, a w konsekwencji wskazanie czynników, które mogą powodować znaczne różnice przy określaniu wartości ekspozycji.

Od początku lat 90. XX wieku ICMA (International Capital Market Association) wraz z SIFMA (Securities Industry and Financial Market Association) rozpoczęły przygotowania standardowej umowy dla transakcji REPO. Pierwsza publikacja tejże umowy miała miejsce w 1992 r., następnie w wyniku kolejnych wydarzeń i zmian na rynkach finansowych była trzykrotnie rewidowana, w efekcie czego opublikowane zostały trzy kolejne wzorce w 1995, 2000, a ostatni w maju 2011 r. Ponadto od 1992 r. publikowane są dodatkowe aneksy, które dostosowują umowę GMRA do poszczególnych systemów prawnych i warunków rynkowych². W kolejnych wersjach zapisy dostosowywane są tak, aby z jednej strony nadążyć za zmianami rynkowymi, a z drugiej – zabezpieczyć strony na wypadek niekorzystnych zdarzeń, których banki mogłyby doświadczyć w czasie dość burzliwych dla nich ostatnich 20 lat. Rozszerzony został również zakres przedmiotowy umów (nie tylko klasyczna umowa REPO, ale istnieje możliwość objęcia tą umową transakcji BUY/SELL BACK pod warunkiem, że zostanie podpisany dodatkowy aneks dotyczący tego typu transakcji). Jednym

¹ Art. 535, Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964r. Kodeks cywilny, Dz.U. z 1964r. nr 16, poz. 93 z późn. zm.: „przez umowę sprzedaży sprzedawca zobowiązuje się przenieść na kupującego własność rzeczy i wydać mu rzecz, a kupujący zobowiązuje się rzecz odebrać i zapłacić sprzedawcy cenę”.

² Informacje i umowy dostępne na stronie internetowej www.icmagroup.org.

z podstawowych elementów, który zawarty był od samego początku i ewaluował wraz z rozwojem rynków finansowych, jest metodologia wyceny transakcji REPO na potrzeby codziennego zabezpieczania otwartych pozycji.

Mechanizm zabezpieczania transakcji typu REPO jest również elementem *The Master Agreement for Financial Transactions*, potocznie zwanej Europejską Umową Zabezpieczającą (European Master Agreement, EMA), opublikowanej po raz pierwszy w 2001 r., a następnie zmienianej w roku 2004 i sponsorowanej przez Europejską Federację Bankową (European Banking Federation) we współpracy z Europejską Grupą Kas Oszczędnościowych (European Savings Bank Group) i Europejskim Związkiem Banków Spółdzielczych (European Association of Cooperative Banks). Proponowane rozwiązania w dużej mierze pokrywają się z rozwiązaniami stosowanymi w umowie GMRA, jednak w tym przypadku połączone zostały rozwiązania dotyczące transakcji REPO i rozwiązania pozwalające na pożyczanie papierów wartościowych. Standard tej umowy miał ujednolicić umowy zawierane pomiędzy bankami strefy euro a bankami z krajów z nimi współpracującymi, pozwalając równocześnie na uwzględnienie różnic w systemach prawnych tych krajów. Z tego powodu umowa EMA opublikowana jest w kilku językach (angielskim, niemieckim, francuskim i włoskim), co pozwala na wybór odpowiedniej wersji w zależności od tego, w jakim systemie prawnym działają strony podpisujące umowę.

W Polsce również przygotowany został schemat umowy zabezpieczającej dla transakcji REPO i SBB/BSB w postaci *Rekomendacji dotyczącej transakcji REPO i BUY/SELL BACK na polskim rynku finansowym* przyjętej przez Zarząd Związku Banków Polskich w dniu 9 listopada 2001 r. Zasady zawierania i rozliczania tego typu transakcji zapisane zostały w Umowie Ramowej. Podobnie jak w umowie GMRA kwestie związane z transakcjami BUY/SELL BACK (SELL/BUY BACK) regulowane są dodatkowym aneksem. Rekomendacja miała na celu stworzenie standardu zawierania i rozliczania tego typu transakcji na polskim rynku finansowym, a w konsekwencji przyczynić się do wsparcia rozwoju tego rynku.

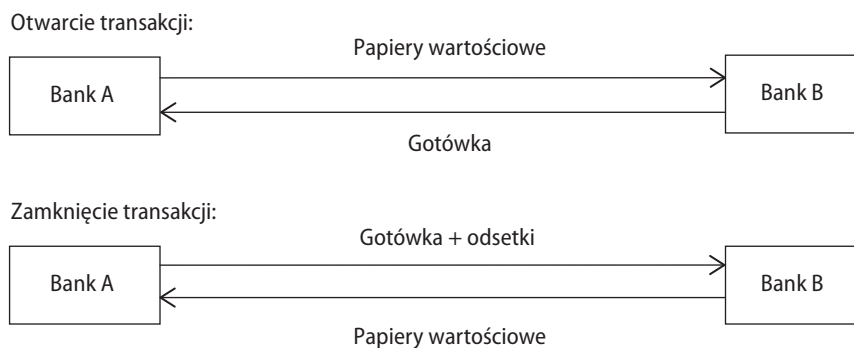
Wszystkie trzy schematy mają elementy wspólne, jednak różnią się w szczegółach, które zostaną przedstawione w dalszej części tego artykułu.

2. Specyfika transakcji REPO/reverse REPO, BUY/SELL BACK (SELL/BUY BACK)

Przed omówieniem sposobów wyceny zostaną zdefiniowane odpowiednie pojęcia, a także wskazane różnice pomiędzy transakcjami REPO/reverse REPO a transakcjami BSB/SBB. Transakcja REPO to transakcja, w której jedna strona

(kupujący) zgodzi się kupić od drugiej strony (sprzedającego) odpowiednie papiery wartościowe w zamian za płatność przez kupującego dla sprzedającego ceny zakupu z jednoczesnym przyrzeczeniem odkupu równoważnych papierów wartościowych w ustalonym terminie lub na żądanie w zamian za zapłatę ceny odkupu przez sprzedającego kupującemu. Zabezpieczeniem transakcji mogą być papiery wartościowe, m.in. obligacje skarbowe, korporacyjne czy też municypalne, akcje. Zgodnie z definicją nie muszą to być dokładnie te same papiery wartościowe, ale muszą to być papiery wartościowe tego samego emitenta, pochodzące z tej samej emisji, identycznego typu, o tej samej wartości nominalnej, opisie i w tej samej ilości. W praktyce transakcja tego typu oznacza, że kupujący składa depozyt oprocentowany stałą stopą procentową (stopą REPO) sprzedającemu w zamian za złożenie zabezpieczenia w postaci odpowiednich papierów wartościowych, z reguły obligacji państwowych. Z punktu widzenia składającego papiery wartościowe taka transakcja jest transakcją reverse REPO. Klasyczna transakcja REPO/reverse REPO pozostawia pożyczkobiorcy wszelkie korzyści ekonomiczne wynikające z posiadania papierów wartościowych złożonych w zastaw, np. prawo do kuponów odsetkowych wypłacanych w czasie trwania transakcji, a także ryzyko rynkowe wynikające z ich posiadania³.

Rysunek 1. Elementy transakcji reverse REPO (SELL/BUY BACK) dla banku A oraz transakcji REPO (BUY/SELL BACK) dla banku B



Źródło: opracowanie własne.

Transakcja BUY/SELL BACK to złożenie dwóch transakcji: natychmiastowego zakupu (w terminie spot) odpowiednich papierów wartościowych i odkupu równoważnych papierów wartościowych w terminie (zawarcie transakcji forward na zakup

³ M. Choudhry, *The Repo Handbook*, Second Edition, Butterworth-Heinemann, Oxford [et al.] 2010, s. 115–116.

równoważnych papierów wartościowych). Cena transakcji terminowej ustalana jest na podstawie ceny spot i rynkowej stopy zwrotu z transakcji – oprocentowania pożyczki (stopy REPO). Idea transakcji BUY/SELL BACK (SELL/BUY BACK) jest dokładnie taka sama, jak w przypadku transakcji REPO (reverse REPO) – pożyczka zabezpieczona papierami wartościowymi o niższym oprocentowaniu niż w przypadku pożyczki niezabezpieczonej. Jednak ważna z punktu widzenia wyceny różnica polega na tym, że kupon wypłacany przez emitenta papieru będącego zabezpieczeniem pożyczki w czasie trwania transakcji BUY/SELL BACK należy się kupującemu papiery (czyli pożyczkodawcy). Z tego powodu inaczej będzie obliczana cena odkupu papierów wartościowych w przypadku transakcji REPO, a inaczej w przypadku transakcji BUY/SELL BACK.

3. Cena odkupu

W obu typach transakcji w dacie zakupu płacona jest cena zakupu, definiowana jako kwota, za którą zostały lub zostaną kupione papiery wartościowe, a jednocześnie będąca kwotą pożyczki. W przypadku umowy GMRA i EMA cena zakupu jest równa cenie brudnej papierów wartościowych, czyli cenie czystej powiększonej o narosłe pożytki, ponieważ to jest kwota, za którą kupujący może nabyć papiery wartościowe. Inną definicję przyjęto w polskiej Umowie Ramowej: cena nabycia została zdefiniowana jako „cena ustalona w Uzgodnionych Warunkach Transakcji, jaką w Dniu Nabycia Kupujący płaci Sprzedającemu za jednostkę pieniężną wartości nominalnej Zbywalnych Papierów Wartościowych, bez uwzględnienia Narosłych Pożytków”⁴, czyli jako cenę zakupu przyjęto cenę czystą. W dniu zawarcia transakcji ustalana jest również stopa oprocentowania pożyczki (stopa REPO), która służy do obliczenia ceny odkupu zarówno na koniec transakcji, jak i w czasie jej trwania.

W przypadku transakcji REPO cena odkupu jest sumą ceny zakupu i narosłych w transakcji REPO odsetek (przyrostu ceny). Zgodnie z zapisami w GMRA i EMA przyrost ceny obliczany jest jako suma liniowo narastających odsetek od dnia zawarcia transakcji (i zawierających ten dzień) do dnia wyceny (ale bez tego dnia), co w przypadku obligacji wypłacających kupony można zapisać za pomocą następującego wzoru:

$$D = (P + AI) \times r \times t/A, \quad (1)$$

⁴ Rekomendacja dotycząca zawierania transakcji REPO i BUY/SELL BACK na polskim rynku finansowym, Warszawa 2001, Związek Banków Polskich, s. 5.

gdzie:

D – przyrost ceny w dniu wyceny,

$P + AI$ – cena zakupu (P – cena czysta, AI – narosły kupon od papieru wartościowego),

r – stopa REPO,

t – liczba dni od dnia zawarcia transakcji (i zawierających ten dzień) do dnia wyceny (ale bez tego dnia),

A – liczba dni w roku (zgodnie z przyjętą konwencją naliczania odsetek, np. 360 lub 365 dni).

Zatem cena odkupu (R) wynosi $R = P + AI + D$.

W polskiej Umowie Ramowej przyjęta została inna konwencja, będąca konsekwencją przyjętej definicji ceny nabycia i ceny odkupu. W efekcie przyrost ceny obliczany jest w następujący sposób:

$$D = P \times r \times t/A, \quad (2)$$

gdzie:

D – przyrost ceny w dniu wyceny,

P – cena nabycia,

r – stopa REPO,

t – liczba dni od dnia zawarcia transakcji (i zawierających ten dzień) do dnia wyceny (ale bez tego dnia),

A – liczba dni w roku (zgodnie z przyjętą konwencją naliczania odsetek, np. 360 lub 365 dni).

Zatem cena odkupu (R) wynosi $R = P + D$.

W przypadku transakcji BUY/SELL BACK cena odkupu liczona jest w nieco inny sposób, ponieważ w przypadku wypłacenia kuponu należy się on kupującemu, czyli tej stronie kontraktu, która w chwili wypłaty kuponu jest posiadaczem papierów wartościowych. W tym przypadku zachowana zostaje spójność pomiędzy wszystkimi trzema rozpatrywanymi umowami. Zatem cena odkupu obliczana jest według następującego wzoru:

$$R = (P + AI + D) - (IR + C),$$

gdzie:

P, AI, D jak powyżej,

IR – kwota jakichkolwiek pożytków od równoważnych papierów wartościowych płatnych przez emitenta w jakimkolwiek dniu przypadającym pomiędzy datą zakupu a datą odkupu,

C – łączna kwota stanowiąca sumę dziennych iloczynów stopy REPO (podzielonej przez liczbę dni w roku ustaloną zgodnie z przyjętą przez strony bazą obliczania

odsetek) i kwoty odsetek począwszy od dnia płatności tych odsetek przez emitenta (włącznie z tym dniem) do dnia obliczenia ceny odkupu (ale bez tego dnia).

4. Ekspozycja z transakcji

Umowa GMRA 2011 dopuszcza dwa sposoby obliczania wartości ekspozycji z transakcji (potocznie znanej jako wycena transakcji REPO), spośród których strony zawierające tę umowę muszą wybrać jeden, zgodnie z którym będą w codziennym procesie obliczały wartość zabezpieczenia⁵. Wcześniejsze wersje tej umowy dopuszczały jedynie poniżej opisaną metodę A. W polskiej wersji Umowy Ramowej zastosowana została metoda A, która w chwili pisania tej umowy była jedyną obowiązującą metodą również w przypadku umowy GMRA. Jeśli chodzi o umowę EMA, ekspozycja netto powinna być obliczona jako różnica pomiędzy zobowiązaniami płaćącego (Margin Provider) i otrzymującego (Margin Recipient) zabezpieczenie, co w efekcie sprowadza się również do metody opisaną literą A.

Ekspozycja z każdej transakcji w czasie jej trwania, czyli od daty zakupu do daty odkupu (lub, jeśli przypada później, do daty dostarczenia równoważnych papierów wartościowych sprzedającemu lub do chwili, gdy transakcja jest zamykana z powodu niedostarczenia papierów w dniu zakupu przez sprzedającego lub w dniu odkupu przez kupującego) jest równa E ; może zostać obliczona zgodnie z metodą A lub B.

Metoda A

$$E = (R \times MR) - MV, \quad (3)$$

gdzie:

R – cena odkupu w dniu wyceny,

MR – odpowiedni współczynnik zabezpieczenia,

MV – wartość rynkowa równoważnych papierów wartościowych w dniu wyceny (w przypadku transakcji w dwóch walutach przewalutowana kursem spot na walutę, która jest walutą umowną).

W przypadku pożyczek zabezpieczonych więcej niż jednym typem papierów wartościowych lub do których stosuje się więcej niż jeden współczynnik zabezpieczenia, ekspozycja z transakcji powinna zostać obliczona jako suma iloczynów ceny odkupu przypisanej do odpowiedniej części równoważnych papierów wartościowych

⁵ Wzór umowy GMRA 2011 dostępny na stronie internetowej: <http://www.icmagroup.org/ICMA-Group/files/d0/d0875d90-e4cb-4213-b8d7-4c2c4e7a0bea.pdf>, 30.06.2012 r.

i odpowiadających im współczynników zabezpieczenia oraz pomniejszona o wartość rynkową równoważnych papierów wartościowych. Proporcje w obliczaniu ceny odkupu powinny być takie same, jak proporcje przyjęte przy obliczaniu ceny zakupu. W przypadku, gdy E jest dodatnie, kupujący posiada ekspozycję równą E , natomiast gdy E jest ujemne – ekspozycję z transakcji równą wartości bezwzględnej z E posiada sprzedający. Jednak E nie może być większe niż kwota ceny odkupu w dniu wyceny.

Metoda B

$$E = R - V, \quad (4)$$

gdzie:

R – cena odkupu w dniu wyceny,

V – skorygowana wartość równoważnych papierów wartościowych w dniu wyceny; gdy pożyczka zabezpieczona jest więcej niż jednym typem papierów wartościowych lub zastosowany został więcej niż jeden haircut, wartość ta jest sumą skorygowanych wartości wszystkich typów papierów wartościowych; w tym celu wartość skorygowana papierów wartościowych obliczana jest na bazie formuły:

$$MV \times (1 - H),$$

gdzie:

MV – wartość rynkowa równoważnych papierów wartościowych w dniu wyceny,

H – haircut dla odpowiednich papierów wartościowych (stosowany, gdy zostanie ustalony pomiędzy stronami, oznaczający potrącenie z wartości rynkowej papierów wartościowych).

Podobnie jak w metodzie A, jeśli E jest dodatnie, to kupujący posiada ekspozycję z transakcji równą E , natomiast gdy E jest ujemne, sprzedający posiada ekspozycję z transakcji równą wartości bezwzględnej z E .

W umowie GMRA występują jeszcze terminowe transakcje REPO, które mogą wpływać na sposób obliczania ekspozycji. Terminowe transakcje REPO zdefiniowane zostały jako takie, których pierwsza wymiana gotówki i papierów wartościowych przypada co najmniej trzy dni po zawarciu transakcji. Dla takich transakcji definiuje się datę zmiany ceny transakcji terminowej – dla każdej terminowej transakcji REPO jest to data, która przypada tyle dni przed datą zakupu, ile wynosi minimalny okres potrzebny do dostarczenia zabezpieczenia. W takiej sytuacji zmianie ulega definicja ekspozycji z transakcji:

- 1) w okresie od daty zmiany ceny transakcji terminowej do dnia zakupu ekspozycję oblicza się jako różnicę pomiędzy wartością rynkową zakupionych papierów wartościowych w dniu wyceny a ceną zakupu;

- 2) w okresie pomiędzy dniem zakupu a dniem dostarczenia zakupionych papierów wartościowych kupującemu lub, jeśli przypada wcześniej, datą przedterminowego zamknięcia transakcji jest to różnica pomiędzy wartością rynkową zakupionych papierów wartościowych a ceną odkupu z dnia wyceny;
- 3) w okresie pomiędzy dniem zakupu (lub jeśli dostarczenie papierów wartościowych nastąpiło później, to od dnia dostarczenia papierów wartościowych lub od dnia przedterminowego zamknięcia transakcji z powodu braku dostarczenia sprzedawanych papierów kupującemu) do dnia odkupu (lub jeśli nastąpiło później do dnia przekazania papierów wartościowych sprzedającemu lub do dnia zgłoszenia, że niedostarczone papiery stanowią zabezpieczenie do całej lub części innej transakcji, w której takie papiery nie zostały jeszcze przekazane) jest to różnica pomiędzy ceną odkupu obliczoną na dzień wyceny pomnożoną przez współczynnik zabezpieczenia i wartości rynkowej równoważnych papierów wartościowych w dniu wyceny, czyli zgodnie z metodą A.

Jeśli tak obliczona wartość jest dodatnia, to kupujący posiada ekspozycję, a jeśli ujemna, to sprzedający posiada ekspozycję. W przypadku objęcia umową GMRA terminowych transakcji warunkowych metodologia wyceny transakcji staje się bardziej złożona. W umowach EMA i polskiej Umowie Ramowej dla transakcji REPO takie transakcje nie zostały uwzględnione.

5. Wskaźnik zabezpieczenia

Wskaźnik zabezpieczenia określany jest jako stosunek wartości rynkowej zakupionych papierów wartościowych z chwili zawarcia transakcji do transakcyjnej ceny zakupu papierów wartościowych, czyli jako stosunek wartości zabezpieczenia do wartości pożyczki. Nazywany jest również wstępnym zabezpieczeniem (*initial margin*)⁶. Kontrahenci ustalają poziom początkowego zabezpieczenia i na jego podstawie obliczana jest cena transakcyjna pierwszej wymiany papierów wartościowych i środków pieniężnych w transakcji REPO czy BSB. Warto zauważyć, że współczynnik zabezpieczenia w wysokości np. 2% nie jest równoważny haircutowi w wysokości 2%, ponieważ każdy z czynników odnosi się do innego elementu transakcji – wskaźnik zabezpieczenia do wartości pożyczki, natomiast haircut do wartości papierów zabezpieczających.

⁶ *Gilt Repo Code of Guidance*, Bank of England, May 2008, s. 34 – opracowanie dostępne na stronie internetowej www.bankofengland.co.uk, 30.06.2012 r.

Wskaźnik zabezpieczenia chroni kupującego (pożyczkodawcę) przed nagłym spadkiem wartości zabezpieczenia, brakiem płynności papierów zabezpieczających, ryzykiem niewypłacalności kontrahenta, a także emitenta, ryzykiem kursowym, innymi źródłami zmienności (np. zbliżającym się terminem wykupu obligacji). Wielkość tego wskaźnika jest funkcją zdolności kredytowej kontrahenta (inny wskaźnik zabezpieczenia otrzyma bank centralny, inny bank na rynku międzybankowym, a jeszcze inny korporacja), terminu zapadalności transakcji (innego zabezpieczenia wymagają transakcje jednodniowe, a innego roczne), wartości duration (zmienności cen) papieru wartościowego wykorzystanego jako zabezpieczenie, a także faktu, czy kontrahent posiada umowę zabezpieczającą z danym kontrahentem (transakcja objęta umową zabezpieczającą jest uważana za znacznie bezpieczniejszą). Najczęściej poziom wskaźnika zabezpieczenia jest funkcją zmienności papieru wartościowego, który zabezpiecza daną transakcję – może to być zarówno zmienność historyczna, jak i zmienność implikowana, zatem haircut, czy też początkowy wskaźnik zabezpieczenia ma zabezpieczać pożyczkodawcę przed ryzykiem spadku wartości zabezpieczenia. W zależności od tego, w jaki sposób zostanie on określony, inaczej oblicza się wartość ekspozycji z transakcji. Istnieją dwa sposoby obliczania wskaźnika zabezpieczenia. Przy założeniu, że ustalimy go na poziomie 5%, wartość pożyczki może być obliczona jako:

- 1) cena brudna papierów zabezpieczających pomnożona przez 0,95 (haircut równy 5%),
- 2) cena brudna papierów zabezpieczających podzielona przez 1,05 (wskaźnik zabezpieczenia).

W obu przypadkach otrzymujemy zupełnie inne wyniki, dlatego umowa GMRA jednoznacznie określa sposób obliczenia tego współczynnika jako stosunek ceny brudnej papierów zabezpieczających do wartości pożyczki (w powyższym przykładzie stosunek ten musi być równy 105%). Przy takiej definicji tego pojęcia do wyceny stosuje się metodę A.

Najnowsza wersja umowy dopuszcza również stosowanie sposobu pierwszego, czyli ustalenia dodatkowego zabezpieczenia poprzez zastosowanie haircutu definiowanego jako dyskonto wartości rynkowej. W tym przypadku do wyceny stosuje się metodę B. Porównanie haircutu i wskaźnika zabezpieczenia przedstawiono w tabeli 1.

W umowie EMA zastosowany został wskaźnik zabezpieczenia (zamiennie nazywany haircutem), jednak zdefiniowany tak jak w umowie GMRA. W polskiej Umowie Ramowej wskaźnik zabezpieczenia zdefiniowany został w odniesieniu do danej transakcji „jako iloraz wartości rynkowej zbywalnych papierów wartościowych

w chwili zawarcia tej transakcji oraz kwoty nabycia”⁷. Zatem definicja pozostaje taka sama, jednak wskaźnik ten obliczany jest na podstawie cen czystych obligacji.

Tabela 1. Porównanie haircutu i wskaźnika zabezpieczenia

	Wskaźnik zabezpieczenia	Haircut
Definicja wartości pożyczki	Cena brudna papierów zabezpieczających podzielona przez 1,05 (wskaźnik zabezpieczenia równy 1,05)	Cena brudna papierów zabezpieczających pomnożona przez 0,95 (haircut równy 5%)
Metoda wyceny	Metoda A	Metoda B
Występowanie	Umowa GMRA, EMA, polska Umowa Ramowa (obliczany na podstawie cen czystych)	Umowa GMRA

Źródło: opracowanie własne.

6. Lista transakcji

Na wartość ekspozycji netto, która jest podstawą do płatności zabezpieczenia ekspozycji, składa się suma wartości ekspozycji z pojedynczych transakcji. Zapisy umowy GMRA, EMA i polskiej Umowy Ramowej przewidują, że ekspozycję z transakcji REPO (ewentualnie SELL/BUY BACK) obliczamy dla każdej zawartej transakcji w każdym dniu pomiędzy dniem zakupu a dniem odsprzedaży papierów wartościowych (lub do dnia dostarczenia sprzedającemu równoważnych papierów wartościowych, jeśli data ta jest późniejsza niż data odkupu lub do dnia zamknięcia transakcji spowodowanego ogłoszeniem niewypłacalności przez jednego z kontrahentów). Natomiast wartość ekspozycji netto stanowi suma ekspozycji z wszystkich transakcji.

Europejski komitet REPO (European Repo Committee, ERC) wydał rekomendację wskazującą najlepsze praktyki przy zabezpieczaniu transakcji REPO (ICMA European Repo Council (ERC) Repo Margining Best Practices 2012⁸), w której doprecyzowana została data wyceny i w zależności od tej daty inna lista transakcji jest uwzględniana. Data wyceny musi być dopasowana do możliwości dostarczenia zabezpieczenia, np. dostarczenia papierów wartościowych. Z tego powodu wycena może być dokonywana na bieżący dzień roboczy, na następny dzień albo nawet na za dwa dni. Jeśli wybrany zostanie dwudniowy termin dostarczenia aktywów

⁷ Rekomendacja dotycząca zawierania transakcji REPO i BUY/SELL BACK na polskim rynku finansowym, Związek Banków Polskich, Warszawa, 2001, s. 9.

⁸ ICMA European Repo Council (ERC) Repo Margining Best Practices 2012, European Repo Council, May 2012, dostępne na stronie internetowej <http://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/short-term-markets/Repo-Markets/repo0/>, 05.07.2012 r.

zabezpieczających, wszystkie transakcje zapadające w ciągu tych dwóch dni nie powinny być uwzględniane w wycenie, natomiast wszystkie transakcje, które rozpoczną się w ciągu zbliżających się dwóch dni powinny zostać uwzględnione w wycenie. Transakcje, których pierwsza wymiana aktywów przypada później niż za dwa dni, również nie powinny zostać uwzględnione w obliczaniu wartości ekspozycji. Jeśli bieżący dzień zostanie wybrany jako dzień, na który dokonuje się wyceny, to transakcje, których data pierwszej wymiany papierów wartościowych i środków pieniężnych przypada jutro lub później, nie powinny być uwzględnione w wycenie, natomiast transakcje, które rozpoczynają się w dniu bieżącym, powinny zostać wycenione. Jeśli chodzi o transakcje, które kończą się w dniu wyceny, nie powinny być one brane do kalkulacji ekspozycji. Według tej rekomendacji terminowe transakcje REPO powinny być wyceniane dopiero w momencie, gdy transakcja się rozpocznie, natomiast wcześniej nie podlegają wycenie. Sytuację tę można zmienić, wprowadzając odpowiednie zmiany w Aneksie I do umowy.

Wybór terminu dostarczenia aktywów zabezpieczających ma również konsekwencje dla obliczania ceny odkupu. Jeśli bieżący dzień zostanie wybrany jako dzień, na który dokonuje się wyceny, zastosowanie mają powyżej opisane wzory. Jeżeli jednak termin dostarczenia zabezpieczenia wynosi jeden (czyli dzień dostarczenia zostanie przesunięty na następny dzień roboczy), to cena odkupu stosowana do wyceny musi być naliczana o jeden dzień dłużej. Jeżeli termin ten będzie przesunięty na za dwa dni robocze, cena odkupu musi być również obliczona tak, jakby była liczona za dwa dni. Zatem ustalenia dotyczące maksymalnej długości okresu płatności zabezpieczenia mają swoje przełożenie na sposób wyceny tych transakcji.

7. Wycena transakcji REPO i BSB na przykładzie polskich obligacji

Sposób wyceny transakcji REPO i BUY/SELL BACK przedstawiony zostanie na przykładzie. Bankowi A brakuje płynności gotówkowej, natomiast posiada środki ulokowane w obligacjach. Z tego powodu w dniu 22 listopada 2011 r. zawiera 7-dniową transakcję reverse REPO z bankiem B. Pożyczka w wysokości 99 451 000,00 zł zabezpieczona zostanie obligacjami skarbowymi o nominale 100 000 000,00 zł o oprocentowaniu stałym i terminie wykupu w dniu 25 października 2012 roku (DS1019) o oprocentowaniu 5,5% w skali roku. Wartość pożyczki zabezpieczona zostanie obligacjami skarbowymi w stosunku 1:1. Ostatni kupon dla tych obligacji wypłacony został 25 października 2011 r. Transakcja rozpoczyna się w terminie spot, a kończy 01.12.2011. Czysta cena transakcyjna wynosi 99,00, narosły kupon w dniu zawarcia

transakcji 0,451. Do naliczenia odsetek od transakcji REPO stosujemy bazę ACT/365. Stopa REPO została ustalona na poziomie 4,0% w skali roku, zatem 01.12.2011 bank A odda bankowi B pożyczoną kwotę oraz 85 827,58 zł odsetek. Natomiast Bank B zwróci bankowi A obligacje z tej samej emisji (DS1019) o tym samym nominale. W czasie życia transakcji zmianie ulegać może wartość zabezpieczenia tak ustalonej pożyczki, dlatego zachodzi konieczność codziennej wyceny i uzupełnienia bądź zmniejszenia wysokości zabezpieczenia. Do wyceny na potrzeby zabezpieczenia używa się średniego kursu zamknięcia z odpowiedniego dla obligacji (będącej zabezpieczeniem transakcji) rynku papierów wartościowych z dnia poprzedniego⁹. Wcześniejsze rekomendacje proponowały zastosowanie cen z krajowej giełdy papierów wartościowych. W przypadku polskich papierów wartościowych generowało to problemy, które przedstawione zostaną na przykładzie. Cena zamknięcia na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w dniu 24.11.2011 wynosiła 99,90 zł. W standardowym zapisie umowy GMRA odsetki naliczane mają być od dnia rozpoczęcia transakcji (włącznie) do dnia wyceny (rozłącznie), dlatego w dniu 25.11.2012 r. odsetki od transakcji obliczane są za jeden dzień trwania transakcji, zatem cena odkupu wynosi:

$$R = (P + AI) \times \left(1 + r \times \frac{t_v - t_s}{365}\right) = (99 + 0,451) \times \left(1 + 4\% \times \frac{1}{365}\right) = 99,46189874.$$

W tej sytuacji wartość pożyczki w dniu 25.11.2012 wynosi 99 461 898,74 zł.

Równocześnie wartość obligacji w tym dniu wynosi $100\,000\,000/100 \times (99,90 + 0,511) = 100\,411\,000,00$. Zatem Bank B musi zwrócić 949 101,26 zł (wartość ekspozycji z tej transakcji wynosi $99\,461\,898,74 - 100\,411\,000 = -949\,101,26$) zabezpieczenia bankowi A.

Na polskim rynku pełnomocnikiem fixingu obligacji skarbowych zgodnie z *Regulaminem fixingu skarbowych papierów wartościowych* wydanym przez Narodowy Bank Polski jest spółka BondSpot S.A. Jest to instytucja, która dysponuje licencją na prowadzenie rynku regulowanego oraz alternatywnego systemu obrotu. Znaczna część transakcji zawierana jest na tej platformie, dlatego Rynek Tresury BondSpot jest uważany za znacznie bardziej płynny niż rynek prowadzony przez giełdę. Jako pełnomocnik spółka ta zapewnia funkcjonowanie systemu fixingowego oraz jego sprawność i bezpieczeństwo techniczne. Zatem drugi fixing (przeprowadzany o 16:30) może być ekwiwalentem kursu ceny zamknięcia, który lepiej odzwierciedla rzeczywistą cenę polskich obligacji skarbowych. W dniu 24.11.2011 r. drugi fixing dla obligacji DS1019 wynosił 97,87. Przy tej cenie wartość obligacji wynosi

⁹ Ibidem, s. 1.

100 000 000/100 × (97,87 + 0,511) = 98 381 000,00, zatem wartość ekspozycji z tej transakcji wynosi 1 080 898,74 (99 461 898,74 – 98 381 000,00). Bank B powinien wnieść bankowi A dodatkowe zabezpieczenie w obliczonej wysokości. Znak ekspozycji został odwrócony, dlatego przy negocjowaniu warunków umowy zabezpieczającej warto zadbać o dokładne zdefiniowanie źródeł cen, aby operacyjnie uniknąć sytuacji spornych. Jedno z możliwych rozwiązań zaproponowane zostało w umowie EMA, gdzie określono kolejność źródeł, z których mogą być pozyskane ceny rynkowe dla papierów wartościowych: w pierwszej kolejności to cena kwotowana przez/dostępna w powszechnie znanym źródle (czyli np. dostępna w serwisie informacyjnym) uzgodnionym przez obie strony, następnie w przypadku braku kwotowania lub zgody odnośnie źródła cena giełdowa (jeśli papier wartościowy jest notowany na giełdzie i notowania nie zostały zawieszane) lub cena publikowana przez bank centralny lub autoryzowany podmiot lub gdy nie uda się w ten sposób ustalić ceny, średnia cen kupna i sprzedaży pozyskanych od dwóch głównych uczestników rynku (innych niż strony zainteresowane). W przypadku zawieszenia notowań lub ich braku ceną może być ostatnie dostępne kwotowanie. Podkreślić należy, że wartość rynkowa powinna być wartością, która zawiera wszystkie korzyści narosłe dla rozpatrywanego papieru wartościowego do dnia wyceny.

Przyjęcie średnich cen do wyceny transakcji zakłada, że kupujący i sprzedający są jednakowo narażeni na możliwość niewypłacalności. Alternatywnie, możliwe jest zastosowanie cen kupna, co maksymalnie zabezpiecza kupującego papiery wartościowe, a więc stronę, która udziela pożyczki.

Na podstawie schematu umowy zabezpieczającej dla transakcji REPO i SBB/BSB zawartego w *Rekomendacji dotyczącej transakcji REPO i BUY/SELL BACK na polskim rynku finansowym* wycena tej transakcji byłaby nieco inna, gdyż wszystkie rozliczenia dokonywane są na cenach czystych. Bank A zawiera 7-dniową transakcję reverse REPO z bankiem B, jednak w tym przypadku dla tego typu transakcji obligacjami skarbowymi o nominale 100 000 000,00 zł można zabezpieczyć pożyczkę w wysokości jedynie 99 000 000,00 zł (ponieważ czysta cena transakcyjna wynosiła 99,00 zł). W efekcie w dniu 25.11.2011 r. cena odkupu będzie równa:

$$R = P \times \left(1 + r \times \frac{t_v - t_s}{365}\right) = 99 \times \left(1 + 4\% \times \frac{1}{365}\right) = 99,01084932$$

W tej sytuacji wartość pożyczki w dniu 25.11.2011 r. wynosi 99 010 849,32 zł.

Wartość obligacji w tym dniu wynosi 100 000 000/100 × 99,90 = 99 900 000,00. Zatem bank B musi zwrócić 889 150,68 zł (wartość ekspozycji z tej transakcji wynosi 99 010 849,32 – 99 900 000,00 = –889 150,68) zabezpieczenia bankowi A. Zatem wartość ekspozycji różni się o około 60 000 zł. Generuje to ryzyko różnic w wartości

ekspozycji dla transakcji zawieranych z kontrahentami, z którymi bank ma podpisaną umowę bazującą na międzynarodowych standardach, i dla transakcji zawieranych z kontrahentami polskimi (z którymi bank ma podpisaną umowę według standardu polskiego). W efekcie dwie takie same transakcje zawarte z różnymi kontrahentami będą miały dwie zupełnie inne wyceny.

W polskich warunkach ze względów prawnych znacznie popularniejsze są transakcje SELL/BUY BACK. Gdyby powyższa transakcja została zawarta jako transakcja SELL/BUY BACK i objęta umową GMRA/EMA jej wycena w dniu 25.11.2012 r. byłaby dokładnie taka sama, jak wycena transakcji REPO objętej jedną z tych umów. Jeśli jednak transakcja ta zostałaby zawarta pomiędzy dwoma kontrahentami z Polski i objęta byłaby polską Umową Ramową jej wycena byłaby jeszcze inna. Cena odkupu zostałaby policzona tak, jak dla transakcji zawartych pod umową GMRA/EMA, czyli wartość pożyczki wynosiłaby 99 461 898,74 zł, jednak wartość obligacji, którą należałoby przyjąć do wyceny w tym dniu, byłaby nadal równa 99 900 000 zł (na podstawie zawartej w Umowie Ramowej definicji Wartości Rynkowej Papierów Wartościowych), co w efekcie daje ekspozycję banku B w wysokości 438 101,26 zł. Powyższe różnice będą znacznie większe, gdy kupon papieru wartościowego, będącego zabezpieczeniem transakcji, będzie wyższy, tzn. gdy będzie zbliżała się data wypłaty kuponu (ustalenia praw do kuponu) dla papieru wartościowego będącego przedmiotem transakcji. W przedstawionym przykładzie wartość ekspozycji z tej transakcji jest znacznie niższa niż w przypadku wyceny transakcji zgodnie z metodologią opisaną w umowie GMRA, jednak gdy wartość narosłego kuponu dla obligacji zabezpieczającej tę transakcję będzie wyższa, konieczne będą dodatkowe płatności zabezpieczenia i płatność taką musiałby ponieść bank A, ponieważ wartość pożyczki byłaby znacznie wyższa niż wartość rynkowa papierów wartościowych wyznaczonych na podstawie zapisów Rekomendacji. Będzie to miało również konsekwencje w wycenie w poniżej opisywanych sytuacjach, a więc w przypadku, gdy od papierów wartościowych będących zabezpieczeniem pożyczki wypłacone zostaną kupony, jak i w sytuacji, gdy zastosowanie będzie miał wskaźnik zabezpieczenia, gdyż do jego obliczenia polska Umowa Ramowa przewiduje zastosowanie Wartości Rynkowej Papierów Wartościowych. W dalszej części artykułu pokazane zostaną różnice w wycenie w zależności od zmieniających się parametrów transakcji, jednak zastosowane zostaną jedynie metody opisane w umowie GMRA, ponieważ jej zakres jest w tym temacie najszerszy.

Po pierwsze, skupimy się na wskaźniku zabezpieczenia i jego roli w metodzie wyceny. Załóżmy, że do opisanej powyżej transakcji pomiędzy bankiem A a bankiem B zastosowany został współczynnik zabezpieczenia 105% lub haircut 5%, a przyjęta do wyceny cena rynkowa obligacji DS1019 wynosiła 99,90 zł. W pierwszym przypadku

otrzymamy wycenę -949 101,26, natomiast w drugim przypadku -901 646,20. W zależności od zastosowanej metody można otrzymać różne wyniki. W tym przypadku różnica nie jest duża, jednak w skrajnych przypadkach może to prowadzić do sytuacji spornej, dlatego tak istotne jest, aby podczas ustalania warunków transakcji precyzyjnie określić ten parametr. Znacznie większe znaczenie przy obliczaniu wysokości zabezpieczenia ma uwzględnienie współczynnika zabezpieczenia lub haircutu, gdyż brak zastosowania tego czynnika w wycenie, gdy został on wykorzystany przy zawieraniu transakcji, będzie powodował o wiele większe różnice. W konsekwencji pozycja zostanie źle wyceniona i pożyczkodawca straci wcześniej otrzymane dodatkowe zabezpieczenie pożyczki, ponieważ będzie musiał wnieść dodatkowe zabezpieczenie na podstawie ustaleń umowy zabezpieczającej.

Wartości ekspozycji z transakcji REPO i BSB o jednakowych parametrach (objętych umową GMRA) pozostają takie same do chwili, gdy emitent nie wypłaca kuponu od obligacji, które stanowią zabezpieczenie pożyczki w czasie trwania tych transakcji. Wiąże się to z prawem do otrzymania kuponu. W klasycznej transakcji REPO prawo do pożytków od papieru wartościowego ma jego pierwotny właściciel. W związku z tym, że transakcja SELL/BUY BACK jest sumą dwóch warunkowych transakcji terminowych, to prawo do kuponu ma ta strona transakcji, która w momencie przypisania praw do kuponu (czyli w tzw. dacie ex-dywidendy) jest właścicielem papieru wartościowego. Różnice w metodzie wyceny przedstawione zostaną za pomocą przykładu.

W dniu 14 października 2011 r. bank D zwraca się do banku C z prośbą o 60-dniową pożyczkę 51 174 500,00 zł, która będzie zabezpieczona obligacjami. Zabezpieczeniem będą obligacje dziesięcioletnie o stałym oprocentowaniu równym 5,25% i terminie wykupu 20 października 2020 r. (DS1020). Kupon wypłacony zostanie 25 października, natomiast dzień ustalenia praw przypada 21 października 2011 r. Cena transakcyjna wyniosła 97,20. Kupon w dniu zawarcia transakcji wynosił 5,149. Stopa REPO została ustalona na poziomie 4,2%. Transakcja rozpoczyna się 18 października 2011 r., zatem 17 grudnia 2011 r. bank D musi zwrócić wartość pożyczki i 353 314,36 zł odsetek. Prześledzimy zmianę wyceny w ciągu kilku pierwszych dni trwania transakcji, a następnie wskażemy różnice między wyceną transakcji REPO i transakcji SELL/BUY BACK. Ceny zamknięcia na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w kolejnych dniach pokazano w tabeli 2.

Tabela 2. Kwotowania cen czystych i narosłych kuponów dla obligacji DS1020 w wybranych datach*

Data	Cena czysta	Narosły kupon
2011-10-17	97,39	5,164
2011-10-18	97,39	5,178
2011-10-19	96,95	5,192
2011-10-20	96,85	5,236
2011-10-21	96,84	5,250
2011-10-24	96,80	0,014
2011-10-25	97,00	0,029
2011-10-26	96,98	0,043

* Ceny dostępne na stronie internetowej BondSpot.pl z dnia 30.06.2012 r., kalkulator odsetek dostępny na stronie internetowej: www.mf.gov.pl/dokument.php?const=5&dzial=53&id=69535, 30.06.2012 r.

Źródło: Opracowanie własne.

Tabela 3. Wycena transakcji zawartej między bankami C i D w przypadku, gdyby była to transakcja SELL/BUY BACK

Data	Czysta cena rynkowa	Narosły kupon rynkowy	Data wypłaty kuponu	Kupon	Odsetki repo	Odsetki od wypłaconego kuponu	Cena odkupu	Wartość papierów	NPV
2011-10-17	97,39	5,164	2011-10-21		-	0,00		51 277 000	
2011-10-18	97,39	5,178	2011-10-21		-	0,00	51 174 500,00	51 284 000	-109 500,00
2011-10-19	96,95	5,192	2011-10-21		5 888,57	0,00	51 180 388,57	51 071 000	109 388,57
2011-10-20	96,85	5,236	2011-10-21		11 777,15	0,00	51 186 277,15	51 043 000	143 277,15
2011-10-21	96,84	5,250	2011-10-21		17 665,72	0,00	51 192 165,72	51 045 000	147 165,72
2011-10-24	96,80	0,014	2011-10-21	2 625 000	35 331,44	906,16	48 583 925,27	48 407 000	176 925,27
2011-10-25	97,00	0,029	2011-10-21	2 625 000	41 220,01	1208,22	48 589 511,79	48 514 500	75 011,79
2011-10-26	96,98	0,043	2011-10-21	2 625 000	47 108,58	1510,27	48 595 098,31	48 511 500	83 598,31

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 4. Wycena transakcji zawartej między bankami C i D w przypadku, gdyby była to transakcja REPO

Data	Czysta cena rynkowa	Narosły kupon rynkowy	Data przyznania praw do kuponu	Odsetki repo	Cena odkupu	Wartość papierów	NPV
2011-10-17	97,39	5,164	2011-10-21	–		51 277 000,00	
2011-10-18	97,39	5,178	2011-10-21	–	51 174 500,00	51 284 000,00	–109 500,00
2011-10-19	96,95	5,192	2011-10-21	5 888,57	51 180 388,57	51 071 000,00	109 388,57
2011-10-20	96,85	5,236	2011-10-21	11 777,15	51 186 277,15	51 043 000,00	143 277,15
2011-10-21	96,84	5,250	2011-10-21	17 665,72	51 192 165,72	51 045 000,00	147 165,72
2011-10-24	96,80	0,014	2011-10-21	35 331,44	51 209 831,44	48 407 000,00	2 802 831,44
2011-10-25	97,00	0,029	2011-10-21	41 220,01	51 215 720,01	48 514 500,00	2 701 220,01
2011-10-26	96,98	0,043	2011-10-21	47 108,58	51 221 608,58	48 511 500,00	2 710 108,58

Źródło: opracowanie własne.

W tabelach 3 i 4 zawarto wycenę opisanej transakcji, gdy jest to odpowiednio transakcja BUY/SELL BACK i REPO. Różnice w wycenie pojawiają się w dacie przypisania praw do kuponu. W przypadku transakcji REPO z prawnego punktu widzenia posiadaczem obligacji skarbowej jest bank D, mimo że w chwili przyznania praw obligacje są zabezpieczeniem pożyczki i zablokowane są na koncie banku C. W chwili wypłaty pożytków to bank D otrzyma wypłacany przez emitenta kupon (nawet jeśli kupon otrzyma bank C, to zgodnie z zawartą umową zobowiązany jest wypłacić go bankowi D); posiada on pożyczkę wartą znacznie więcej niż wartość rynkowa zabezpieczenia, dlatego musi on wnieść dodatkowe zabezpieczenie w postaci gotówki lub innych papierów wartościowych w zależności od tego, jakie zabezpieczenie dopuszcza podpisana umowa.

Warto zauważyć, że klasyczne rozwiązanie Aneksu dla SELL/BUY BACK'ów mówi o uwzględnieniu kuponów w wycenie dopiero w chwili wypłaty pożytków. W takiej sytuacji między dniem ustalenia praw do pożytków a dniem ich wypłacenia pojawi się konieczność zapłaty zabezpieczenia, które dwa dni później zostanie zwrócone. W tabeli 5 zawarto NPV rozważanej transakcji w takim przypadku.

Tabela 5. Wycena transakcji SELL/BUY BACK, gdy kupon uwzględniony jest w chwili wypłaty kuponu

Data	Czysta cena rynkowa	Narosta kupon rynkowy	Data wypłaty kuponu	Kupon	Odsetki REPO	Odsetki od wypłaconego kuponu	Cena odkupu	Wartość papierów	NPV
2011-10-17	97,39	5,164	2011-10-25		-	0,00		51 277 000	
2011-10-18	97,39	5,178	2011-10-25		-	0,00	51 174 500,00	51 284 000	-109 500,00
2011-10-19	96,95	5,192	2011-10-25		5 888,57	0,00	51 180 388,57	51 071 000	109 388,57
2011-10-20	96,85	5,236	2011-10-25		11 777,15	0,00	51 186 277,15	51 043 000	143 277,15
2011-10-21	96,84	5,250	2011-10-25		17 665,72	0,00	51 192 165,72	51 045 000	147 165,72
2011-10-24	96,80	0,014	2011-10-25		35 331,44	0,00	51 209 831,44	48 407 000	2 802 831,44
2011-10-25	97,00	0,029	2011-10-25		41 220,01	0,00	51 215 720,01	48 514 500	2 701 220,01
2011-10-26	96,98	0,043	2011-10-25	2 625 000	47 108,58	302,05	48 596 306,53	48 511 500	84 806,53

Źródło: opracowanie własne.

8. Podsumowanie

Problem wyceny transakcji REPO/reverse REPO oraz SELL/BUY BACK i BUY/SELL BACK na potrzeby umów zabezpieczających jest problemem złożonym i wymaga dokładnej analizy stosowanej metodyki wyceny. Przygotowanie schematów umów regulujących te kwestie jest próbą ujednoczenia stosowanej metodyki, jednak, jak zostało to przedstawione w tym artykule, nadal występują zasadnicze różnice, które powodują, że w zależności od umowy, którą miałyby być objęta dana transakcja, inaczej będzie przebiegał proces wyceny. Zmiany wprowadzane przez kolejne wersje umów GMRA/EMA i dodatkowe rekomendacje są odzwierciedleniem potrzeb rynkowych i pojawiających się w ostatnich 20 latach problemów w ustaleniu wartości ekspozycji z transakcji. W związku ze specyfiką tych transakcji, będących pożyczką zabezpieczoną papierami wartościowymi, w głównej mierze obligacjami lub bonami skarbowymi regularnie płacącymi kupony, ustalenie wartości ekspozycji z transakcji wiąże się z wieloma niuansami, które zostały przedstawione w tym artykule. Z tego powodu, podpisując umowy dwustronne regulujące proces zabezpieczenia ryzyka kontrahenta w procesie codziennego regulowania ekspozycji, należy uzgodnić kwestie, które w codziennym procesie mogą generować różnice.

Brak właściwych zapisów lub ustaleń pomiędzy kontrahentami może spowodować, że ekspozycja banku zostanie źle zabezpieczona albo codzienny proces wymiany zabezpieczenia będzie niezwykle uciążliwy ze względu na brak zgodności w przedstawionej wycenie transakcji. Umowa GMRA jako umowa stworzona specjalnie dla zabezpieczenia tego typu transakcji najszerszej reguluje kwestie związane z ich zawieraniem i zabezpieczaniem. Równocześnie stworzonych zostało do niej najwięcej aneksów, które porządkują kwestie związane z cechami charakterystycznymi papierów wartościowych w różnych krajach. Dwie pozostałe umowy mają znacznie bardziej lokalny zasięg, dlatego regulują jedynie podstawowe kwestie w zakresie transakcji REPO, które opisane zostały w tym artykule.

Podsumowując powyższe rozważania: w celu uniknięcia niepotrzebnych problemów w procesie wymiany zabezpieczenia ekspozycji oprócz potwierdzenia podstawowych parametrów transakcji (w szczególności typu transakcji: REPO/BUY/SELL BACK) należy zwrócić uwagę przede wszystkim na typ umowy, którym objęte są zabezpieczane transakcje, źródła danych branżowych do wyceny i zastosowanie wskaźnika zabezpieczenia/haircutu oraz sposób definicji tych dwóch pojęć. Niezmiernie istotną kwestią pozostaje również doprecyzowanie z kontrahentem listy transakcji uwzględnianych w wyznaczaniu ekspozycji netto, gdyż ma to wpływ nie tylko na listę transakcji, ale także na długość okresu odsetkowego przyjmowanego do obliczenia ceny odkupu, a w konsekwencji na wartość ekspozycji. Podczas wyceny tego typu transakcji występuje jeszcze wiele niuansów, które nie są obecnie powszechne na polskim rynku, a wymagają dodatkowej analizy. W głównej mierze wynikają one ze specyfiki samych papierów stosowanych jako zabezpieczenie. Przy zawieraniu transakcji REPO/reverse REPO mogą bowiem pojawić się papiery wartościowe, od których podatek potrącany jest przed wypłatą odsetek (Net Paying Securities), czy też akcje. W tym przypadku poprawna wycena transakcji wymaga modyfikacji przedstawionych metod. Zmiana metodologii konieczna jest również w przypadku zastosowania obligacji innych państw, co może być przedmiotem kolejnej analizy.

Bibliografia

Wydawnictwa zwarte

1. Choudhry M., *The REPO Handbook*, Second Edition, Butterworth-Heinemann, Oxford [et al.] 2010.

Dokumenty prawne

2. *Global Master Repurchase Agreement*, version 2011, 2000, 1995, www.icmagroup.org, 30.06.2012 r.
3. *Guidance notes for use with the Global Master Repurchase Agreement*, version 1995, 2000, 2011, www.icmagroup.org, 30.06.2012 r.
4. *Gilt Repo Code of Guidance*, Bank of England, May 2008, www.bankofengland.co.uk, 30.06.2012 r.
5. *ICMA European Repo Council (ERC) Repo Margining Best Practices 2012*, www.icmagroup.org, 05.07.2012 r.
6. Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. *Kodeks cywilny*, Dz.U. z 1964 r. nr 16, poz. 93 z późn. zm.
7. *Master Agreement for financial transactions*, FBE, 2004, www.ebf-fbe.eu/index.php?page=ema, 30.06.2012 r.
8. *Regulamin fixingu skarbowych papierów wartościowych*, NBP, http://www.nbp.pl/akty_prawne/regulacje_prawne/fixing/regulamin_fixing.pdf, 30.06.2012 r.
9. *Rekomendacja dotycząca zawierania transakcji REPO i BUY/SELL BACK na polskim rynku finansowym*, Związek Banków Polskich, Warszawa 2001, www.zbp.pl/photo/doc/rekomendacjarepo.pdf, 30.06.2012 r.
10. *Recommendations for a „Best Practice Guide to Repo Margining”*, September 6, 2005, the European Repo Committee, <http://www.icmagroup.org/ICMAGroup/files/75/7525d290-bff4-4054-8ec8-bfc351ac053b.pdf>, 30.04.2012 r.

Strony internetowe

1. www.bondspot.pl
2. www.bossa.pl
3. www.gpw.pl
4. www.icmagroup.org
5. www.mf.gov.pl
6. www.nbp.pl

Mateusz Guzikowski

Kolegium Zarządzania i Finansów
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

Bartosz Sternal

Kolegium Zarządzania i Finansów
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

Stopa oszczędności a wzrost gospodarczy

1. Wprowadzenie

Jedną z kluczowych kwestii badawczych ekonomii wzrostu jest odpowiedź na pytanie o determinanty długookresowego wzrostu gospodarczego: Co stanowi przyczynę zróżnicowania stóp wzrostu pomiędzy krajami oraz – będącego ich skutkiem – zróżnicowania poziomów produktu i produktu *per capita*? Istotna jest również odpowiedź na pytanie: Czy dany kraj mógłby rozwijać się szybciej, gdyby inwestował (oszczędzał) więcej. Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie obecnej w ekonomii dyskusji wokół zależności między stopą oszczędności a tempem wzrostu. Stanowi on zatem przegląd literatury w zakresie zależności przyczynowo-skutkowej pomiędzy stopą (stopami) oszczędności a tempem długookresowego wzrostu gospodarczego.

Zgodnie z tradycyjnym podejściem, poczynione w gospodarce oszczędności przekształcane są w inwestycje, te z kolei powiększają zasoby dostępnego kapitału, przez co – przy zastosowaniu danej techniki wytwórczej – możliwe jest wytworzenie większego produktu. Źródłem wzrostu poziomu produktu w tym ujęciu jest zatem akumulacja kapitału. Alternatywne podejście wskazuje na zwiększenie łącznej produktywności krajowych czynników produkcji (ang. *Total Factor Productivity, TFP*), mierzonej jako zmienna rezydualna w modelu Solowa. To właśnie zmiany tej egzogenicznej stopy miałyby być odpowiedzialne za zróżnicowanie tempa wzrostu pomiędzy krajami.

Rozważania o roli akumulacji i/lub produktywności czynników wytwórczych zapoczątkowane zostały artykułem R.M. Solowa¹, w którym rozważał on gospodarkę operującą na funkcji produkcji typu Cobba–Douglasa z malejącymi krańcowymi produktywnościami czynników wytwórczych oraz egzogenicznie ustalonym postępowaniem technologicznym, który – jak trafnie określają J. Greenwood i B. Jovanovic² „spada z nieba niczym manna i zwiększa produktywność czynników wytwórczych – tak starych, jak i nowych”. Problem egzogenicznego postępu technologicznego stworzył lukę badawczą, którą szybko zagospodarowali autorzy tacy, jak: P.M. Romer³, R.E. Jr. Lucas⁴, S. Rebelo⁵, G. Grossman i E. Helpman⁶ oraz P. Aghion i P. Howitt⁷ oraz wielu innych badaczy, tworząc koncepcję tzw. endogenicznego wzrostu. Zgodnie z tą koncepcją technologia wytwarzana jest wewnątrz modelu, tj. wzrost generowany jest przez akumulację kapitału ludzkiego, *learning-by-doing*, inwestycje w sektor badawczo-rozwojowy (R&D) bądź występowanie efektu rozprzestrzeniania się technologii (ang. *spillover effect*).

Zgodnie z niektórymi teoriami długookresowego wzrostu kraj może rozwijać się szybciej wskutek zwiększania inwestycji. Ich mianem określa się – wspomniane wcześniej – tradycyjne zasoby kapitału fizycznego (maszyny, urządzenia), kapitał ludzki (wiedza, umiejętności) lub inwestycje w sektorze badawczo-rozwojowym (R&D). Oszczędności generują inwestycje, co intuicyjnie prowadzi do wniosku, że zwiększenie stopy oszczędności powoduje ich zwiększenie, a to z kolei dodatkowo wpływa na tempo wzrostu. Jeśli jednak rozważana gospodarka jest otwarta, tzn. podlega międzynarodowym przepływom kapitału, to zwiększenie stopy oszczędności wcale nie musi przyczynić się do szybszego wzrostu, ponieważ inwestycje mogą być sfinansowane oszczędnościami pochodzącymi

¹ R.M. Solow, *A Contribution to the Theory of Economic Growth*, „Quarterly Journal of Economics” 1956, 70, s. 65–94.

² J. Greenwood, B. Jovanovic, *Accounting for Growth*, w: *New Development in Productivity Analysis*, red. C.R. Hulten, E.R. Dean, M.J. Harper, University of Chicago Press 2001, s. 179–224.

³ P.M. Romer, *Increasing Returns and Long Run Growth*, „Journal of Political Economy” 1986, 94, s. 1002–1037; P.M. Romer, *Growth Based on Increasing Returns Due to Specialization*, „American Economic Review” 1987, 77, s. 56–62; P.M. Romer, *Endogenous Technological Change*, „Journal of Political Economy” 1990, 98, s. S71 – S103.

⁴ R.E. Jr. Lucas, *On the Mechanics of Economic Development*, „Journal of Monetary Economics” 1988, 22, 1 (July), s. 3–42.

⁵ S. Rebelo, *Long-run Policy Analysis and Long-run Growth*, „Journal of Political Economy” 1991, 99, s. 500–521.

⁶ G. Grossman, E. Helpman, *Innovation and Growth in the Global Economy*, MIT Press, Cambridge 1991.

⁷ P. Aghion, P. Howitt, *A Model of Growth Through Creative Destruction*, „Econometrica” 1992, 60, s. 323–351.

z zagranicy (por. Aghion i in.⁸, Chen i in.⁹). Może się zatem okazać, że wnioskowanie o dodatniej zależności stopy wzrostu i stopy inwestycji jest tylko pozorne.

Warto tutaj wspomnieć o nieortodoksyjnych kierunkach badań w ekonomii wzrostu. Niektórzy z badaczy (np. Carroll i Weil) prowadzą badania, które stoją w „sprzeczności” z ekonomią tzw. głównego nurtu. Rozważają oni zależność odwrotną do intuicyjnej, tj. wpływ wzrostu gospodarczego na oszczędności w gospodarce, twierdząc, że to wzrost gospodarczy przyczynia się do zwiększenia oszczędności w gospodarce, nie zaś odwrotnie.

Inną zależność znajduje się także w odniesieniu do wpływu stopy oszczędności na tempo wzrostu gospodarczego w zależności od oddalenia krajowej gospodarki od światowej granicy technologicznej (dalej jako: ŚGT)¹⁰. Badacze ci twierdzą, że stopa oszczędności wpływa na tempo wzrostu gospodarczego jednak wyłącznie tych krajów, które znajdują się daleko (względnie: dalej niż rozpinające ŚGT gospodarki) od ŚGT, nie zaś tych, które znajdują się blisko ŚGT i w procesie produkcji stosują technologię zbliżoną poziomem zaawansowania do tej, stosowanej przez kraj (region)¹¹ rozpinający ŚGT. Dzieje się tak z prostej przyczyny: w krajach relatywnie bogatych wszystkie *ex ante* opłacalne przedsięwzięcia zostaną zrealizowane bez względu na wolumen krajowych oszczędności. W krajach relatywnie biednych zwiększenie krajowych oszczędności będzie skutkowało poszerzeniem *spectrum* możliwych inwestycji, które zostaną zrealizowane przy współdziałaniu kapitału zagranicznego pod warunkiem neutralizacji kosztów transakcyjnych danego przedsięwzięcia w stopniu akceptowalnym przez inwestora zagranicznego. Problemowi temu poświęcimy uwagę w dalszej części artykułu.

Na zakończenie dodajmy, że zagadnienie roli stopy oszczędności we wzroście gospodarczym jest szczególnie interesujące, gdy rozważa się przypadek sukcesu gospodarczego krajów Azji Południowo-Wschodniej i Wschodniej (tzw. azjaty-

⁸ P. Aghion, D. Comin, P. Howitt, I. Tecu, *When Does Domestic Saving Matter for Economic Growth?*, „Harvard Business School Working Papers” 2009, 09–080, s. 1–44.

⁹ K. Chen, A. İmrohoroğlu, S. İmrohoroğlu, *Japanese Saving Rate*, „Marshall Research Paper Series”, FBE 03–06, 2006, s. 1–27.

¹⁰ Koncepcja światowej granicy technologicznej zakłada, że rzeczywista zagregowana funkcja produkcji jest położona w rzeczywistości wyżej niż sugerowałyby to dostępne dane. Oznacza to, że PKB *per capita* większości krajów mógłby być wyższy niż jest w rzeczywistości, gdyby tylko dostępne czynniki produkcji były tam wykorzystywane efektywniej. Oddalenie danej gospodarki od ŚGT (określane jako nieefektywność techniczna) może być skutkiem wielu zjawisk: istnienia problemów instytucjonalnych zaburzających efektywną alokację zasobów (zniekształcenia podatkowe, biurokracja, korupcja, itp.), niedoskonałości rynków (monopolizacja, niewłaściwa struktura sektorowa) lub wykorzystania przestarzałych bądź nieodpowiednich technologii (J. Growiec, *Zagregowana funkcja produkcji w ekonomii wzrostu gospodarczego i konwergencji*, wyd. I, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2012).

¹¹ W przywołanej powyżej pracy Growca bada on gospodarki jako agregaty, włączając jednak do zestawu obserwacji poszczególne stany USA. Jak się okazuje, sformułowana hipoteza, zgodnie z którą mogą one rozpinąć ŚGT, została empirycznie zweryfikowana.

kich tygrysów). Na szczególną uwagę zasługuje tu przypadek Korei Południowej, która w ciągu trzech dekad zmniejszyła w imponujący sposób dystans do ŚGT przy nieznacznym udziale FDI oraz gdzie zmiany stopy oszczędności były pochodną wzrostu gospodarczego, co zdaje się potwierdzać hipotezę alternatywną do głoszonej o związku pomiędzy stopą oszczędności a wzrostem.

2. Stopa oszczędności a wzrost gospodarczy

2.1. Stopa oszczędności w modelu Solowa

Prekursorski artykuł Solowa¹², który przeszedł do historii myśli ekonomicznej jako prezentujący tzw. neoklasyczny model wzrostu gospodarczego z egzogenicznym postępowaniem technologicznym, uwzględnia wpływ zmian stopy oszczędności na położenie stanu stacjonarnego i dynamikę modelu.

Warto nadmienić, że stopa oszczędności (nazywana ekwiwalentnie stopą inwestycji) w modelu Solowa ustalana jest egzogenicznie. Jej wielkość określa poziom faktycznych inwestycji w gospodarce, a te z kolei – poziom kapitału, produktu i konsumpcji *per capita* lub na jednostkę efektywnej pracy. Proste przekształcenia algebraiczne dokonywane w stanie ustalonym, w którym dynamika kapitału na jednostkę efektywnej pracy ustaje (inwestycje faktyczne równe są co do wielkości inwestycjom wymaganym), prowadzą do uzyskania wymienionych powyżej zmiennych jako funkcji parametrów modelu, które są ustalane egzogenicznie – tj. elastyczności funkcji produkcji względem kapitału, stopy oszczędności, stopy deprecjacji kapitału, stopy postępu technologicznego i tempa przyrostu naturalnego. Wielkość kapitału na jednostkę efektywnej pracy w stanie ustalonym dodatnio zależy od wielkości stopy oszczędności.

Zmiana stopy oszczędności ma jednak niejednoznaczny wpływ na poziom konsumpcji, ponieważ zależy to od jej wyjściowego poziomu – jeśli obniżenie stopy oszczędności prowadzi do wzrostu konsumpcji w długim okresie, to mówi się, że gospodarka taka jest dynamicznie nieefektywna. W przeciwnym przypadku, tj. gdy zmniejszenie stopy oszczędności nie prowadzi do wzrostu długookresowej konsumpcji, mówi się o gospodarce dynamicznie efektywnej. Korzystając z rachunku różniczkowego, łatwo wyznaczyć stopę oszczędności maksymalizującą poziom konsumpcji. Jest ona równa elastyczności funkcji produkcji względem kapitału, graficznie zaś – stanowi styczną do krzywizny funkcji produkcji o nachyleniu równym tangensowi sumy stóp: przyrostu naturalnego, postępu technicznego i deprecjacji

¹² R.M. Solow, *A Contribution...*, op.cit.

kapitału (nachylenie identyczne jak funkcji inwestycji wymaganych). Wyznaczona w ten sposób stopa oszczędności zgodna jest ze złotą regułą akumulacji kapitału, a jej osiągnięcie gwarantuje uzyskanie ścieżki maksymalnej konsumpcji.

W modelu Solowa zmiana wielkości stopy oszczędności powoduje – jak stwierdziliśmy powyżej – zmianę w poziomach gospodarki (kapitału, konsumpcji i produktu). Ma ona także wpływ – ale wyłącznie w fazie przejścia pomiędzy dwoma stanami ustalonymi – na tempo wzrostu gospodarczego. Zauważmy, że w stanie ustalonym, gdy gospodarka znajduje się na ścieżce zrównoważonego wzrostu (ang. *Balanced Growth Path*), całkowite: produkt, kapitał i konsumpcja rosną w egzogenicznym tempie równym sumie stóp wzrostu ludności i postępu technicznego. Zwiększenie stopy oszczędności powoduje zwiększenie inwestycji, te zaś przekładają się na akumulację kapitału. Gospodarka, akumulując kapitał, zmierza do nowego stanu ustalonego, w którym produkt, kapitał i konsumpcja również rosną w tempie równym sumie stóp wzrostu liczby ludności i postępu technologicznego. W fazie przejścia pomiędzy dwoma stanami ustalonymi tempo wzrostu produktu jest jednak wyższe (wykazując wszakże tendencję wygasającą) niż w stanie ustalonym, ponieważ oprócz liczby ludności i postępu technicznego wzrasta również zasób kapitału. Po dojściu do nowego stanu ustalonego tempo wzrostu produktu stabilizuje się na określonym powyżej poziomie.

Jak zauważają C. Le Van i T.-A. Nguyen¹³, jedynie w krótkim i średnim okresie zmiana stopy oszczędności wpływa na tempo wzrostu gospodarczego. W długim okresie zaś tempo wzrostu gospodarczego (przyrostu PKB *per capita*) zależy wyłącznie od stopy postępu technicznego. Autorzy ci w swoim artykule replikują badanie przeprowadzone przez R.G. Kinga i S. Rebelo¹⁴, którzy stwierdzili, że wyższa stopa oszczędności zwiększa tempo wzrostu w fazie przejścia, jednak osłabia tempo konwergencji gospodarki do swojego stanu ustalonego, gdyż jest on wyższy.

2.2. Krytyka modelu Solowa

„This paper takes Robert Solow seriously”. Tym zdaniem swoją polemikę z artykułem Solowa rozpoczynają Mankiw, Romer i Weil (dalej jako: MRW). W artykule z 1992 r.¹⁵ krytykują oni podejście Solowa, który (bezmyślnie) traktował kapitał jako agregat. Przyjmując za dane ustalone egzogenicznie stopy oszczędności i przyrostu naturalnego,

¹³ C. Le Van, T.-A. Nguyen, *Total Factor Productivity, Saving Rate and Learning-by-Doing in Growth Process*, „DEPOCEN Working Paper Series” 2009, 2009/08, s. 1–20.

¹⁴ R.G. King, S. Rebelo, *Transitional Dynamics and Economic Growth in the Neoclassical Model*, „The American Economic Review” 1993, 83, s. 908–931.

¹⁵ N.G. Mankiw, D. Romer, D.N. Weil, *A Contribution to the Empirics of Economic Growth*, „Quarterly Journal of Economics” 1992, 107, s. 407–437.

Solow stwierdza, że zmiany obu tych zmiennych determinują poziom kapitału i produktu w stanie ustalonym. Im wyższa stopa oszczędności i niższe tempo przyrostu naturalnego, tym wyższy poziom kapitału, a wskutek tego i produktu w stanie ustalonym.

MRW podkreślają, że choć model Solowa dobrze określa wpływ zmian tych zmiennych na poziom produktu (znak przy logarytmie), błędne są oszacowania wielkości wahań w poziomach wywołanych sterowaniem wielkościami tych parametrów. Zdaniem autorów, po konfrontacji z danymi model pokazuje zbyt duże potencjalne skutki zmian w wielkości parametrów. Przykładowo, dla próbki 75 średnich krajów (wyłączone zostały gospodarki naftowe oraz te o liczbie ludności poniżej miliona jak również kraje, co do których istnieje duża wątpliwość odnośnie do rzetelności danych) zmiany stopy oszczędności i przyrostu naturalnego w 59% wyjaśniają zmiany w poziomach PKB *per capita*. Podobnie rzecz ma się w odniesieniu do elastyczności produktu względem kapitału. Implikowana przez model waha się w przedziale 0,36–0,60 (w zależności od próbki), podczas gdy – zgodnie ze stylizowanymi faktami Kaldora – wielkość ta powinna być zbliżona do jednej trzeciej.

Autorzy formułują więc zarzut, że Solow nie uwzględnił w swoim modelu jednej z istotnych zmiennych, która zaczęła w ostatnich latach zwiększać swoją rolę w procesie wzrostu gospodarczego. Poszerzają zatem standardowy model Solowa o akumulację kapitału ludzkiego, twierdząc przy tym, że wyodrębnienie kapitału ludzkiego w funkcji produkcji może tłumaczyć, skąd wynikają tak duże wahania w poziomach dochodu. Ich zdaniem (dla danej stopy oszczędności – inwestycji w kapitał ludzki), wyższa stopa oszczędności lub niższa przyrostu naturalnego prowadzi – identycznie jak u Solowa – do wyższego poziomu produktu, to zaś przekłada się na zwiększenie poziomu kapitału ludzkiego. Stąd – wnioskuje autorzy – zmiany w stopie inwestycji w kapitał fizyczny i przyrostu naturalnego silniej oddziałują na poziom produktu, niż wynikałoby to z teorii i stylizowanych faktów Kaldora. Po drugie, akumulacja kapitału ludzkiego może być skorelowana ze stopą oszczędności i stopą przyrostu naturalnego.

MRW konstruuje zatem model opierający się – identycznie jak u Solowa – na neoklasycznej funkcji produkcji z wszystkimi jej własnościami z tym, że do funkcji produkcji dodają nową zmienną – kapitał ludzki. Produkt wytwarzany jest przy wykorzystaniu nakładów pracy, kapitału fizycznego, kapitału ludzkiego, przeznaczony jest zaś na konsumpcję bądź inwestycje w kapitał fizyczny i ludzki.

Po dokonaniu estymacji parametrów modelu MRW stwierdzają, że akumulacja kapitału ludzkiego – istotnie – jest skorelowana ze stopami oszczędności i przyrostem naturalnym.

Prowadzi to do wniosku, że zwiększenie oszczędności w gospodarce prowadzi do wyższego poziomu dochodu, a ze względu na fakt, że oba rodzaje kapitału są ze sobą powiązane, przyczynia się do zwiększenia poziomu kapitału ludzkiego w stanie

ustalonym nawet wtedy, gdy stopa inwestycji w ten kapitał nie uległa zmianie. MRW konkludują zatem, że obecność akumulacji kapitału ludzkiego zwiększa wpływ akumulacji kapitału fizycznego na poziom dochodu. Uwzględnienie kapitału ludzkiego jako odrębnej zmiennej prowadzi do zmniejszenia skutków zmiany tych parametrów dla poziomów dochodu. Autorzy podkreślają, że ich model (po uzupełnieniu o zmienną *kapitał ludzki*) w 80% tłumaczy różnice w poziomach dochodu zmianami wielkości tych trzech parametrów (stopy inwestycji w kapitał fizyczny, ludzki oraz stopy przyrostu naturalnego)¹⁶. Co więcej, implikowane przez model udziały kapitału fizycznego i ludzkiego w produkcie wynoszą ok. 0,3 dla każdego z nich, co zbliża model do „rzeczywistości”. MRW zaznaczają, że weryfikacja empiryczna, którą przeprowadzili, potwierdza „ponadczasowe” ustalenia modelu Solowa, a więc niezrozumiałe jest marginalizowanie tego modelu na rzecz modeli endogenicznego wzrostu. Sygnalizują zarazem, że model ten nie stanowi uniwersalnego narzędzia tłumaczącego mechanikę wzrostu, choć dzięki wbudowaniu weń kapitału ludzkiego jest on lepszym narzędziem służącym tłumaczeniu różnic w poziomach dochodu *per capita* pomiędzy krajami.

Odnosząc się do zwolenników modeli endogenicznego wzrostu, według których kraje mogą rozwijać się szybciej w zależności od tego, ile oszczędzają¹⁷ – tempo wzrostu jest funkcją stopy oszczędności – i nie doświadczają konwergencji, autorzy podkreślają, że model Solowa przewiduje wszakże konwergencję, jednak – jak podkreśla przytaczany przez MRW R.J. Barro w swoim artykule z 1989 r.¹⁸ – przewidywania tego modelu oraz modeli D. Cassa¹⁹ i Koopmansa²⁰ nie są spójne z twardymi danymi statystycznymi. Innymi słowy, hipoteza mówiąca o odwrotnej zależności wyjściowego poziomu kapitału (produktu) i stopy wzrostu wzmocniona o tezę, iż – przy braku szoków – biedny i bogaty kraj będą konwergować do tego samego poziomu dochodu na mieszkańca, jest „intelektualnym nadużyciem”²¹. Odpierając ten zarzut, MRW stwierdzają, że model Solowa wcale nie przewiduje konwergencji

¹⁶ Dla porównania, model Solowa tłumaczył tylko w 50% różnice w poziomach dochodu pomiędzy krajami jako skutek różnic w stopach oszczędności i przyrostu naturalnego.

¹⁷ Wiadome jest, że stopy oszczędności nie można podnosić w nieskończoność. Co najwyżej można nic nie konsumować, jednak wtedy nie istniałaby gospodarka.

¹⁸ R.J. Barro, *Economic Growth in a Cross Section of Countries*, „NBER Working Paper Series”, No. 3120, September 1989.

¹⁹ D. Cass, *Optimum growth in aggregate model of capital accumulation*, „Review of Economic Studies” 1965, 32, s. 233–240.

²⁰ T.C. Koopmans, *On the concept of optimal economic growth*, w: *Scientific Papers of Tjalling C. Koopmans*, New York: Springer – Verlag, New York 1965.

²¹ MRW krytycznie wypowiadają się o zwolennikach modeli endogenicznego wzrostu, twierdząc, że w modelach tych nie przewiduje się konwergencji pomiędzy gospodarkami – poziomy dochodu mogą

do tego samego poziomu produktu, lecz do poziomu produktu w stanie ustalonym (różnym) dla każdego kraju. Weryfikują także empirycznie hipotezę konwergencji i stwierdzają, że jeśli kraje nie różnią się w znacznym stopniu stopami inwestycji i przyrostu naturalnego, to zaobserwowane zostanie szybsze tempo wzrostu w kraju biedniejszym niż bogatszym. Dodanie kapitału ludzkiego do modelu wpływa z kolei na przyspieszenie tempa konwergencji w porównaniu do wyjściowego modelu Solowa.

2.3. Krytyka krytyki modelu Solowa

Podtytuł artykułu B.S. Bernankego i R.S. Gürcaynaka²² – *Taking Mankiw, Romer, and Weil Seriously* wskazuje, iż przedmiotem ich krytyki jest praca autorów, której najważniejsze ustalenia przywołał w poprzednim punkcie. Mimo iż argumentacja i wnioski zawarte w ich artykule są interesujące, w literaturze ostatnich lat przeszły bez echa.

Na wstępie Bernanke i Gürcaynak kwestionują poprawność wyników uzyskanych przez MRW. Kontestują wynikającą z empirycznej weryfikacji wielkość współczynnika elastyczności produktu względem kapitału (przypomnijmy, że wyniosła ona w modelu Solowa 0,6, a więc znacznie więcej niż oparta na danych USA $\alpha = 0,3$) oraz przyczynowość owego „dobrego dopasowania” modelu Solowa i MRW do danych. Bernanke i Gürcaynak twierdzą, że trudno jest określić, czy wysoki stopień dopasowania danych do modelu jest wynikiem przyjęcia założenia o technologii produkcji (funkcji produkcji typu Cobba–Douglasa, jak czyni się to w specyfikacji wielu modeli wzrostu), czy też jest to pochodna specyficznych (choć zdawać mogłoby się, że adekwatnym słowem byłoby tu: „egzotycznych”) założeń przyjętych przez Solowa w konstrukcji modelu (m.in. egzogeniczności stóp oszczędności, wzrostu ludności i postępu technicznego). Co więcej, wytykają MRW, że w swoich oszacowaniach przyjęli identyczne wykładniki (elastyczności) w funkcjach produkcji (i skutkujące tym identyczne tempo wzrostu) oraz że badane gospodarki znajdują się na swoich BGP, co zdaje się nie mieć odzwierciedlenia w empirii.

Bernanke i Gürcaynak replikują estymacje przeprowadzone przez MRW, wykorzystując do tego dane pochodzące ze zaktualizowanej bazy *Penn World Tables* oraz wydłużając szereg czasowy. Wyniki są bliższe rzeczywistości, tj. estymowane a zmniejsza swoją wartość do ok. 0,5. Pokazują także, iż metoda weryfikacji empirycznej

podlegać dywergencji w nieskończoność, nawet gdyby gospodarki miały identyczną stopę oszczędności i tempo przyrostu naturalnego.

²² B.S. Bernanke, R.S. Gürcaynak, *Is Growth Exogenous? Taking Mankiw, Romer, and Weil Seriously*, „NBER Macroeconomics Annual” 2001, vol. 16, s. 11–72.

dopasowania modelu do danych przyjęta przez MRW jest poprawna dla każdego modelu wzrostu zakładającego istnienie i dążenie gospodarki do BGP. Stanowi to zarazem zaletę i wadę tego podejścia, ponieważ umożliwia weryfikację empiryczną wielu modeli, a z kolei nie może stanowić argumentu przemawiającego na rzecz wyłączenia modelu Solowa spośród pozostałych modeli jako modelu „optymalnego” z punktu widzenia tłumaczenia różnic w poziomach dochodu pomiędzy krajami.

Wyniki estymacji Bernankego i Gürkaynaka, choć odbiegają od wyników MRW i standardowego modelu Solowa, nie świadczą bynajmniej o tym, że modele te źle tłumaczą przyczyny zróżnicowania poziomów dochodu. Przyczyna tej odmienności może leżeć w błędnych założeniach – wzrost może nie być po prostu egzogeniczny lub gospodarki nie znajdują się na swoich BGP (jak zakładają to Solow i MRW), a więc zdecydowanie częściej mamy do czynienia z sytuacją, w której gospodarka znajduje się w fazie przejścia pomiędzy dwoma stanami ustalonymi.

Estymacje przeprowadzone przez Bernankego i Gürkaynaka dostarczają jeszcze jednej ważnej informacji. Autorzy, opierając swoje kalkulacje na poszerzonej próbce danych (specyfikacja próbek jest identyczna jak u MRW; wydłużony został jednak szereg czasowy; dane wykorzystane w badaniu pochodzą z tego samego źródła), wykazują, że długookresowy wzrost nie jest zależny od egzogenicznych parametrów (jak przewiduje to model Solowa), ale od zmiennych, które są ustalane endogenicznie. Autorzy pokazują, że stopa inwestycji w kapitał fizyczny jest silnie dodatnie skorelowana z długookresowym tempem wzrostu PKB *per capita*. Analogiczną zależność wykazuje stopa inwestycji w kapitał ludzki, odwrotną zaś – przyrost naturalny.

Osobną kwestią jest weryfikacja źródeł wzrostu TFP. Pytanie badawcze, które stawiają Bernanke i Gürkaynak brzmi: czy są one niezależne od takich zmiennych, jak stopa oszczędności, stopa inwestycji w kapitał ludzki czy tempo przyrostu naturalnego, jak zakładano w modelu Solowa. Weryfikacja empiryczna tej hipotezy przynosi interesujące rezultaty. Otóż, Bernanke i Gürkaynak oszacowali, iż całkowita produktywność czynników wytwórczych jest silnie dodatnio skorelowana ze stopą oszczędności i stopą inwestycji w kapitał ludzki, ujemnie zaś – z tempem przyrostu naturalnego. Wyniki te są bardzo interesujące, ponieważ mogą dać odpowiedź na pytanie o tajemnicę sukcesu gospodarczego „azjatyckich tygrysów”.

2.4. Stopa oszczędności w modelach endogenicznego wzrostu

Szansą na uzasadnienie zależności wzrostu i stopy oszczędności są modele endogenicznej innowacji. W modelach tych tempo wzrostu, zarówno produktu, jak i TFP, jest endogeniczne i zależy od inwestycji w działalność badawczą (modele innowacji zaproponowane przez Romera, Aghiona i Howitta czy Grossmana i Helpmana),

kapitał (model *AK*) i kapitał ludzki (model Uzawy–Lucasa). Jednak, analizując te modele, otrzymuje się brak teoretycznej zależności długookresowego tempa wzrostu i stopy oszczędności. W modelach endogenicznej innowacji stopa wzrostu zależy od udziału działalności badawczej w wykorzystaniu czynników produkcji, a także rozmiaru gospodarki i tempa przyrostu siły roboczej²³. W modelu Uzawy – Lucasa długookresowe tempo wzrostu również nie wykazuje ścisłej zależności od stopy oszczędności ani inwestycji w kapitał ludzki²⁴. Jedynie w modelu *AK*, wykorzystującym efekty typu *spillover* dla kapitału fizycznego, zależność między stopą wzrostu a stopą oszczędności jest dość wyraźna.

2.4.1. Dystans do światowej granicy technologicznej a tempo wzrostu

Pojawia się również pytanie, w jaki sposób w świecie inwestycji zagranicznych i przepływów kapitału krajowe stopy oszczędności mają znaczenie dla wzrostu gospodarczego, skoro wszelkie rentowne inwestycje mogą być zrealizowane ze środków zagranicznych. Model starający się o wyjaśnienie mechanizmu wpływu krajowej stopy oszczędności na wzrost w gospodarce otwartej zaproponowali Aghion i in.²⁵ W swoim modelu rozważają oni gospodarkę otwartą, która nie posiada technologii na poziomie światowej granicy technologicznej i może technologię importować. Do skutecznego wdrożenia tej technologii potrzebny jest zagraniczny inwestor, który posiada znajomość konkretnej technologii, ale również lokalne przedsiębiorstwo, zaznajomione z lokalną specyfiką. Ważne jest, że od wysiłków lokalnego przedsiębiorcy, a nie inwestora, zależą szanse na sukces przedsięwzięcia. W przeciwnym razie lokalne przedsiębiorstwo musi ponieść cały koszt zaadaptowania innowacji. Jest on dodatkowo tym większy, im technologia krajowa jest bardziej oddalona od ŚGT (bardziej zacofana). Między inwestorem a lokalnym przedsiębiorcą jest zawiązywany kontrakt na wysokość kosztów, które pokryje inwestor i na część zysków, jakie za to otrzyma.

Okazuje się, że dla krajów dostatecznie odległych od światowej granicy technologicznej tempo wzrostu zależy od krajowej stopy oszczędności, gdyż pozwala ona lokalnym inwestorom na większy udział w koszcie innowacji, a zatem czyni ją bardziej zyskową dla lokalnych podmiotów. W związku z większym uczestnictwem podmiotów lokalnych w finansowaniu, inwestorzy zagraniczni ponoszą mniejsze ryzyko, że

²³ Odpowiednio silne i słabe efekty skali.

²⁴ Z drugiej strony, pojawia się zależność od czynnika dyskontującego przyszłą konsumpcję w wyborze podmiotów.

²⁵ P. Aghion, D. Comin, P. Howitt, I. Tecu, *When Does Domestic Saving...*, op.cit.

lokalny przedsiębiorca nie będzie się starał, wobec czego mogą angażować się w *ex ante* mniej rentowne przedsięwzięcia. Dodatkowe oszczędności dostarczają zatem środków do rozwiązania problemu agencji. W konsekwencji mniej rozwinięte kraje o większej stopie oszczędności będą bardziej zdolne do przyciągania zagranicznych inwestycji. Dla krajów o niewielkiej odległości od światowej granicy technologicznej taki związek nie zachodzi. Autorzy przeprowadzili również weryfikację empiryczną modelu, otrzymując w próbie krajów odległych od granicy technologicznej znaczną korelację tempa wzrostu ze stopą oszczędności, przy nieistotnej statystycznie korelacji w krajach o poziomie technologii bliskim światowemu. Wyniki te są o tyle ważne, że w skalibrowanym modelu są odporne na zmiany jego kluczowych parametrów. Zwłaszcza dobrze wyjaśniony przez model jest przypadek Korei Południowej²⁶, gdzie wzrost polegał w znacznej mierze na ciągłym imporcie coraz to nowych technologii, przynajmniej od lat 70. Ważną obserwacją jest również możliwość przyspieszenia wzrostu poprzez subsydiowanie oszczędzania w krajach wyraźnie odległych od granicy technologicznej.

2.4.2. Wzrost a stopa oszczędności

Modele klasy AK, które uchylają założenie o malejącej krańcowej produktywności kapitału w całej gospodarce, pozwalają na hipotetyczne kontynuowanie wzrostu bazującego na akumulacji czynników. Mogą zatem stanowić alternatywne wyjaśnienie dla przyspieszonego wzrostu nowo uprzemysłowionych krajów Azji oraz dla zależności tempa wzrostu od stopy oszczędności. C. Le Van i T.-A. Nguyen²⁷ postanowili się przyjrzeć modelowi z efektem *learning-by-doing* generowanym przez kapitał i zwiększającym produktywność pracy. Najpierw, rozważając klasyczny model Solowa, przypominają, że stopa oszczędności przy egzogenicznym postępie technologicznym ma znaczenie dla tempa wzrostu tylko w krótkim okresie. Co więcej, będzie tak podobnie w modelach endogenicznej innowacji, gdyż technologia nie jest w nich wytwarzana poprzez efekty typu *spillover*. Następnie, używając funkcji produkcji typu CES z wkomponowanymi efektami typu *spillover*, analizują model uwzględniający efekt *learning-by-doing*²⁸. Model ten ma przewagę nad oryginalnym

²⁶ Dodatkowo jest na tym przykładzie widoczne, że firmy importujące technologię z udziałem kapitału zagranicznego cechowały się dużo wyższą produktywnością czynników.

²⁷ C. Le Van i T.-A. Nguyen, *Total Factor Productivity...*, op.cit.

²⁸ Jest on wkomponowany jako dodatkowy czynnik efektywnościowy przy L, o wartości K w potęgzie o wykładniku odpowiadającym sile efektów *spillover*. Autorzy zakładają, że jest on z przedziału (0,1) z przyczyn algebraicznych.

modelem AK, jako że występuje w nim dynamika okresu przejścia z jednej ścieżki wzrostu do drugiej.

Autorzy uzyskują dwie istotne obserwacje. Po pierwsze, siła wpływu efektu *learning-by-doing* na wzrost zależy od tempa wzrostu siły roboczej, a przy stałej sile roboczej wygasa. Tak więc nowo uprzemysłowione kraje Azji mogły się szybko rozwijać dzięki wchłanianiu nie w pełni wykorzystanej w rolnictwie siły roboczej przez przemysł. Po drugie, na ścieżce zrównoważonego wzrostu jego tempo nie zależy od stopy oszczędności, a jedynie od siły efektu *learning-by-doing*. Stopa oszczędności ma pozytywny wpływ na wzrost jedynie w okresie przejściowym, dokładnie jak w modelu Solowa. Jeżeli dodamy do tego przekonanie autorów, że efekty typu *spill-over* przyczyniają się jedynie do wzrostu produktywności czynników na podstawie adaptacji istniejącej technologii, a nie przyczyniają się do powstawania nowej wiedzy, to po osiągnięciu światowego poziomu technologii zaczną one wygasać nawet przy rosnącej sile roboczej. Ich analiza jest zatem potwierdzeniem opinii P. Krugmana²⁹, że przyspieszony wzrost „azjatyckich tygrysów” wygaśnie, gdy dogonią one kraje wysoko rozwinięte pod względem technologicznym³⁰. Podobnie jak w przypadku modelu zaproponowanego przez Aghiona i in., mamy tutaj zależność tempa wzrostu od stopy oszczędności wyłącznie dla krajów odległych od ŚGT.

Na związek stóp oszczędności i tempa wzrostu można również patrzeć w inny sposób, mianowicie dostrzegając przyczynę we wzroście, a skutek w wyższej stopie oszczędności. Taką interpretację zaproponowali i rozwijają Carroll i in.³¹ Swoje badania autorzy zaczęli, nieco paradoksalnie, od chęci odpowiedzi na pytanie, dlaczego przyspieszone tempo wzrostu nie prowadzi do spadku stopy oszczędności, jak wynikałoby to z modeli teoretycznych zajmujących się międzyokresowym podziałem konsumpcji. Zaskakującym wynikiem empirycznym, jaki otrzymali, jest powodowanie przyspieszenia wzrostu w *sensie* Grangera przez stopę oszczędności, a nie odwrotnie. Istotnie, w większości krajów o szybszym wzroście i wysokich oszczędnościach, wysokie tempo wzrostu pojawiło się wcześniej niż wzrost stopy oszczędności. W przypadku Korei Południowej stopa oszczędności wzrastała przez ponad dziesięciolecie (1962–1975) z 10% do 27%, podczas gdy wzrost gospodarczy postępował we w miarę stałym tempie 6%. Pozostałe nowo uprzemysłowione kraje

²⁹ P. Krugman, *The Myth of Asia's Miracle*, „Foreign Affairs” 1994, 73, s. 62–78.

³⁰ Podobnie można wnioskować o nietrwałości wzrostu w modelu Uzawy–Lucasa, w którym kapitał ludzki jest tworzony bez powstawania nowych technologii. W długim okresie można by oczekiwać spadku przyrostu kapitału ludzkiego aż do zera.

³¹ C.D. Carroll, J. Overland, D.N. Weil, *Saving and Growth with Habit Formation*, „American Economic Review” 2000, 90 (3), s. 341–355. C.D. Carroll, D.N. Weil, *Saving and Growth: A Reinterpretation*, „Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy” 1994, 40, s. 133–192.

Azji wykazują podobne zależności. Podobnie jest z zależnością dla spowolnienia wzrostu – zwykle następuje po nim spadek stopy oszczędności³². Autorzy zaobserwowali również negatywny wpływ wzrostu stopy oszczędności na tempo wzrostu w krótkim okresie³³. Co więcej, sprawdzają oni te wyniki na poziomie gospodarstw w Stanach Zjednoczonych. Okazuje się, że potwierdzają one wyniki makroekonomiczne – gospodarstwa oczekujące lub doświadczające szybszego niż przeciętny wzrostu dochodów zwiększają swoją stopę oszczędności.

Obserwacja ta stoi w sprzeczności z teoriami dochodu w cyklu życia czy dochodu permanentnego, przynajmniej w ich czystej postaci. Autorzy rozważają możliwe modyfikacje klasycznej teorii oszczędzania, które pozwoliłyby na uzgodnienie jej z obserwowanym związkiem wzrostu dochodu i oszczędzania. Odrzucone zostają proste ograniczenia w zaciąganiu pożyczek, gdyż nie mogą one wygenerować dodatniej korelacji między tempem wzrostu dochodu a stopą oszczędności. Lepiej spisują się wyrafinowane ograniczenia w pożyczaniu³⁴, ale przewidywany przez nie wpływ jest zbyt mały w stosunku do danych empirycznych. Autorzy odrzucają również wyjaśnienie bazujące na heterogeniczności podmiotów względem stóp dyskontowych – aby przyspieszenie wzrostu wywoływało zwiększone oszczędzanie, musiałoby najpierw zmniejszać stopę dyskontową, a taki związek nie powinien zachodzić. Wyjaśnienie za pomocą modelu *OLG* również się nie sprawdza, gdyż musi zakładać ono nieznaną szybszego tempa wzrostu przez pokolenie na emeryturze.

Warto odnotować, że podobne wyjaśnienie (jednak dla samej Japonii) zaproponowali, pozostając przy „ortodoksyjnych” modelach konsumpcji (tj. konsumpcji w cyklu życia i *OLG*), Chen i in.³⁵ W ich modelu gospodarstwa domowe dostosowują swoją stopę oszczędności do tempa wzrostu produktywności w ramach sekwencyjnego modelu równowagi ogólnej. O ile, biorąc średnie tempa wzrostu, taki model nie pasuje do danych, to jeśli uwzględnić rzeczywistą ścieżkę tempa wzrostu produktywności, dopasowanie jest wręcz znakomite. Można wprawdzie postawić zarzut, że konsumenci nie mogli optymalizować konsumpcji, znając dokładną ścieżkę tempa wzrostu, jednak jeśli założyć, że spodziewali się, a przynajmniej obawiali, że wzrost w długim okresie spowolni, to dopasowanie nadal pozostaje dobre.

³² Co jest zrozumiałe zwłaszcza w trakcie recesji.

³³ Które można wyjaśnić na przykład spadkiem popytu krajowego, co nie ma jednak wpływu na wzrost w długim okresie.

³⁴ Konkretnie zaś, konieczność wkładu własnego w przypadku kredytu na zakup nieruchomości, ale przy założeniu, że gospodarstwa domowe chcą nabyć nieruchomości mieszkalne stosunkowo szybko.

³⁵ K. Chen, A. İmrohoroğlu, S. İmrohoroğlu, *Japanese Saving Rate...*, op.cit.

Wyjaśnienia, które zdaniem Carrola i kolegów są zdolne uzasadnić tę zależność, to niepewność co do przyszłych poziomów dochodu³⁶ oraz nawyki konsumpcyjne, tj. zależność konsumpcji od jej poziomu w poprzednich okresach i w związku z tym wolniejsze dostosowywanie się do poziomu dochodu oraz utrwalanie się wysokich stóp oszczędności. Niepewność może odgrywać rolę z oczywistych względów – gospodarstwa chcące wygładzać konsumpcję w czasie wolą nie narażać się na jej nagłe spadki w przyszłości. Nawyki natomiast, oprócz oczywistego spowalniania wzrostu konsumpcji, mają jeszcze jeden sposób wpływu na wzrost oszczędności. Otóż, formowanie nawyków odpowiada w pewnym stopniu umieszczeniu tempa wzrostu konsumpcji w funkcji użyteczności. W połączeniu z ewentualnym pozytywnym wpływem oszczędności na wzrost dochodu powoduje to świadome oszczędzanie konsumentów, aby podtrzymać tempo wzrostu ich konsumpcji. W połączonym modelu siła nawyków ma duże znaczenie – nie tylko zwiększa siłę reakcji na szokowe zmiany produktu, ale także jej trwałość w czasie. Przy silnych nawykach stopa oszczędności może pozostać zarówno bardzo wysoka wiele lat po spadku tempa wzrostu, jak i bardzo niska wiele lat po wyjściu z recesji. Empiryczna weryfikacja tego modelu dla „azjatyckich tygrysów” odbywa się przy założeniu, że ich import technologii najlepiej przedstawić jako serię pozytywnych szoków. Symulacje na podstawie modelu przy takim założeniu są co do kierunku zgodne z obserwacjami, a zatem model znajduje potwierdzenie empiryczne. Ponownie jednak można zauważyć, że wraz z dojściem nowo uprzemysłowionych gospodarek Azji do światowej granicy technologicznej ich wzrost spowolni przez brak importu technologii, natomiast to, czy spadnie w nich stopa oszczędności, zależy od siły nawyków.

3. Podsumowanie

Pytanie o związek stopy oszczędności z tempem wzrostu pojawiło się wraz ze zrozumieniem roli akumulacji we wzroście. Tradycyjny model Solowa i jego modyfikacja w postaci modelu Mankiwa–Romera–Weila przewidywały zależność dodatnią jedynie dla okresów przejściowych przy przechodzeniu od jednej zrównoważonej ścieżki wzrostu do drugiej. Takie ujęcie zostało poddane krytyce przez Bernankego i Gürkaynaka, którzy – oprócz wytknięcia błędów konceptualnych przy weryfikacji – przytoczyli szereg obserwacji empirycznych pokazujących dodatnią korelację między stopą oszczędności, stopą inwestycji w kapitał ludzki a tempem wzrostu produktu *per*

³⁶ Aczkolwiek konieczna jest eliminacja wpływu zakumulowanego majątku na konsumpcję, na przykład poprzez przekazywanie go w spadku, aby uzyskać pełną zgodność z danymi empirycznymi.

capita. Zależność ta była możliwa do uzasadnienia na podstawie modeli endogenicznej innowacji, które nie wykazywały malejącej łącznej produktywności kapitału fizycznego i ludzkiego. Wygodny zwłaszcza był model AK i jego pochodne, gdzie podniesienie stopy oszczędności natychmiast przyspieszało wzrost. Pojawiło się jednak kilka problemów.

Po pierwsze, dlaczego szybszy wzrost miałby brać się z krajowych oszczędności, skoro kapitał może być przyciągnięty z zagranicy? Zadowalającym wyjaśnieniem wydaje się propozycja Aghiona, Howitta i in., którzy źródło istotności oszczędzania dla wzrostu widzą w umożliwieniu przewyższenia problemu agencji w gospodarkach importujących technologię. Warto zauważyć, że ich wyjaśnienie odpowiada również na *zagadkę Lucasa*, mianowicie: dlaczego do biednych krajów, gdzie rentowność inwestycji powinna przewyższać wielokrotnie tę w krajach zamożnych, kapitał nie napływa. Barięą jest w tym ujęciu zbyt niska stopa oszczędności.

Drugim jest pytanie, w którą stronę przebiega zależność. Tu zdania są podzielone, a alternatywą dla podejścia widzącego w oszczędzaniu motor wzrostu jest podejście Carrola i in., którzy włączają do modelu konsumpcji motyw przecznościowy przez ujęcie niepewności przyszłego dochodu oraz nawyki konsumpcyjne. W takim ujęciu to zmiany tempa wzrostu powodują dodatkowo skorelowane zmiany stopy oszczędności.

Trzeci problem to trwałość tego efektu. Z istniejących modeli należy wnosić, że jest on tymczasowy, zupełnie jak w modelu Solowa. Jest to nawet potwierdzone przez Le Van i Nguyena dla modelu klasy AK. Zostało to potwierdzone empirycznie o tyle, że gospodarki bliskie granicy technologicznej nie wykazują korelacji stopy oszczędności z tempem wzrostu. Dodatkowo ujęcie światowej granicy technologicznej pozwala uzasadnić długotrwałość tego przejściowego przyspieszenia – importując coraz to nowe technologie, kraj konwerguje do coraz to nowych ścieżek wzrostu.

Empiryczna obserwacja korelacji stóp oszczędności z tempem wzrostu może mieć zatem dwojakie wyjaśnienie:

- 1) stopa oszczędności powoduje przyspieszony wzrost poprzez ułatwienie importu technologii (model Aghiona, Howitta i in.) oraz przyspieszenie efektywnej absorpcji tych technologii przez efekty *spillover* (model Le Vana i Nguyena);
- 2) uznanie – za Carrollem i Weilem – że to przyspieszenie wzrostu prowadzi do zwiększonego oszczędzania poprzez nawyki konsumpcyjne i niepewność co do przyszłego dochodu.

Uzasadnienie empiryczne znajdują obie propozycje, ta druga wyjaśniając, dlaczego wyższe stopy oszczędności pojawiają się po przyspieszeniu wzrostu, a ta pierwsza – w uzasadnianiu siły tego efektu³⁷. Ponieważ te warianty się nie wykluczają, uznajemy

³⁷ Jak zauważają Aghion i in. w pracy z 2009 r., same nawyki i awersja do ryzyka nie są w stanie wyjaśnić danych z nowo uprzemysłowionych krajów Azji przy rozsądnych parametrach.

je za zachodzące jednocześnie i w związku z tym zależność między tempem wzrostu a stopą oszczędności za dodatnie sprzężenie zwrotne. Podkreślmy, że występuje ono jednak tylko dla gospodarek zacofanych (znacznie oddalonych od ŚGT). Dla krajów bliskich granicy technologicznej oszczędności nie generują wzrostu, a nawyki mogą je utrzymywać na różnych poziomach w różnych krajach³⁸. Ze względu na niewielką liczbę publikacji jest to z pewnością temat zasługujący na dalsze badania.

Bibliografia

Książki

1. Grossman G., Helpman E., *Innovation and Growth in the Global Economy*, MIT Press, Cambridge 1991.
2. Growiec J., *Zagregowana funkcja produkcji w ekonomii wzrostu gospodarczego i konwergencji*, wyd. I, Oficyna Wydawnicza SGH w Warszawie, Warszawa 2012.
3. *Szkice ze współczesnej teorii ekonomii*, red. W. Pachó, Oficyna Wydawnicza SGH w Warszawie, Warszawa 2005.
4. *Szkice z dynamiki i stabilizacji gospodarki*, red. W. Pachó, Oficyna Wydawnicza SGH w Warszawie, Warszawa 2009.

Artykuły

1. Aghion P., Comin D., Howitt P., Tecu I., *When Does Domestic Saving Matter for Economic Growth?*, „Harvard Business School Working Papers” 2009, 09–080, s. 1–44.
2. Aghion P., Howitt P., *A Model of Growth Through Creative Destruction*, „Econometrica” 1992, 60, s. 323–351.
3. Barro R.J., *Economic Growth in a Cross Section of Countries*, „NBER Working Paper Series”, September 1989, No. 3120.
4. Bernanke B.S., Gürkaynak R.S., *Is Growth Exogenous? Taking Mankiw, Romer, and Weil Seriously*, „NBER Macroeconomics Annual” 2001, vol. 16, s. 11–72.
5. Carroll C.D., Overland J., Weil D.N., *Saving and Growth with Habit Formation*, „American Economic Review” 2000, 90 (3), s. 341–355.
6. Carroll C.D., Weil D.N., *Saving and Growth: A Reinterpretation*, „Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy” 1994, 40, s. 133–192.
7. Cass D., *Optimum growth in aggregate model of capital accumulation*, „Review of Economic Studies” 1965, 32, s. 233–240.

³⁸ Choćby przez różną siłę nawyków i/lub asymetryczne szoki.

8. Chen K., İmrohoroğlu A., İmrohoroğlu S., *Japanese Saving Rate*, „Marshall Research Paper Series” 2006, FBE 03–06, s. 1–27.
9. Garbicz M., *Niedorozwój a korzyści skali*, w: *Szkice ze współczesnej teorii ekonomii*, red. W. Pacho, Oficyna Wydawnicza SGH w Warszawie, Warszawa 2005, s. 11–32.
10. Garbicz M., *Problemy rozwoju i niedorozwoju*, w: *Szkice z dynamiki i stabilizacji gospodarki*, red. W. Pacho, Oficyna Wydawnicza SGH w Warszawie, Warszawa 2009, s. 87–120.
11. Greenwood J., Jovanovic B., *Accounting for Growth*, w: *New Development in Productivity Analysis*, red. C.R. Hulten, E.R. Dean, M.J. Harper, University of Chicago Press 2001, s. 179–224.
12. Growiec J., *Wzrost gospodarczy i postęp technologiczny*, w: *Szkice z dynamiki i stabilizacji gospodarki*, red. W. Pacho, Oficyna Wydawnicza SGH w Warszawie, Warszawa 2009.
13. King R.G., Rebelo S., *Transitional Dynamics and Economic Growth in the Neoclassical Model*, „The American Economic Review” 1993, 83, s. 908–931.
14. Koopmans T.C., *On the concept of optimal economic growth*, w: *Scientific Papers of Tjalling C. Koopmans*, New York: Springer-Verlag, New York 1965.
15. Krugman P., *The Myth of Asia's Miracle*, „Foreign Affairs” 1994, 73, s. 62–78.
16. Le Van C., Nguyen T.-A., *Total Factor Productivity, Saving Rate and Learning-by-Doing in Growth Process*, „DEPOCEN Working Paper Series” 2009, 2009/08, s. 1–20.
17. Lucas R.E. Jr., *On the Mechanics of Economic Development*, „Journal of Monetary Economics” 1988, 22, 1 (July), s. 3–42.
18. Mankiw N.G., Romer D., Weil D.N., *A Contribution to the Empirics of Economic Growth*, „Quarterly Journal of Economics” 1992, 107, s. 407–437.
19. Ramsey F., *A mathematical theory of saving*, „Economic Journal” 1928, 88, s. 543–559.
20. Rebelo S., *Long-run Policy Analysis and Long-run Growth*, „Journal of Political Economy” 1991, 99, s. 500–521.
21. Romer P.M., *Increasing Returns and Long Run Growth*, „Journal of Political Economy” 1986, 94, s. 1002–1037.
22. Romer P.M., *Growth Based on Increasing Returns Due to Specialization*, „American Economic Review” 1987, 77, s. 56–62.
23. Romer P.M., *Endogenous Technological Change*, „Journal of Political Economy” 1990, 98, s. S71 – S103.
24. Solow R.M., *A Contribution to the Theory of Economic Growth*, „Quarterly Journal of Economics” 1956, 70, s. 65–94.
25. Uzawa H., *Optimal technical change in an aggregative model of economic growth*, „International Economic Review” 1966, 6, s. 18–31.

Monika Kubik-Kwiatkowska
Kolegium Zarządzania i Finansów
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

Znaczenie rocznych i kwartalnych raportów finansowych dla wyceny spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

1. Wprowadzenie

Sprawozdania finansowe spółek powinny dostarczać informacji finansowych użytecznych dla przyszłych i obecnych inwestorów oraz kredytodawców przy decyzjach dotyczących finansowania podmiotu oraz pomocnych przy określeniu jego wartości¹. Czy jednak jest tak w praktyce, że raporty finansowe są istotne dla inwestorów, którzy chcą oszacować wartość przedsiębiorstwa? Czy też inwestorzy korzystają głównie z informacji z innych źródeł? Badania z tego zakresu zaliczane są do nurtu *value relevance*². Na cele tej pracy przyjęto określenie „znaczenie dla wyceny” jako odpowiednik *value relevance*³.

Zarówno raporty roczne, jak i kwartalne są przedmiotem zainteresowania analityków i rynków finansowych. Z jednej strony można oczekiwać, że jakość raportów rocznych jest lepsza niż raportów kwartalnych, gdyż podlegają one badaniu przez niezależnych audytorów. Z drugiej strony, raporty kwartalne dostarczają bardziej

¹ Por. FASB nr 8 (2010), <http://www.fasb.org/>, 24.12.2012.

² Por. L.A. Beisland, *A review of the value relevance literature*, „The Open Business Journal” 2009, 2, 7–27.

³ Por. K.M. Klimczak, *Znaczenie zysków księgowych dla bieżącej wyceny akcji spółek giełdowych w Polsce*, System rachunkowości w nurcie wyzwań XXI wieku, ODDK, 2008, 245–251.

aktualnej informacji o działalności firmy niż raporty roczne. Stąd powstaje interesujące pytanie, jakie znaczenie dla wyceny mają oba typy raportów.

Celem badań omówionych w niniejszym artykule było empiryczne zbadanie „znaczenia dla wyceny” rocznych i kwartalnych raportów finansowych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. (GPW) w latach od 2000 r. do pierwszej połowy 2011 r. Zidentyfikowano czynniki finansowe istotne dla wyceny spółek na podstawie raportów rocznych i raportów kwartalnych oraz porównano znaczenie dla wyceny obu typów raportów. Pomimo dużego zainteresowania rynków raportami kwartalnymi analiza empiryczna potwierdziła hipotezę badawczą, że mają one słabszy związek z cenami akcji niż raporty roczne.

Badanie „znaczenia dla wyceny” raportów rocznych zbudowano na bazie sprawozdań finansowych sprzed kryzysu finansowego, który rozpoczął się pod koniec 2007 r., a test modeli obejmował okres kryzysu. Pomimo załamania na rynkach modele miały dobre dopasowanie w okresie testowym. Udało się również zbudować strategię inwestycyjną, dającą ponadnormatywne zyski. Podobnych wyników nie udało się uzyskać przy zastosowaniu tej samej procedury do raportów kwartalnych. Powstaje zatem pytanie o dużym znaczeniu praktycznym: Czy korzyści z publikowania raportów kwartalnych są warte zainwestowanych w ich przygotowanie środków oraz poświęconego czasu wysoko wykwalifikowanych pracowników? Można zatem oczekiwać, że wyniki porównania znaczenia dla wyceny raportów rocznych i raportów kwartalnych mogą być interesujące dla instytucji ustanawiających standardy raportowania dla spółek giełdowych.

2. Związki ze światowymi nurtami badań

Praca jest związana z nurtem naukowym „znaczenia dla wyceny”, badającym czy informacje z raportów finansowych mają odzwierciedlenie w wartości spółek giełdowych. Beaver⁴ zdefiniował nurt „znaczenia dla wyceny” jako obszar badań analizujący związek pomiędzy zmienną zależną opartą na cenie aktywu, a informacjami ze sprawozdań finansowych. Kategoria księgową jest określana jako „istotna dla wyceny”, jeśli jej związek ze zmienną zależną jest istotny. Na podstawie pracy Beislanda⁵ cel ten można określić jako wyznaczenie funkcyjnej zależności rynkowej wartości kapitału własnego od informacji księgowej, tj. funkcji:

⁴ W.H. Beaver, *Perspectives on recent capital market research*, The Accounting Review 2002, 77, 453–74.

⁵ L.A. Beisland, *A review...*, op.cit., 7–27.

$$MVE = f(AI) \quad [1]$$

gdzie:

MVE – rynkowa wartość kapitału własnego (*market value of equity*) lub inna miara związana z wyceną akcji lub jej zwrotem, np. cena akcji do kapitału własnego na akcję P/BVS ,

AI – informacje księgowe (*accounting information*).

Jedną z centralnych zależności nurtu „znaczenia dla wyceny” jest model Ohlsona (1995)⁶

$$P_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 E_{i,t} + \alpha_2 BVS_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad [2]$$

gdzie:

$P_{i,t}$ – oznacza cenę aktywu i w czasie t , $E_{i,t}$ – jest zyskiem netto na akcję,

$BVS_{i,t}$ – oznacza kapitał własny na akcję.

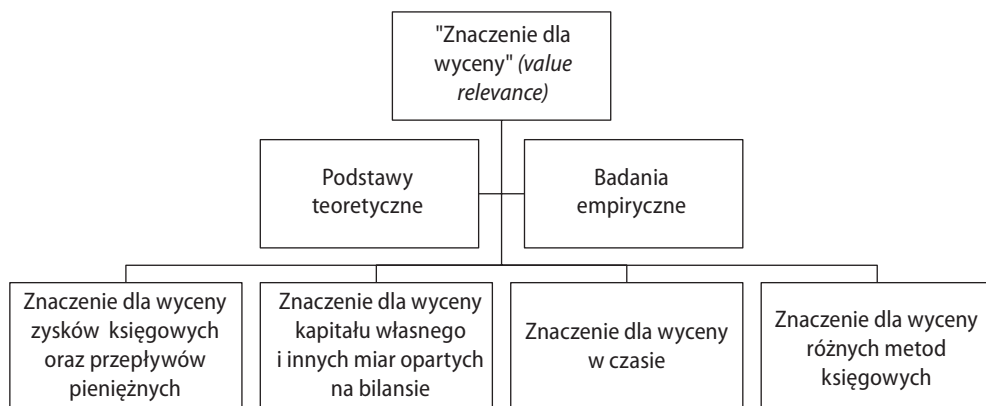
Na rysunku 1 zostały przedstawione różne obszary badań w nurcie „znaczenia dla wyceny”. W ostatnich czterech dekadach przeprowadzono liczne badania związku między danymi finansowymi a cenami akcji. Pierwsze z nich pochodzą z lat 60. XX wieku. Ball i Brown w artykule z 1968 r. pokazali, że informacja o zyskach księgowych ma odzwierciedlenie w cenach akcji⁷. W kolejnych dziesięcioleciach badania z nurtu *value relevance* obejmowały rozmaite okresy, różne rynki oraz różne zależności opisywane coraz doskonalszymi metodami. Do 2000 r. literatura w tym obszarze zaowocowała ponad tysiącem opublikowanych prac w najważniejszych akademickich czasopismach poświęconych rachunkowości i finansom⁸. W następnym dziesięcioleciu liczba ta znacząco wzrosła. Popularna baza artykułów naukowych SSRN (*Social Science Research Network*) pokazuje ponad 150 artykułów związanych z nurtem „znaczenia dla wyceny” w ostatnich trzech latach⁹. W związku z trwającym od kilku lat światowym kryzysem finansowym powróciły pytania o użyteczność sprawozdań finansowych dla inwestorów. Można zatem oczekiwać, że nurt „znaczenia dla wyceny” będzie jeszcze aktualny przez wiele lat.

⁶ Model Ohlsona według metodologii Collinsa, Maydewa i Weissa; D.W. Collins, E. Maydew, I.S. Weiss, *Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years*, „Journal of Accounting and Economics” 1997, 24, 39–67.

⁷ R. Ball, P. Brown, *An empirical evaluation of accounting income numbers*, „Journal of Accounting Research” 1968, 6, 159–177.

⁸ S.P. Kothari, *Capital markets research in accounting*, „Journal of Accounting and Economics” 2001, 31, 105–231.

⁹ Dane z listopada 2012.

Rysunek 1. Obszary badań w nurcie „znaczenia dla wyceny” (*value relevance*)¹⁰

Źródło: L.A. Beisland, *A review of the value relevance literature*, „The Open Business Journal” 2009, 2, 7–27.

W roku 2011 r. interesujące badania przeprowadziła Keener¹¹, w których nawiązała do prac Collinsa, Maydewa i Weissa¹² (1997) i zbadała różnicę w „znaczeniu dla wyceny” zysku oraz kapitału własnego dla spółek w różnych branżach. Również w tym samym roku Götttsche i Schauer¹³ przeprowadzili badania dla spółek na rynku europejskim, bazując na modelu Ohlsona¹⁴. Znaczenie dla wyceny różniło się w poszczególnych krajach, ale także w różnych sektorach przemysłu. Autorzy doszli do wniosku, że należy różnicować standardy rachunkowości w zależności od branży.

Badania w nurcie „znaczenia dla wyceny” prowadzone są również na polskim rynku. Górnik-Tomaszewski i Jermakowicz¹⁵ (2001) bazowali na modelu Edwardsa–Bella–Ohlsona (EBO) i pokazali istotność związku pomiędzy zyskiem a opóźnioną wartością rynkową kapitałów własnych. Witkowska¹⁶ sprawdziła, czy dane fundamen-

¹⁰ Por. L.A. Beisland, *A review...*, op.cit.

¹¹ M.H. Keener, *The relative value relevance of earnings and book value across industries*, „Journal of Finance and Accountancy” 2011, 6, <http://www.aabricom/jfahtml>.

¹² D.W. Collins, E. Maydew, I.S. Weiss, *Changes...*, op.cit.

¹³ M. Götttsche, M. Schauer, *The value relevance of accounting figures in the European market reconsidered*, European Accounting Association (EAA), 34th Annual Congress, Rome 20–22 April 2011.

¹⁴ J.A. Ohlson, *Earnings, book values, and dividends in equity valuation*, Contemporary Accounting Research 1995, 11, 661–687.

¹⁵ S. Górnik-Tomaszewski, E.K. Jermakowicz, *Accounting-based valuation of Polish listed companies*, „Journal of International Financial Management and Accounting” 2001, 12, 50–74.

¹⁶ M. Witkowska, *Fundamentals and stock returns on the Warsaw Stock Exchange. The application of panel data models*, Warsaw School of Economics, Department of Applied Econometrics Working Paper 2006, 4–06.

talne mogą być predyktywne dla zmiany cen akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. (GPW), wykorzystując do budowy modeli zmienne stosowane przez Leva i Thiagarajana¹⁷, Abarbanella i Bushee¹⁸, Piotroskiego¹⁹ i Mohanrama²⁰. Analiza potwierdziła statystyczną istotność kilku zmiennych, jednakże dopasowanie modeli było niskie. Na polskim rynku Dobija i Klimczak²¹ badali „znaczenie dla wyceny” zysku księgowego dla spółek notowanych na GPW w latach od 1997 do 2008. Pokazali oni, że jest on istotny, ale siła tego związku nie poprawiała się w czasie.

Bazując na dotychczasowych wynikach badań „znaczenia dla wyceny” na polskim rynku, niniejsze badanie szuka odpowiedzi na pytanie, jakie inne czynniki finansowe oparte na rocznych i kwartalnych raportach finansowych mają związek z cenami akcji spółek notowanych na GPW. Porównano również „znaczenie dla wyceny” obu typów raportów.

3. Hipoteza badawcza

Raporty roczne zawierające zaudytowane sprawozdania finansowe objaśniają obserwowane ceny akcji znacząco lepiej niż nieaudytowane dane kwartalne.

4. Metody weryfikacji hipotezy

Podobnie jak w badaniu Kubik-Kwiatkowskiej²², analiza została podzielona na pięć etapów (tabela 1). Etap pierwszy poświęcony jest analizie bazy danych i wyborowi spółek, których dane posłużą do modelowania. Etap drugi ma na celu konstrukcję modelu w taki sposób, aby jak najefektywniej wykorzystać dostępną informację, ale jednocześnie ustrzec się problemów współliniowości zmiennych objaśniających.

¹⁷ B. Lev, R. Thiagarajan, *Fundamental information analysis*, „Journal of Accounting Research” 1993, 31, 190–215.

¹⁸ J.S. Abarbanell, B. Bushee, *Fundamental analysis, future earnings, and stock prices*, „Journal of Accounting Research” 1997, 35, 1–24.

¹⁹ J.D. Piotroski, *Value Investing: the use of historical financial statement information to separate winners from losers*, „Journal of Accounting Research” 2000, 38, Supplement.

²⁰ P. Mohanram, *Separating winners from losers among low book-to-market stocks using financial statement analysis*, Columbia Business School Working Paper 2004.

²¹ D. Dobija, K.M. Klimczak, *Development of accounting in Poland: market efficiency and the value relevance of reported earnings*, International Journal of Accounting, 2010, 45, 356–374.

²² M. Kubik-Kwiatkowska, *Value relevance of financial reporting on the Warsaw Stock Exchange*, Warsaw School of Economics, Department of Applied Econometrics Working Paper 2012, 1–12.

W trzecim etapie model jest konstruowany, a w czwartym szacowany oraz walidowany. W ostatnim etapie zostanie zbudowana strategia inwestycyjna na podstawie wyników modeli.

Tabela 1. Procedura analizy

Wybór spółek do analizy z bazy danych Notoria Serwis S.A.	Etap I
Losowy wybór spółek do budowy modelu i do walidacji	
Analiza danych przy zastosowaniu metod czynnikowych, wybór zmiennych objaśniających	Etap II
Wybór formuły modelu	
Konstrukcja zmiennej objaśnianej i wariantów modeli	Etap III
Selekcja zmiennych do modelu regresji	
Szacowanie modeli i ich walidacja	Etap IV
Konstrukcja strategii inwestycyjnej na podstawie modelu	Etap V

Baza danych. Do budowy modelu posłużyły dane finansowe spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. zebrane przez Notoria Serwis S.A. w czerwcu 2011 r. Ze względu na potrzebę wykorzystywania spójnych danych instytucje finansowe nie zostały objęte analizą, gdyż podlegają one odmiennemu formatowi raportowania. Badanie obejmowało:

- skonsolidowane, zaudytowane roczne raporty 440 spółek notowanych na giełdzie w latach od 2000 do 2010 (11 lat), których szereg czasowy raportów nie miał luk spowodowanych brakiem danych dłuższych niż jeden rok,
- skonsolidowane kwartalne raporty 364 spółek notowanych na giełdzie w latach od pierwszego kwartału roku 2001 do drugiego kwartału roku 2011 (42 kwartały), których szereg czasowy raportów nie miał dłuższych przerw spowodowanych brakiem danych niż jeden kwartał.

Pomimo tego ograniczenia baza danych miała dużą ilość brakujących danych, gdyż spółki często nie publikowały pełnych raportów finansowych. Nie najlepsza jakość bazy danych miała istotny wpływ na wybór metody modelowania.

Wyjściowe tabele bazy danych obejmowały:

- 440 pozycji w wierszach (odpowiadających spółkom i okresom raportowania) oraz 204 w kolumnach (odpowiadających poszczególnym danym finansowym) w badaniu opartym na raportach rocznych,
- 364×42 pozycji w wierszach i 204 w kolumnach w badaniu opartym na raportach kwartalnych.

Zawierały one następujące raporty: bilans, rachunek zysków i strat oraz rachunek przepływu środków pieniężnych (bez obliczonych współczynników finansowych).

Populacje²³ zostały losowo podzielone na próby uczące (*training*) i próby testowe (*holdout*), których dane posłużyły do walidacji modelu (tabele 2 i 3). W badaniu znaczenia dla wyceny raportów rocznych modele były szacowane na podstawie raportów spółek publikowanych przed kryzysem finansowym w 2007 r. (próba TY1 w tabeli 2). Pozostałe próby (TY2, HY1 oraz HY2) zostały wykorzystane do oceny modeli. W badaniu opartym na raportach kwartalnych modele estymowano na próbie TQ1 z tabeli 3, zawierającej raporty za okres od pierwszego kwartału 2001 r. do trzeciego kwartału 2009 r. Próby TQ2, HQ1 oraz HQ2 posłużyły do oceny modeli.

Tabela 2. Badanie oparte na raportach rocznych – podział populacji

Próba	Liczba spółek	Okres
TY1	342	2000–2006
TY2	342	2007–2010
HY1	98	2000–2006
HY2	98	2007–2010

Tabela 3. Badanie oparte na raportach kwartalnych – podział populacji

Próba	Liczba spółek	Okres
TQ1	314	Q1 2001 – Q3 2009
TQ2	314	Q4 2009 – Q2 2011
HQ1	50	Q1 2001 – Q3 2009
HQ2	50	Q4 2009 – Q2 2011

Analiza danych i wybór kluczowych czynników określających różnice pomiędzy spółkami. Baza danych Notorii Serwis S.A. (bilans, rachunek przepływu środków pieniężnych oraz rachunek zysków i strat) ma 204 różne kategorie danych finansowych. W raportach finansowych wiele kategorii jest ze sobą powiązanych, gdyż zawierają one pozycje szczegółowe i ich podsumowania. Z tego należy wnioskować, że prawdziwa liczba zmiennych nieskorelowanych jest znacząco mniejsza niż 204.

²³ Na podstawie M. Gruszczyńskiego (*Empiryczne finanse przedsiębiorstw – mikroekonometria finansowa*, Difin, Warszawa 2012) badanie oparte na bazie danych Notorii jest badaniem pełnym, gdyż obejmuje wszystkie niefinansowe spółki notowane na Giełdzie. Dysponujemy zatem całą populacją. Gruszczyński uczula na różnice w interpretacji wyników modelowania w przypadku, gdy model estymowany jest na próbie oraz gdy oparty jest na całej populacji. Możemy jednak przyjąć, że zabieg losowego podziału próby na próbę uczącą i testową pozwala nam na wnioskowanie statystyczne odpowiednie dla modeli estymowanych na próbach.

Jednym ze sposobów redukcji wymiarowości jest ekspercki wybór odpowiednich kategorii do modelowania – metodę tę zastosowali Lev i Thiagarajan²⁴ oraz Witkowska²⁵. Krok ten jednakże wiąże się z nieuchronną utratą informacji, a także z ryzykiem błędnego wyboru zmiennych objaśniających. Z tego powodu do analizy kluczowych czynników posłużyła analiza głównych składowych (*Principal Component Analysis, PCA*). Do obliczeń została wykorzystana wersja Promax w pakiecie ekonometrycznym Stata11. Jest to jedna z metod czynnikowych używanych do zmniejszania rozmiaru zbioru danych statystycznych. Aleksander²⁶ oceniła, że PCA jest obecnie najbardziej popularną wśród technik redukcji wymiarowości w zastosowaniach do zagadnień finansowych oraz zarządzania ryzykiem.

W trakcie badań okazało się, że PCA zastosowane do jednego okresu nie daje interpretowalnych rezultatów. Z tego powodu, podobnie jak w badaniu Ammanna, Oescha i Schmida²⁷, analiza PCA została zastosowana na całej próbie uczącej z pominięciem czynnika czasowego.

Zastosowanie PCA do źródłowych raportów dla próby uczącej i w okresie uczącym wykazało objaśnienie przeważającej części wariacji danych przez wartość aktywów. W celu uniknięcia nadmiernego dopasowania modelu do dużych spółek i heteroskedastyczności dane finansowe zostały przeskalowane (podzielone przez wartość aktywów). W rezultacie wykonanej ponownie analizy PCA Promax, do dalszych kroków w procesie budowy modelu zostało wybranych 17 czynników w badaniu opartym na raportach rocznych i 19 czynników w badaniu opartym na raportach kwartalnych.

Konstrukcja zmiennej objaśnianej. W literaturze nurtu „znaczenia dla wyceny” najczęściej analizuje się zmienną objaśnianą, którą jest cena akcji. W przypadku budowy niniejszego modelu analiza cen nie wydaje się dobrym rozwiązaniem. Wynika to głównie z faktu, że ze względu na strukturę bazy danych raportów dane finansowe zostały przeskalowane (podzielone przez wartość aktywów). W nurcie „znaczenia dla wyceny” powszechnie wykorzystuje się również stosunek ceny akcji do wartości księgowej na akcję (P/BVS)²⁸. Po pomnożeniu tej wielkości przez liczbę akcji uzyskuje się stosunek kapitalizacji do wartości księgowej. Aby zmienna objaśniana

²⁴ B. Lev, R. Thiagarajan, *Fundamental information...*, op.cit.

²⁵ M. Witkowska, *Fundamentals and stock returns...*, op.cit.

²⁶ C. Alexander, *Market risk analysis volume I, Quantitative methods in finance*, John Wiley & Sons Ltd, England 2008, 64–67.

²⁷ M. Ammann, D. Oesch, M.M. Schmid, *Corporate governance and firm value: International evidence*, „Journal of Empirical Finance” 2011, 18, 36–55.

²⁸ Por. badanie Dechowa, Huttona i Sloan; P. Dechow, A. Hutton, R. Sloan, *An Empirical Assessment of the Residual Income Valuation Model*, „Journal of Accounting and Economics” 1999, 26, 1–34.

miała podobny charakter i jednocześnie opowiadała zabiegowi zastosowanemu do zmiennych objaśniających (podzielonych/skalowanych przez wielkość aktywów), zmienną objaśnianą zdefiniowałam jako stosunek kapitalizacji do wartości aktywów (**wycena skalowana**). Odpowiadające tej definicji modele są dalej oznaczane jako warianty modelu 1.

Obok czynników finansowych istotny może być również związek koniunktury na Giełdzie i cen akcji. W granicznym przypadku przejawia się w ten sposób, że ceny akcji rosną lub spadają bez względu na informacje z publikowanych raportów. Przeprowadzone przeze mnie badania zostały wykonane również dla zmiennej objaśnianej przeskalowanej wartością indeksu WIG (**wycena skalowana z korektą rynkową**). Opowiadające tej definicji modele są dalej oznaczane jako warianty modelu 2.

Zgodnie z poczynionymi uwagami przyjęta do badań **zmienna objaśniana** jest opisana wzorem:

$$y_{i,t} = \frac{(\text{Kapitalizacja spółki}_{i,t})}{(\text{Wartość aktywów}_{i,t} * \varphi_t)} \quad [3]$$

gdzie:

$$\varphi_t = \begin{cases} 1 & \text{w wariantcie 1} & (\text{wycena skalowana}) \\ WIG_t & \text{w wariantcie 2} & (\text{wy cna skalowana z korektą rynkową}) \end{cases}$$

$i = 1, 2, \dots, 440, t = 1, 2, \dots, 11$ w badaniu opartym na raportach rocznych;

$i = 1, 2, \dots, 364, t = 1, 2, \dots, 42$ w badaniu opartym na raportach kwartalnych.

Ceny akcji zostały uzyskane ze strony Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. o nazwie GPW Info Strefa²⁹.

Istotne jest również ustalenie opóźnienia zmiennej objaśnianej w stosunku do zakończenia okresu sprawozdawczego. Rozporządzenie Ministra Finansów w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim z dnia 19.02.2009 r. ustala terminy przekazywania raportów bieżących i okresowych. Par. 101 pkt 9 określa, że skonsolidowane raporty roczne przekazuje się nie później niż cztery miesiące od dnia zakończenia roku obrotowego, którego one dotyczą³⁰. W przypadku spółek notowanych na platformie New Connect, regulowanej „Regulaminem Alternatyw-

²⁹ <http://www.gpwinfo.strefa.pl/>, 22.08.2012.

³⁰ Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19.02.2009 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim w §91 pkt 3 wyjaśnia, że raport roczny musi zawierać roczne sprawozdanie finansowe, sporządzone

nego Systemu Obrotu”, ten termin jest przedłużony do sześciu miesięcy³¹. Natomiast § 101 w pkt. 1 i 3 rozporządzenia stanowi, że skonsolidowane raporty kwartalne powinny być udostępniane nie później niż 45. dnia od dnia zakończenia kwartału, za wyjątkiem ostatniego kwartału roku obrotowego, kiedy termin publikacji nie może przekraczać 60 dni. Zasady platformy New Connect podtrzymują termin 45 dni³².

Raporty spółek mogą mieć związek z cenami akcji przez pewien czas po ich publikacji – aż do momentu, gdy rynek będzie już oczekiwał publikacji następnych raportów. Klimczak i Szafranski³³ wyjaśnili, że w większości analiz „znaczenia dla wyceny” przyjęte w estymacji modeli opóźnienie wynosi od dwóch do trzech miesięcy po zakończeniu okresu sprawozdawczego. Nie można jednak z góry przewidzieć, jak szybka jest reakcja rynku na informacje o danych finansowych zawarte w raportach. Z tego powodu zostały sprawdzone następujące warianty opóźnienia zmiennej objaśnianej:

- dla raportów rocznych:
 - zmienna objaśniana po 75, 90, 105, 120, 150 i 180 dniach od końca roku rozliczeniowego, za który spółka publikowała dane,
 - 30-dniowa średnia zmiennej objaśnianej obliczona po 45 i 60 dniach od końca roku rozliczeniowego, za który spółka publikowała dane,
 - 60-dniowa średnia zmiennej objaśnianej obliczona po 45 i 60 dniach od końca roku rozliczeniowego, za który spółka publikowała dane;
- dla raportów kwartalnych:
 - zmienna objaśniana po 45, 60, 75, 90, 105, 120 dniach od końca kwartału, za który spółka publikowała dane,
 - 30-dniowa średnia zmiennej objaśnianej obliczona po 45 i 60 dniach od końca kwartału, za który spółka publikowała dane,
 - 60-dniowa średnia zmiennej objaśnianej obliczona po 45 i 60 dniach od końca kwartału, za który spółka publikowała dane.

Struktura modelu. Formalnie ogólna postać panelowych modeli związku danych finansowych z cenami akcji jest następująca:

zgodnie z obowiązującymi zasadami rachunkowości i zbadane przez podmiot uprawniony do badania sprawozdań finansowych.

³¹ Por. „Regulamin Alternatywnego Systemu Obrotu” platformy New Connect, załącznik nr 3 w § 6 pkt 11; źródło: http://newconnect.pl/index.php?page=regulacje_prawne, 22.08.2012.

³² Por. § 6 pkt 9 w załączniku nr 3 „Regulaminu Alternatywnego Systemu Obrotu” platformy New Connect.

³³ K.M. Klimczak, G. Szafranski, *Divergent Patterns of Value Relevance*, The FindEcon Monograph Series: Advances in Financial Market Analysis, 2012, nr 10.

$$y_{i,t} = \alpha + \mathbf{X}_{i,t}\boldsymbol{\beta} + \Delta\mathbf{X}_{i,t}\boldsymbol{\chi} + \mathbf{W}_{i,t}\boldsymbol{\theta} + \gamma s_i + \varepsilon_{i,t} \quad [4]$$

gdzie:

$y_{i,t}$ – skalowana wartość kapitalizacji spółki i w czasie t , zdefiniowana w równaniu [3]; zakres i oraz t w zależności od próby określono w tabeli 4;

Tabela 4. Podział populacji na próby

Próba	TY1	TY2	HY1	HY2
Spółki i	1, 2, ..., 342	1, 2, ..., 342	1, 2, ..., 98	1, 2, ..., 98
Okres t	1, ..., 7	8, ..., 11	1, ..., 7	8, ..., 11
Próba	TQ1	TQ2	HQ1	HQ2
Spółki i	1, 2, ..., 314	1, 2, ..., 314	1, 2, ..., 50	1, 2, ..., 50
Okres t	1, ..., 35	36, ..., 42	1, ..., 35	36, ..., 42

α i γ – stałe;

$\boldsymbol{\beta}$ – wektor ($n \times 1$), $\boldsymbol{\chi}$ – wektor ($n \times 1$), $\boldsymbol{\theta}$ – wektor ($w \times 1$);

$\varepsilon_{i,t}$ – składnik losowy w czasie t , którego wartość oczekiwana $E(\varepsilon_{i,t}) = 0$;

$\mathbf{X}_{i,t}$ – proces n -wymiarowy, odpowiadający czynnikom finansowym związanym z ceną akcji spółki i w czasie t . Wektor $\mathbf{X}_{i,t}$ ($1 \times n$) nie jest obserwowany bezpośrednio, lecz za pomocą zmiennych $\mathbf{Z}_{i,t}$. Wektor $\mathbf{Z}_{i,t}$ (1×204) jest wierszem w wyjściowej macierzy skalowanych danych raportów finansowych dla próby uczącej i w okresie uczącym o wymiarach $(342 \times 7) \times 204$ w badaniu opartym na raportach rocznych (próba TY1 w tabeli 2) oraz $(314 \times 35) \times 204$ w badaniu opartym na raportach kwartalnych (próba TQ1 w tabeli 3). Związek wektorów $\mathbf{X}_{i,t}$ oraz $\mathbf{Z}_{i,t}$ opisuje zależność: $\mathbf{X}_{i,t} = \mathbf{Z}_{i,t} \mathbf{A}$, gdzie \mathbf{A} jest macierzą o wymiarach $(204 \times n)$, $n < 204$. Macierz \mathbf{A} jest wynikiem analizy głównych składowych (PCA);

$\Delta\mathbf{X}_{i,t}$ – wektor ($1 \times n$) roczne lub kwartalne przyrosty $\mathbf{X}_{i,t}$; $\mathbf{W}_{i,t}$ – wektor w -wymiarowy ($1 \times w$), odpowiadający czynnikom finansowym związanym z ceną akcji spółki i w czasie t dodanym do modelu arbitralnie na podstawie modeli teoretycznych lub na zasadzie eksperckiej (np. wartość kapitału, zatrudnienie oraz dywidenda);

s_i – zmienna objaśniająca nazwana sektorem. Dla danej spółki przyjmuje średnią wartość miary wartości spółek w danym sektorze obliczonej na próbie uczącej i w czasie uczącym (TY1 lub TQ1). Zatem jeżeli k oznacza sektor, gdzie $k = 1, 2, \dots, 46$ (Notoria Serwis S.A. wyróżnia 46 sektorów), S_k , zbiór spółek należących do sektora k , a n_k liczebność obserwacji spółek na sektorze k na próbie uczącej i w czasie uczącym, to średnia wartość miary wartości spółek w danym sektorze w_k wynosi w badaniu opartym na raportach rocznych:

$$w_k = \frac{1}{n_k} \sum_{\tau=1}^7 \sum_{j \in S_k} y_{j,\tau} \quad [5]$$

oraz w badaniu opartym na raportach kwartalnych:

$$w_k = \frac{1}{n_k} \sum_{\tau=1}^{35} \sum_{j \in S_k} y_{j,\tau} \quad [6]$$

Jeżeli $i \in S_k$, to $s_i = w_k$. [7]

Modele zostały oszacowane na próbach uczących w okresach uczących, tzn. na próbach TY1 i TQ1. Podstawą wstępnej selekcji zmiennych objaśniających było sprawdzenie indywidualnych korelacji ze zmienną objaśnianą i wzięcie pod uwagę tych zmiennych, dla których ta korelacja była statystycznie istotna. Następnie dla każdego z wariantów modeli stosowano selekcję wsteczną.

5. Uzyskane rezultaty

W badaniu opartym na raportach rocznych, siedem słabo skorelowanych czynników finansowych miało istotne znaczenie dla wyceny we wszystkich wariantach modeli (tzn. w modelu 1., 2. oraz 2. ze zmienną „sektor”). Dodatni związek z wartością spółek miały czynniki związane z zyskowością przedsiębiorstwa (zysk netto oraz zysk brutto ze sprzedaży), wartość podatku, środki płynne oraz kapitał własny raportowany w bilansie. Zatem podstawowe czynniki w modelu Ohlsona, czyli zysk oraz kapitał księgowy, były istotne. Z drugiej strony, wielkość spółki (określona przez logarytm z wartości aktywów) oraz obroty sprzedanymi produktami, towarami i materiałami były ujemnie związane w wyceną przedsiębiorstwa.

Podsumowując: zostało wykazane, że informacje z rocznych raportów finansowych mają związek z cenami akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Szczegółowa lista istotnych czynników finansowych w badaniu opartym na raportach rocznych przedstawiona jest w tabeli 5. Na uwagę zasługuje fakt, że nie udało się potwierdzić związku pomiędzy miarą wartości spółki a wartością dywidendy i stopą jej wzrostu.

W tabeli 6 przedstawiono zestawienie istotnych czynników finansowych w trzech wariantach badania opartego na raportach kwartalnych. Wyniki badania są mniej klarowne niż w przypadku badania bazującego na raportach rocznych. Sześć słabo skorelowanych czynników finansowych miało istotne znaczenie dla wyceny we wszyst-

kich wariantach modeli. Podobnie jak w badaniu opartym na raportach rocznych, dodatni związek z wartością spółek miał czynnik związany z zyskowością przedsiębiorstwa (średnia ruchoma zysku netto), wartość podatku oraz wartość księgowa kapitałów własnych. Zatem istotność podstawowych czynników z modelu Ohlsona, czyli zysku oraz kapitału księgowego, została potwierdzona również w tym badaniu.

Tabela 5. Podsumowanie istotnych finansowych zmiennych objaśniających w modelach 1., 2. oraz 2. ze zmienną „sektor” w badaniu opartym na rocznych raportach finansowych

Lp.	Czynnik	Model 1.	Model 2.	Model 2. ze zmienną „sektor”
1	Zysk netto	√	√	√
2	Zysk brutto ze sprzedaży	√	√	√
3	Wartość podatku dochodowego	√	√	√
4	Środki płynne	√	√	√
5	Wartość kapitału własnego	√	√	√
6	Logarytm z wartości aktywów	√	√	√
7	Obroty sprzedanymi produktami, towarami i materiałami	√	√	√
8	Przepływy netto środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej		√	√
9	Zatrudnienie	√		
10	Roczny przyrost logarytmu z wartości aktywów	√		
11	Roczny przyrost przepływów netto środków pieniężnych z działalności inwestycyjnej			√

Podobnie jak w badaniu bazującym na raportach rocznych, ujemny związek z wartością spółek miała ich wielkość (określona przez logarytm z wartości aktywów lub jej średnią ruchomą). W badaniu bazującym na raportach kwartalnych również istotne były czynniki o następującej konstrukcji: „Roczny przyrost wartości aktywów trwałych pomniejszonych o wartość aktywów obrotowych” oraz „Kapitał zakładowy i zapasowy minus zysk (strata) z lat ubiegłych”. Czynniki te są trudniejsze w interpretacji, co jest związane z faktem, iż dekorelacja czynników oparta była na analizie głównych składowych. Szczegółowa lista istotnych czynników finansowych w badaniu opartym na raportach rocznych przedstawiona jest w tabeli 6.

Podsumowując, można stwierdzić, że informacje z kwartalnych raportów finansowych mają związek z cenami akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. Jednakże, podobnie jak w badaniu opartym na raportach rocz-

nych, nie udało się potwierdzić związku pomiędzy miarą wartości spółki a wartością dywidendy i stopą jej wzrostu.

Tabela 6. Podsumowanie istotnych finansowych zmiennych objaśniających w modelach 1., 2. oraz 2. ze zmienną „sektor” w badaniu opartym na kwartalnych raportach finansowych

Lp.	Czynnik	Model 1.	Model 2.	Model 2. ze zmienną „sektor”
1	Wartość kapitału własnego	√	√	√
2	Średnia ruchoma zysku netto	√	√	√
3	Średnia ruchoma podatku dochodowego	√	√	√
4	Roczny przyrost wartości aktywów trwałych pomniejszonych o wartość aktywów obrotowych	√	√	√
5	Średnia ruchoma logarytmu z wartości aktywów		√	√
6	Logarytm z wartości aktywów	√		
7	Kapitał zakładowy i zapasowy minus zysk (strata) z lat ubiegłych	√	√	
8	Średnia ruchoma: kapitału zakładowego i zapasowego minus zysk (strata) z lat ubiegłych			√
9	Krótkoterminowe aktywa finansowe plus rezerwa z tytułu odroczonego podatku dochodowego minus (zysk) strata z tytułu działalności inwestycyjnej	√	√	
10	Roczny przyrost krótkoterminowych aktywów finansowych plus rezerwy z tytułu odroczonego podatku dochodowego minus (zysk) strata z tytułu działalności inwestycyjnej	√	√	
11	Roczny przyrost wartości sumy pozostałych przychodów i kosztów operacyjnych		√	√
12	Średnia ruchoma przepływów netto środków pieniężnych z działalności finansowej		√	√
13	Średnia ruchoma wartości obrotów sprzedanymi produktami		√	√
14	Roczny przyrost wartości obrotów sprzedanymi produktami		√	√
15	Średnia ruchoma zmiany stanu środków pieniężnych	√		
16	Kwartałny przyrost logarytmu z wartości aktywów	√		
17	Zmiana stanu środków pieniężnych	√		
18	Kwartałny przyrost: kapitału zakładowego i zapasowego minus zysk (strata) z lat ubiegłych			√

Ocena i porównanie modeli

Modele zostały estymowane na próbach uczących i w okresach uczących (próby TY1 i TQ1). W okresach testowych można badać trafność prognozy *ex post*. Według Gruszczyńskiego, Kuszewskiego i Podgórskiej³⁴ jest wiele miar oceny trafności prognozy. Należą do nich: średni błąd predykcji *ex post* (*mean error*, ME), średni absolutny błąd (*mean absolute error*, MAE), średni absolutny błąd procentowy (*mean absolute percentage error*, MAPE) oraz współczynnik rozbieżności Theila. Dwie ostatnie miary pozwalają porównywać dokładność prognoz otrzymywanych z różnych modeli. Chen i Yang³⁵ oraz Hyndman i Koehler³⁶ omówili szczegółowo zastosowanie poszczególnych miar do oceny prognoz.

W przypadku niniejszych modeli „znaczenia dla wyceny” istnieje ryzyko słabego dopasowania średniego poziomu zmiennej objaśnianej – przy dobrej prognozie wzajemnych różnic wartości zmiennej objaśnianej dla poszczególnych spółek. Z tego powodu przyjęto dwie metody oceny wariantów modeli:

- 1) wartość współczynnika korelacji prognozy i zmiennej objaśnianej oraz odpowiadający jej współczynnik determinacji R^2 w regresji Mincera–Zarnowitza (1969)³⁷,
- 2) zbudowanie strategii inwestycyjnej na podstawie modelu (etap V).

Metody te są niewrażliwe na niedopasowanie średniego poziomu prognozy.

Wyniki badań, dla modeli opartych zarówno na rocznych, jak i na kwartalnych raportach finansowych, są podobne dla różnych opóźnień miary wartości spółki względem końca okresu rozliczeniowego, za który spółka publikowała dane. Dla ilustracji, poniżej zostały przedstawione i omówione wyniki dla zmiennej objaśnianej obliczonej po 90 dniach od końca okresu sprawozdawczego.

W tabeli 7 przedstawiono wartości współczynnika korelacji prognozy i zmiennej objaśnianej w badaniu opartym na raportach rocznych obliczonej po 90 dniach od końca roku rozliczeniowego. Na próbie uczącej i okresie uczącym (TY1) największą wartość współczynnika korelacji prognozy i zmiennej objaśnianej ma model 2. ze zmienną „sektor”. Wartość współczynnika korelacji prognozy i zmiennej objaśnianej

³⁴ *Ekonometria i badania operacyjne*, red. M. Gruszczyński, T. Kuszewski, M. Podgórska, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2009.

³⁵ Z. Chen, Y. Yang, *Assessing forecast accuracy measures*, Working Paper 2004, Iowa State University.

³⁶ R.J. Hyndman, A.B. Koehler, *Another look at measures of forecast accuracy*, „International Journal of Forecasting” 2006, 22 (4), 679–688.

³⁷ Jest to model regresji zmiennej objaśnianej względem prognozy tej zmiennej. W tym wypadku R^2 jest kwadratem współczynnika korelacji między zmienną objaśniającą i zmienną objaśnianą. Por. G.S. Maddala, K. Lahiri, *Introduction to Econometrics*, 4. edycja, John Wiley 2009.

na próbie uczącej i w okresie uczącym dla tego modelu wynosi około 0,60, a *Overall R²* 0,36³⁸. Dla próby uczącej w okresie testowym oraz dla próby testowej w obu okresach wartość współczynnika korelacji prognozy i zmiennej objaśnianej jest niższa i wynosi około 0,45. Warto podkreślić, że model był estymowany na próbie przed wystąpieniem kryzysu finansowego. Pomimo iż w okresie testowym nastąpiło załamanie na rynkach, dopasowanie wszystkich wariantów modeli w tym okresie jest dobre.

Tabela 7. Wartości współczynnika korelacji prognozy i zmiennej objaśnianej obliczonej po 90 dniach od końca roku rozliczeniowego – w badaniu opartym na raportach rocznych

Próba	Próba	Model 1.	Model 2.	Model 2. ze zmienną „sektor”
<i>Overall R²</i> dla TY1		0,27	0,26	0,36
Próba ucząca, okres uczący	TY1	0,48	0,48	0,60
Próba ucząca, okres testowy	TY2	0,30	0,45	0,45
Próba testowa, okres uczący	HY1	0,37	0,41	0,44
Próba testowa, okres testowy	HY2	0,27	0,46	0,49

Model 2. bez zmiennej „sektor” ma niższe wartości współczynnika korelacji prognozy i zmiennej objaśnianej, ale wyniki są podobne dla obu prób i okresów. Najniższe wartości współczynnika korelacji prognozy i zmiennej objaśnianej zostały zanotowane dla najprostszego modelu 1.

Tabela 8. Wartości współczynnika determinacji R^2 w regresji Mincera–Zarnowitza (zmienna objaśniana obliczona po 90 dniach od końca roku rozliczeniowego – w badaniu opartym na raportach rocznych)

Próba	Próba	Model 1.	Model 2.	Model 2. ze zmienną „sektor”
Próba ucząca, okres uczący	TY1	0,23	0,23	0,36
Próba ucząca, okres testowy	TY2	0,09	0,20	0,20
Próba testowa, okres uczący	HY1	0,14	0,17	0,20
Próba testowa, okres testowy	HY2	0,07	0,21	0,24

Analogiczne wnioski wynikają z tabeli 8, w której przedstawiono wartości współczynnika determinacji R^2 w regresji Mincera–Zarnowitza dla rozważanych wariantów modeli.

³⁸ Na podstawie *Ekonometria i badania...*, op.cit.: w modelach opartych na indywidualnych danych przekrojowych typowe wartości $R^2 \in (0,05; 0,40)$.

Tabela 9. Wartości współczynnika korelacji prognozy i zmiennej objaśnianej obliczonej po 90 dniach od końca kwartału, za który spółki opublikowały raporty – w badaniu opartym na raportach kwartalnych

Próba	Próba	Model 1.	Model 2.	Model 2. ze zmienną „sektor”
Overall R^2 dla TQ1		0,15	0,12	0,11
Próba ucząca, okres uczący	TQ1	0,36	0,35	0,40
Próba ucząca, okres testowy	TQ2	0,22	0,23	0,22
Próba testowa, okres uczący	HQ1	0,01	0,28	0,26
Próba testowa, okres testowy	HQ2	0,57	0,52	0,50

W tabeli 9 przedstawiono wartości współczynnika korelacji prognozy i zmiennej objaśnianej w badaniu opartym na raportach kwartalnych, obliczonej po 90 dniach od końca kwartału, za który spółki opublikowały raporty. W przypadku wszystkich wariantów modeli współczynniki korelacji prognozy i zmiennej objaśnianej oraz *Overall R^2* są niższe niż w przypadku badania opartego na raportach rocznych. Odpowiednio, w tabeli 10 przedstawiono wartości współczynnika determinacji R^2 w regresji Mincera–Zarnowitza opartej na raportach kwartalnych. Wyniki potwierdzają, że wartości współczynnika determinacji w modelach opartych na audytowanych raportach rocznych są wyższe niż w modelach opartych na raportach kwartalnych. Zatem raporty roczne zawierające zaudytowane sprawozdania finansowe objaśniły obserwowane ceny akcji znacząco lepiej niż nieaudytowane dane kwartalne, **co potwierdza hipotezę badawczą pracy.**

Tabela 10. Wartości współczynnika determinacji R^2 w regresji Mincera–Zarnowitza (zmienna objaśniana obliczona po 90 dniach od końca roku rozliczeniowego – w badaniu opartym na raportach kwartalnych)

Próba	Próba	Model 1.	Model 2.	Model 2. ze zmienną „sektor”
Próba ucząca, okres uczący	TY1	0,13	0,12	0,16
Próba ucząca, okres testowy	TY2	0,05	0,05	0,05
Próba testowa, okres uczący	HY1	0	0,07	0,07
Próba testowa, okres testowy	HY2	0,32	0,27	0,25

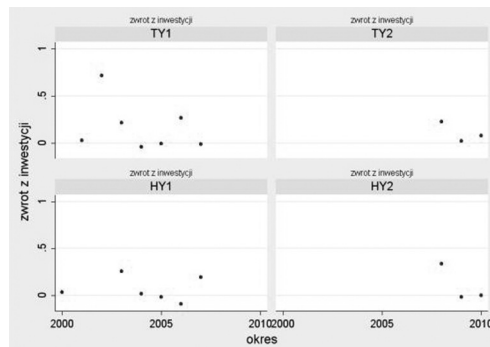
Strategia inwestycyjna. W niniejszej pracy został wykazany związek pomiędzy informacjami z raportów finansowych a wartością spółek notowanych na GPW. Potwierdzono także hipotezę, że znaczenie dla wyceny audytowanych raportów rocznych jest znacząco większe niż znaczenie dla wyceny raportów kwartalnych. Czy model oparty na audytowanych raportach rocznych jest jednak wystarczająco

dobry, aby móc na jego podstawie budować strategie inwestycyjne? W celu odpowiedzi na to pytanie, przy założeniu zerowych kosztów transakcyjnych, porównano miary ceny spółki z wyceną teoretyczną wynikającą z modelu. Następnie wybrane zostały spółki, które są niedowartościowane lub przewartościowane, ale dla których różnica pomiędzy szacunkiem wartości a faktyczną wartością nie jest zbyt duża. Spółki niedowartościowane zostały zakupione, a spółki przewartościowane sprzedane. Pozycja długa była otwierana na tę samą kwotę co krótka (strategia bezkosztowa). Po założonym z góry okresie pozycja była zamykana, tzn. zakupione wcześniej spółki zostały sprzedane, a sprzedane wcześniej spółki zakupione. Zwrot z inwestycji był obliczony jako procentowy zarobek w stosunku początkowej wartości pozycji. Wyniki badania pokazują, że modele „znaczenia dla wyceny” mogą być jednym z narzędzi budowania strategii inwestycyjnych (przykłady 1 i 2).

Przykład 1

Strategia inwestycyjna zbudowana jest na podstawie modelu z wyceną skalowaną (model 1.) opartego na raportach rocznych, dla zmiennej objaśnianej obliczonej po 90 dniach od końca roku rozliczeniowego. Na rysunku 2 przedstawiono zwroty ze strategii inwestycyjnej.

Rysunek 2. Zwroty ze strategii inwestycyjnej



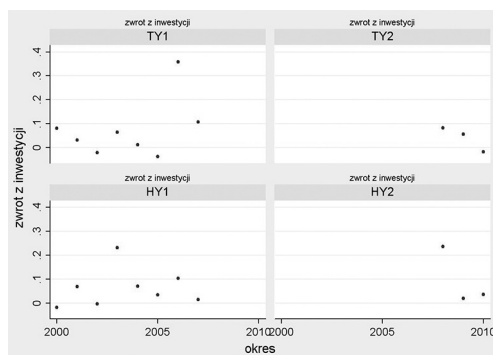
Uzyskano ponadnormatywne zwroty dla każdej z prób TY1, TY2, HY1 i HY2 przy zastosowaniu strategii inwestycyjnej opartej na tym modelu.

Przykład 2

Strategia inwestycyjna zbudowana jest na podstawie modelu 2. (wycena skalowana z korektą rynkową) opartego na raportach rocznych, dla zmiennej objaśnianej

obliczonej po 90 dniach od końca roku rozliczeniowego. Na rysunku 3 przedstawiono zwroty ze strategii inwestycyjnej.

Rysunek 3. Zwroty ze strategii inwestycyjnej



Podobnie jak w przykładzie 1, uzyskano ponadnormatywne zwroty dla każdej z prób TY1, TY2, HY1 i HY2 przy zastosowaniu strategii inwestycyjnej opartej na tym modelu.

Dla modeli opartych na raportach kwartalnych nie udało się zbudować strategii generującej ponadnormatywne zyski.

6. Podsumowanie

Nurt naukowy „znaczenia dla wyceny” szuka odpowiedzi na pytanie, czy i które informacje z raportów finansowych są istotne dla inwestorów, którzy chcą oszacować wartość przedsiębiorstwa. Bada się empiryczny związek pomiędzy zmienną zależną opartą na cenie aktywu a informacjami ze sprawozdań finansowych.

Przedstawione w artykule badanie „znaczenia dla wyceny” rocznych i kwartalnych raportów finansowych spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. w okresie od 2000 r. do pierwszej połowy 2011 r. miało na celu zidentyfikowanie czynników finansowych istotnych dla wyceny spółek oraz sprawdzenie znaczenia dla wyceny obu typów raportów.

Zarówno w badaniach bazujących na rocznych, jak i na kwartalnych sprawozdaniach finansowych, wyniki empiryczne potwierdziły dodatni związek z wyceną przedsiębiorstw miar zysku (zysk netto), podatku oraz wartości księgowej kapitałów własnych. Z drugiej strony, wielkość spółek miała ujemny związek z ich wyceną.

Badane modele, oparte na rocznych raportach finansowych, były dobrze dopasowane w porównaniu do innych modeli prezentowanych w tym samym nurcie naukowym. Ważne jest również, że ich dopasowanie było dobre w okresie testowym, którym był okres kryzysu finansowego. Dla tych modeli udało się zbudować teoretyczną strategię inwestycyjną dającą ponadnormatywne zwroty. Pomimo zastosowania podobnej procedury badawczej nie udało się uzyskać równie dobrych rezultatów, bazując na informacjach finansowych z raportów kwartalnych. Zatem wyniki badania potwierdziły hipotezę, że roczne, zaudytowane sprawozdania finansowe objaśniają obserwowane ceny akcji znacząco lepiej niż nieaudytowane dane kwartalne.

Należy jednak być ostrożnym w formułowaniu ostatecznych wniosków ze względu na to, iż modele uwzględniają wyłącznie historyczne dane finansowe, dane o zatrudnieniu oraz informacje o sektorze. Nie biorą zatem pod uwagę czynników niefinansowych oraz prognoz rozwoju spółki i sektora. Przyjmują też założenia co do stacjonarności miary ceny spółek, co jest jednak uzasadnione krótkim szeregiem czasowym. Istotną wadą jest również słaba jakość bazy raportów finansowych, która miała wiele brakujących danych.

Pomimo powyższych zastrzeżeń, na podstawie przeprowadzonych badań empirycznych można stwierdzić, że raporty roczne zawierające zaudytowane sprawozdania finansowe objaśniają obserwowane ceny akcji znacząco lepiej niż nieaudytowane dane kwartalne. Wniosek ten może być rozważony przez regulatorów, którzy ustanawiają standardy raportowania finansowego. Pytanie o użyteczność kosztownego raportowania dla inwestorów jest bowiem wciąż aktualne.

Bibliografia

1. Abarbanell J.S., Bushee B., *Fundamental analysis, future earnings, and stock prices*, „Journal of Accounting Research” 1997, 35, 1–24.
2. Alexander C., *Market risk analysis volume I, Quantitative methods in finance*, John Wiley & Sons Ltd, England 2008, 64–67.
3. Ammann M., Oesch D., Schmid M.M., *Corporate governance and firm value: International evidence*, „Journal of Empirical Finance” 2011, 18, 36–55.
4. Ball R., Brown P., *An empirical evaluation of accounting income numbers*, „Journal of Accounting Research” 1968, 6, 159–177.
5. Beaver W.H., *Perspectives on recent capital market research*, *The Accounting Review* 2002, 77, 453–74.
6. Beisland L.A., *A review of the value relevance literature*, „The Open Business Journal” 2009, 2, 7–27.

7. Chen Z., Yang Y., *Assessing forecast accuracy measures*, Working Paper 2004, Iowa State University.
8. Collins D.W., Maydew E., Weiss I.S., *Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years*, „Journal of Accounting and Economics” 1997, 24, 39–67.
9. Dechow P., Hutton A., Sloan R., *An Empirical Assessment of the Residual Income Valuation Model*, „Journal of Accounting and Economics” 1999, 26, 1–34.
10. Dobija D., Klimczak K.M., *Development of accounting in Poland: market efficiency and the value relevance of reported earnings*, „International Journal of Accounting”, 2010, 45, 356–374.
11. *Ekonometria i badania operacyjne*, red. M. Gruszczyński, T. Kuszewski, M. Podgórska, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2009.
12. Götttsche M., Schauer M., *The value relevance of accounting figures in the European market reconsidered*, European Accounting Association (EAA), 34th Annual Congress, Rome 20–22 April 2011.
13. Gornik-Tomaszewski S., Jermakowicz E.K., *Accounting-based valuation of Polish listed companies*, „Journal of International Financial Management and Accounting” 2001, 12, 50–74.
14. Greene W.H., *Econometric analysis*, wyd. 7, Prentice Hall 2011.
15. Gruszczyński M., *Empiryczne finanse przedsiębiorstw – mikroekonometria finansowa*, Difin, Warszawa 2012.
16. Hyndman R.J., Koehler A.B., *Another look at measures of forecast accuracy*, „International Journal of Forecasting” 2006, 22 (4), 679–688.
17. Joliffe I.T., *Principal component analysis*, wyd. 2, Springer 2002.
18. Klimczak K.M., *Znaczenie zysków księgowych dla bieżącej wyceny akcji spółek giełdowych w Polsce*, System rachunkowości w nurcie wyzwań XXI wieku, ODDK, 2008, 245–251.
19. Klimczak K.M., Szafrąński G., *Divergent Patterns of Value Relevance*, The FindEcon Monograph Series: Advances in Financial Market Analysis, 2012, nr 10.
20. Kothari S.P., *Capital markets research in accounting*, „Journal of Accounting and Economics” 2001, 31, 105–231.
21. Keener M.H., *The relative value relevance of earnings and book value across industries*, „Journal of Finance and Accountancy” 2011, 6, <http://www.aabricom/jfahtml>.
22. Kubik-Kwiatkowska M., *Value relevance of financial reporting on the Warsaw Stock Exchange*, Warsaw School of Economics, Department of Applied Econometrics Working Paper 2012, 1–12.

23. Lev B., Thiagarajan R, *Fundamental information analysis*, „Journal of Accounting Research” 1993, 31, 190–215.
24. Maddala G.S., Lahiri K., *Introduction to Econometrics*, 4. edycja, John Wiley 2009.
25. Mincer J.A., Zarnowitz V., *The Evaluation of Economic Forecasts*, Economic Forecasts and Expectations 1969, NBER.
26. Mohanram P., *Separating winners from losers among low book-to-market stocks using financial statement analysis*, Columbia Business School Working Paper 2004.
27. Ohlson J.A., *Earnings, book values, and dividends in equity valuation*, Contemporary Accounting Research 1995, 11, 661–687.
28. Osińska M., *Ekonometria finansowa*, 2006, PWE, Warszawa.
29. Ostaszewski J., Cikirko T., Kreczmańska-Gigol K., Russel P., *Finanse spółki akcyjnej*, wyd. 3, Difin, Warszawa 2009.
30. Piotroski J.D., *Value Investing: the use of historical financial statement information to separate winners from losers*, „Journal of Accounting Research” 2000, 38, Supplement.
31. Witkowska M., *Fundamentals and stock returns on the Warsaw Stock Exchange. The application of panel data models*, Warsaw School of Economics, Department of Applied Econometrics Working Paper 2006, 4–06.

Inwestowanie społecznie nieodpowiedzialne – *When it's good, it's very very good. When it's bad, it's better*¹

1. Wprowadzenie

Czy przedsiębiorstwo, czyniąc dobro, może osiągnąć sukces finansowy?² To pytanie zadają sobie coraz liczniejsi badacze³ inwestycji społecznie odpowiedzialnych. Niejako pod prąd głównego nurtu rozważań płyną zwolennicy⁴ koncepcji inwestowania społecznie nieodpowiedzialnego. Czy postępując nieetycznie, osiąga się zawsze ponadprzeciętne zyski?

Celem niniejszego opracowania jest wskazanie nowego trendu inwestycyjnego, jakim są inwestycje społecznie nieodpowiedzialne. Kolejne części artykułu poświęcone są definicji „grzesznej” inwestycji, jej charakterystyce ze szczególnym uwzględnieniem struktury geograficznej, charakterystyce „nieetycznego inwestora” i wreszcie efektywności tego typu inwestycji.

¹ Slogan promujący *Vice Fund*.

² Sukces finansowy mierzony stopą zwrotu z zainwestowanego kapitału względem określonego benchmarku.

³ M.in. A. Domini, *Socially Responsible Investing, Making a Difference and Making Money*, Dearborn Trade, Chicago 2001, R. Sparkes, *Socially Responsible Investment, A Global Revolution*, John Wiley & Sons Ltd., Chichester 2002. Patrz także zestawienie badań nad ESG w: W. Rogowski, A. Ulianiuk, *Społecznie odpowiedzialne inwestowanie (SRI) – próba charakterystyki*, część III: *Efektywność inwestycji społecznie odpowiedzialnych (SRI)*, Zeszyt Naukowy KZiF Nr 114, s. 67–69.

⁴ M.in. D. Ahrens, *Investing in Vice: The Recession – Proof Portfolio of Booze, Bets, Bombs, and Butts*, St. Martin's Press, New York 2004.

2. Od inwestycji społecznie odpowiedzialnych do inwestycji społecznie nieodpowiedzialnych

Coraz częściej w dyskusjach naukowych wskazuje się na fakt, że przy budowaniu portfela inwestycyjnego bierze się pod uwagę różne kryteria, nie tylko *stricte* ekonomiczne. Przykładem takiego zachowania są coraz bardziej popularne inwestycje społecznie odpowiedzialne. Stawia się zatem pytanie o efektywność portfela zbudowanego na podstawie inwestycji odpowiedzialnych.

Trzy możliwe hipotezy dotyczące tak skonstruowanego portfela przedstawia M. Stathan, wymieniając możliwe przyczyny takiego stanu rzeczy. Pierwszą określa mianem *doing good but not well*. Bazuje ona na założeniu, że oczekiwana stopa zwrotu z akcji firm społecznie odpowiedzialnych jest niższa niż z akcji „konwencjonalnych”. Stathan wskazuje, że hipoteza ta okazuje się prawdziwa szczególnie w przypadku tzw. negatywnego screeningu⁵. Inwestorzy, którzy wyeliminowali z portfela firmy powiązane z alkoholem/tytoniem/hazardem/bronią/energią nuklearną uzyskali niekorzystną (niższą niż benchmark) stopę zwrotu w porównaniu z „konwencjonalnymi” inwestycjami. Przyczyn upatruje się w kosztach generowanych przez społeczną postawę firmy, które to koszty nie znajdują odzwierciedlenia w wyższych zyskach danej firmy⁶. Działalność społeczna nie przynosi więc ekonomicznej wartości dodanej.

Drugą prezentowaną hipotezą jest *doing good while doing well*, która opiera się na stwierdzeniu, że inwestycje oparte na czynnikach ESG (*environment* – środowisko, *society* – społeczność, *governance* – ład korporacyjny) osiągają statystycznie wyższe stopy zwrotu niż konwencjonalne inwestycje. Statman stwierdza, że taka sytuacja jest charakterystyczna w szczególności dla metody pozytywnego screeningu⁷.

Trzecia hipoteza *no effect* stanowi wypadkową dwóch pozostałych i głosi, że nie ma statystycznej różnicy między inwestycjami SRI⁸ a tradycyjnymi inwestycjami.

Mimo że przeprowadzono wiele badań nad efektywnością SRI, nie udało się w sposób jednoznaczny znaleźć odpowiedzi, czy są one metodą na ponadprzeciętne zyski (rysunek 1).

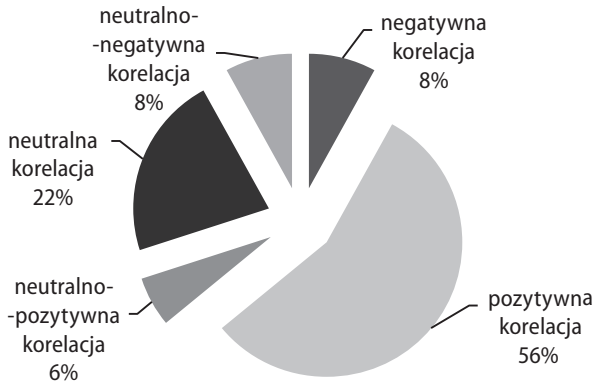
⁵ Screening negatywny polega na unikaniu inwestowania w firmy, sektory lub kraje, których działalność ze względu na przyjęte kryterium uznawana jest za wątpliwą moralnie.

⁶ M. Stathan, D. Glushkov, *The wages of social responsibility*, Working Paper 2008.

⁷ Metoda doboru do koszyka inwestycyjnego takich przedsiębiorstw, które są społecznie odpowiedzialne, tj. które wykazują zaangażowanie w włączanie czynników ESG w swoją działalność.

⁸ *Socially responsible investing* – inwestowanie społecznie odpowiedzialne.

Rysunek 1. Wyniki badań przedstawiające zależności między czynnikami ESG a uzyskaną stopą zwrotu z portfela



Źródło: W. Rogowski, A. Ulianiuk, *Spółecznie odpowiedzialne inwestowanie (SRI) – próba charakterystyki*, cz. III: *Efektywność inwestycji społecznie odpowiedzialnych (SRI)*, Zeszyt Naukowy KZiF Nr 114, s. 66.

Czy wyniki finansowe⁹ są skorelowane pozytywnie czy negatywnie ze społeczną odpowiedzialnością przedsiębiorstwa? Na to pytanie trudno jest odpowiedzieć, zważywszy chociażby na fakt, że liczne studia i badania empiryczne na ten temat nie dają jednoznacznego rozstrzygnięcia. Jedne dowodzą zależności pozytywnej, inne zaś negatywnej.

Na tym tle szczególnie ciekawe wydają się rozważania przedstawione przez M.L. Bernetta i R.M. Salomona¹⁰, którzy badali zależność efektywności inwestycji SRI od intensywności¹¹ przeprowadzonego screeningu.

Warto zauważyć, że to właśnie screening jest najpopularniejszą metodą doboru inwestycji SRI, choć, oczywiście, nie jedyną. Jak podaje Social Investment Forum, w roku 2010 inwestycje typu SRI w Stanach Zjednoczonych dokonane metodą screeningu stanowiły 62%¹² wszystkich SRI, wzięwszy pod uwagę wartość dokonanych inwestycji. W Europie, jak podaje Europejskie Forum ds. Inwestycji Społecznie Odpowiedzialnych (EUROSIF), odsetek inwestycji SRI dokonanych z wykorzystaniem

⁹ Wynik finansowy dla inwestora rozumiany jako zwrot z portfela inwestycyjnego.

¹⁰ Przykładowe badania stwierdzające negatywną i pozytywną zależność przywołują: M.L. Barnett, R.M. Salomon, *Beyond dichotomy: the curvilinear relationship between social responsibility and financial performance*, „Strategic Management Journal” 2006, no. 27, s. 1101–1122.

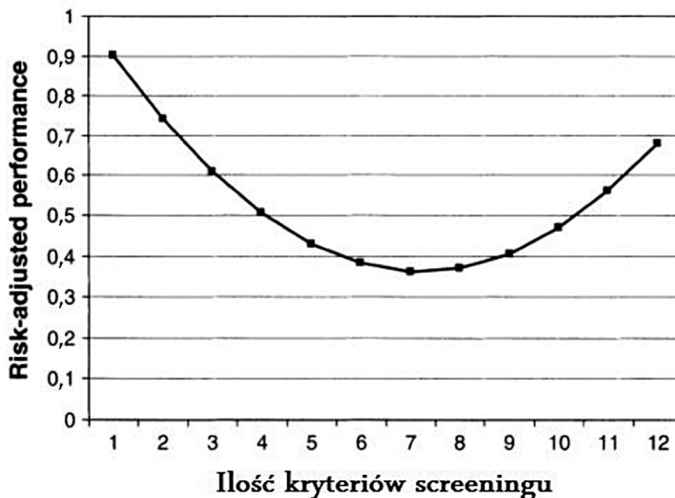
¹¹ Intensywność rozumiana jest jako liczba zastosowanych kryteriów screeningu.

¹² *Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States*, Social Investment Forum, Washington 2010, s. 10.

screeningu wyniósł w roku 2011 ok. 56%, w Polsce natomiast screening negatywny w znaczny sposób dominował na rynku SRI i wynosił 97%¹³.

M.L. Barnett i R.M. Salomon wyróżnili 12 potencjalnych kryteriów screeningowych zarówno pozytywnych, jak i negatywnych, jakimi mogą kierować się inwestorzy. Są to: alkohol, tytoń, hazard, broń/obrona, testowanie na zwierzętach, jakość produktu/usługi, środowisko, prawa człowieka, relacje pracownicze, równouprawnienie pracowników, inwestowanie społeczne, relacje społeczne (rysunek 2).

Rysunek 2. U-kształtna zależność między intensywnością dokonywanego screeningu a efektywnością inwestycji



Źródło: M.L. Barnett, R.M. Salomon, *Beyond dichotomy: the curvilinear relationship between social responsibility and financial performance*, „Strategic Management Journal” 2006, no. 27, s. 1115.

Autorzy wykazują w swym artykule nieliniową zależność pomiędzy liczbą zastosowanych kryteriów screeningowych a efektywnością inwestycji. Twierdzą, że mała liczba kryteriów screeningowych pozwala czerpać korzyści z większej dywersyfikacji portfela, podczas gdy natężony screening pozwala wyeliminować firmy, które są nieefektywne (*underperforming firms*). Jak twierdzą autorzy, „utknięcie po środku”, tj. zastosowanie umiarkowanego screeningu, skutkuje znacznym obniżeniem efektywności portfela.

¹³ *European SRI Study 2012*, European Social Investment Forum.

Autorzy ponadto postawili trzy hipotezy dotyczące wpływu poszczególnych kryteriów na zwrot z portfela. Badali oni czynniki środowiska (*environment*), relacje społeczne (*community relations*) i stosunki pracownicze (*labour screening*). Wyszuli wniosek, że jedynie kryterium relacji społecznych ma pozytywny wpływ na zwrot z portfela. W pozostałych dwóch przypadkach koszty przewyższają korzyści finansowe, co stanowi kontrprzykład do tezy Bermana, który wskazywał, że im lepsze relacje pracownicze w firmie, tym lepszy jej wynik finansowy¹⁴.

3. Koncepcja inwestycji społecznie nieodpowiedzialnych SiRI (*Socially Irresponsible Investing*)

Jeżeli mamy wiarę w badania Baretta i Salomona, to pojawi się nurtujące pytanie o sens dokonywania inwestycji społecznie odpowiedzialnych. Współczesna teoria inwestowania opiera się na doktrynie utylitarnego charakteru inwestycji, co oznacza, że inwestorzy dążą do maksymalizacji użyteczności swoich inwestycji. Ze względu na fakt, iż trudno jest zmierzyć przyrost użyteczności dla inwestora wynikający z subiektywnego odczucia „odpowiedzialnego postępowania”, przyjmuje się, że na użyteczność inwestycji mają wpływ w głównym stopniu: oczekiwana stopa zwrotu i poziom ponoszonego ryzyka.

Można zatem stwierdzić, że *doing good but not well* lub też stosowanie umiarkowanej liczby kryteriów screeningowych przy SRI jest sprzeczne z utylitarnym charakterem inwestycji.

Podczas gdy jedni inwestorzy chcą zbawić świat przez SRI, inni *a contrario* angażują się w inwestycje społecznie nieodpowiedzialne w nadziei na ponadprzeciętne zyski. Być może zatem można, stosując niewielką liczbę kryteriów screeningowych, zarobić na nieetycznym inwestowaniu.

Abraham Lincoln miał powiedzieć: *It has been my experience that folks who have no vices have very few virtues*¹⁵. Ten cytat jest sztandarowym mottem zwolenników nieetycznego inwestowania, którzy twierdzą, że „bez względu na stan gospodarki, wysokość stóp procentowych ludzie piją, palą i uprawiają hazard”. Dlatego wielu upatruje w SiRI koncepcji inwestowania odpornej na kryzysy.

¹⁴ S. Berman, A. Wicks, S. Kotha, T. Jones, *Does stakeholder orientation matter? The relationship between stakeholder management models and firm financial performance*, „Academy of Management Journal” 1999, no. 42, s. 488–506.

¹⁵ Za: C. Tolliver, *The antisocial mutual fund. Vice Fund: Politically incorrect and socially irresponsible?*, „MarketWatch The Wall Street Journal”, 20.08.2002. „Moje doświadczenie wskazuje, że narody, które nie mają wad, mają także bardzo niewiele cnót” – tłumaczenie własne.

4. Grzeszne – to znaczy jakie?

Jak już wspomniano, SRI opiera się na czynnikach ESG. Również SiRI mają swoją „grzeszną trójcę” (*Triumvirate of Sin*), do której należy zaliczyć: alkohol, tytoń i hazard. Są to najbardziej popularne sektory gospodarki uznawane za „grzeszne”. Tym niemniej w różnych badaniach na temat inwestycji grzesznych uwzględnia się także inne przemysły, a w szczególności „przemysł rozrywkowy dla dorosłych”, broń/obronę, broń nuklearną¹⁶, biotechnologię (tabela 1). Ze względu na różne definicje grzesznego sektora pojawia się problem porównywalności przeprowadzonych badań.

Tabela 1. Kryteria „nieetyczności” w wybranych badaniach dotyczących inwestowania nieetycznego

Autorzy	Region/okres	„Rozrywka dla dorosłych”	Alkohol	Hazard	Energia nuklearna	Tytoń	Broń	Biotechnologia
Chong i in. (2006)	Przedewszystkim USA/2002–2005		X	X		X	X	
Kim, Venkatachalam (2006)	USA/1988–2003	X	X	X		X		
Fabozzi i in. (2008)	21 światowych państw/1970–2007	X	X	X		X	X	X
Visaltanachoti i in. (2009)	Chiny/1995–2007		X	X		X		
Hong, Kacperczyk (2009)	USA/1926–2006		X	X		X		
Salaber (2009)	18 europejskich państw/1975–2006		X	X		X		
Liston, Soydemir (2010)	USA/2000–2007		X	X		X		
Lobe, Walkshäusl (2011)	51 światowych państw/1995–2007	X	X	X	X	X	X	

Źródło: S. Lobe, Ch. Walkshäusl, *Vice vs. Virtue Investing Around the World*, Working Paper May 2011, s. 28.

Można powiedzieć, że inwestorzy realizujący nieetyczne inwestycje posługują się w doborze portfela specyficznym rodzajem pozytywnego screeningu. W tym wypadku screening pozytywny polega na wyborze spółek, które zaangażowane

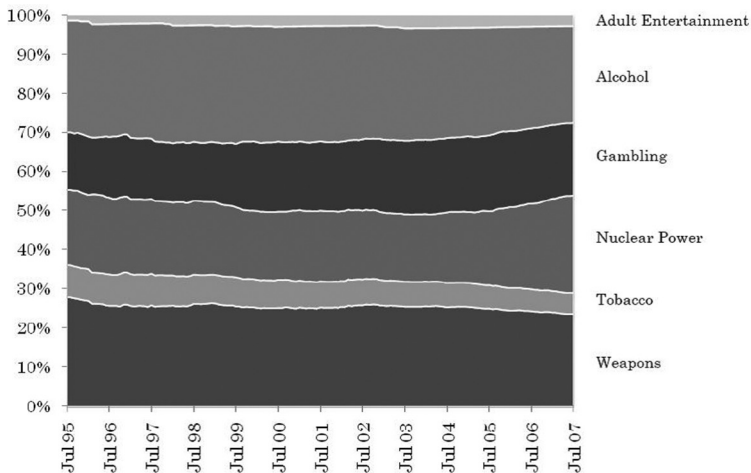
¹⁶ Często mówi się o sekście grzechu (*Sextet of Sin*), który poza alkoholem, tytoniem i hazardem obejmuje właśnie „przemysł rozrywkowy dla dorosłych”, broń/obronę i broń nuklearną.

są w przemysł zakwalifikowany jako grzeszny. Często określa się minimalny stopień takiego zaangażowania, np. 25% obrotu firmy ma pochodzić właśnie z grzesznej działalności (taki 25-procentowy próg wyznacza np. Vice Fund, próg 30% przychodu uzyskanego z działalności w grzesznych sektorach na potrzeby badania przyjęli np. Fabozzi, Ma, Oliphant).

Warto zauważyć, że światowy udział¹⁷ poszczególnych sektorów w całej „grzesznej gospodarce” jest względnie stabilny. „Grzeszna trójca” stanowi ok. 50%. Jeżeli udział mierzyć wartością rynkową poszczególnych sektorów, to „grzeszna trójca” ma dużo mniejsze znaczenie. W lipcu 2007 r. udział „grzesznej trójcy” według wartości rynkowej względem „grzesznej gospodarki” wyniósł 34,4% (patrz tabela 2.)

Należy zwrócić uwagę, że grzeszne sektory są bardzo „pojemne”, nie uwzględniają one bowiem tylko producentów odpowiednio broni/alkoholu/papierosów *etc.*, ale również dostawców, usługodawców, transport grzesznych wyrobów *etc.* (rysunek 3).

Rysunek 3. Proporcjonalny rozkład sektorów w ramach „seksztetu grzechu” na świecie w latach 1995–2007



Źródło: S. Lobe, Ch. Walkshäusl, *Vice vs. Virtue Investing Around the World*, Working Paper, May 2011, s. 35.

Warto również wskazać, że większość firm z sektora „przemysłu rozrywkowego dla dorosłych” to małe prywatne firmy, które nie są notowane na giełdzie, w badaniu natomiast uwzględnia się tylko przedsiębiorstwa notowane na giełdzie, dlatego odsetek ten jest nieznaczny i oscyluje w granicach 0,2–3%. W lipcu 2007 r. najwięcej

¹⁷ Udział liczony jako stosunek liczby spółek „grzesznej trójcy” w ogólnej liczbie *sin stocks*.

firm działało w trzech sektorach (tabela 2): energii atomowej (25,03%), alkoholu (24,9%) i broni (23,58%).

Tabela 2. Alokacja sektorowa na rynku spółek grzesznych w lipcu 2007 r.

Wyszczególnienie	Przemysł rozrywkowy dla dorosłych	Alkohol	Hazard	Energia atomowa	Tytoń	Broń	SUMA
Liczba grzesznych spółek	21	188	139	189	40	178	755
Udział w ogólnej liczbie grzesznych spółek (%)	2,78	24,90	18,41	25,03	5,30	23,58	100
Wartość rynkowa (%)	0,3	14,7	6,9	46,6	12,8	18,7	100

Źródło: opracowanie własne na podstawie: jak pod tab. 1, s. 15, 29.

Coraz częściej mówi się o rozszerzeniu zakres grzesznych inwestycji. Pojawiają się głosy, by do *sin stocks* zaliczyć także firmy z branży gier wideo, gdyż są one, jak wskazują badania, silnie uzależniające. Tym samym argumentem „uzależniającej siły” chce się włączyć produkty Apple do grupy *sin stocks*¹⁸. Taki pogląd reprezentuje Gerry Sullivan zarządzający funduszem spółek grzesznych (Vice Fund).

C. Vaxler rozszerza definicję *sin stock*, gdyż w stworzonym przez siebie indeksie „SINDEX of 69 stocks” uwzględnia ponadto firmy fast-food, producentów niezdrowej żywności czy producentów lubrykantów, prezerwatyw lub leków na potencję¹⁹.

5. Charakterystyka inwestycji SiRI

5.1. Struktura geograficzna inwestycji SiRI

Trend związany z SiRI jest bez wątpienia stosunkowo nowy i szczególnie zainteresowanie ekonomistów i inwestorów zyskał dopiero w XXI wieku. Autorce tego artykułu są znane jedynie dwie pozycje książkowe²⁰, które zajmują się tym tematem i obie powstały na bazie doświadczeń amerykańskich. Nie powinno zatem dziwić, że największy rynek

¹⁸ A. Brown, *Guns, Booze and Gambling: Sinful Stocks For A Recession-Proof Portfolio*, „Forbes” 27.05.2010, <http://www.forbes.com/sites/abrambrown/2012/05/27/guns-booze-and-gambling-sinful-stocks-for-a-recession-proof-portfolio-2/>.

¹⁹ C. Waxler, *Stocking up on Sin: How to Crush the Market with Vice – Based Investing*, Wiley, New York 2004, s. 218–223.

²⁰ D. Ahrens, *Investing in Vice: The Recession – Proof Portfolio of Booze, Bets, Bombs, and Butts*, St. Martin's Press, New York 2004; C. Waxler, *Stocking up...*, op.cit.

inwestycji SiRI to właśnie rynek amerykański. W lipcu 2007 r. stwierdzono, że spośród notowanych na światowych giełdach firm 755 zaangażowanych jest w grzeszne sektory, z czego aż 231 (30,6%) to firmy amerykańskie. W Ameryce Północnej znajduje się 41% wszystkich grzesznych firm, podczas gdy w Europie 23%²¹ (tabela 3).

Tabela 3. Kraje, w których liczba „grzesznych” spółek przekroczyła 10 (lipiec 2007 r.)

Kraj	Przemysł rozrywkowy dla dorosłych	Alkohol	Hazard	Energia atomowa	Tytoń	Broń	Suma
USA	13	20	62	21	10	105	231
Australia	3	10	10	71		2	96
Kanada		7	6	55	1	7	76
Wielka Brytania	1	5	18	14	3	12	55
Japonia		9	11	15	1	6	42
Chiny		26				6	32
Francja		17	3	3	1	8	32
Niemcy	2	19	2	2		3	28
Korea Południowa		6	2	1	1	2	12
Malezja		3	4		3	1	11
Polska	1	1					2

Źródło: jak pod tab. 2.

Mimo że Europa została w znaczny sposób wyprzedzona przez Amerykę, nie oznacza to, że kraje europejskie mają mniejszy grzeszny potencjał. Jak jednak wskazano wcześniej, badaniu podlegały jedynie spółki giełdowe, przez co liczba grzesznych firm jest znacznie zaniżona.

W kwietniu 2012 roku Bloomberg opublikował ranking grzesznych krajów ze względu na konsumpcję alkoholu i tytoniu *per capita*, użycie narkotyków i wielkość strat hazardowych w stosunku do PKB²². W rankingu tym najwyższą lokatę zajęły Czechy, za nimi Słowacja i Australia. USA zajęły pozycję 16., a Polska 31.

5.2. Regulacje prawne

Nie ulega wątpliwości, że kluczową rolę przy inwestowaniu według koncepcji SiRI odgrywają regulacje prawne. Sama możliwość inwestowania w dany sektor

²¹ S. Lobe, Ch. Walkshäusl, *Vice vs. Virtue Investing Around the World*, Working Paper, May 2011, s. 29.

²² <http://www.bloomberg.com/slideshow/2012-04-30/bloomberg-rankings-global-vice-index.html>.

czy przedsiębiorstwo *de facto* zależy od przyzwolenia państwa na prowadzenie grzesznej działalności i państwowego wpływu na skalę owej działalności. Polityka państwa odgrywa bowiem znaczną rolę, np. wskazuje się że „muskularna polityka zagraniczna” Geорга W. Busha dała duże pole dla rozwoju sektora zbrojeniowego²³.

Niektóre badania wskazują także na wpływ regulacji prawnych na efektywność inwestycji w spółki grzeszne (*sin stocks*)²⁴.

6. Charakterystyka inwestora SiRI

Inwestor SiRI wydaje się być typowym *homo oeconomicus*, świadomie alokującym kapitał po to, by w długim okresie uzyskać wysoką stopę z zaangażowanego kapitału (tabela 4).

Tabela 4. Profil inwestorów SiRI i SRI

Wyszczególnienie	Inwestor SiRI	Inwestor SRI
Motywy działania	1. <i>Value-seeking investors</i> . Podejmując decyzje inwestycyjne, inwestorzy liczą na uzyskanie wartości dodanej poprzez zastosowanie odpowiedniego screeningu. Głównym (i jedynym) motywem jest uzyskanie wyższej stopy zwrotu z kapitału	1. <i>Values-based investors</i> . Inwestorzy uwzględniający aspekty pozafinansowe podczas doboru spółek do portfela inwestycyjnego. Inwestor może przywiązywać mniejszą wagę do efektów finansowych inwestycji, kluczowe natomiast jest spełnienie wymogów etycznych/religijnych/moralnych 2. <i>Value-seeking investors</i> 3. <i>Values-enhancing investors</i> . Inwestorzy przez swoje zaangażowanie w ład korporacyjny dążą do zwiększenia wartości inwestycji
Główna strategia inwestycyjna	Pozytywny screening	Screening pozytywny i negatywny, integracja, zaangażowanie
Kryteria screeningu	Na ogół „grzeszna trójca”	Czynniki ESG
Dominujący typ inwestora	Inwestor indywidualny	Inwestor instytucjonalny

Źródło: opracowanie własne.

Segment inwestycji społecznie nieodpowiedzialnych skupia zarówno inwestorów instytucjonalnych, jak i indywidualnych. Tym niemniej wyraźnie zauważalna jest przewaga inwestorów indywidualnych nad instytucjonalnymi. Na ten aspekt

²³ *Socially irresponsible investment, Virtues of vice*, „The Economist”, 30.10.2003.

²⁴ Szerzej J. Salaber, *The Determinants of Sin Stock Returns: Evidence on The European Market*, Working Paper, Paris-Dauphine University, 2007.

wskazują M. Kacperczyk i H. Hong²⁵, stawiając hipotezę, że instytucje (fundusze emerytalne, uniwersytety, organizacje wyznaniowe, banki i towarzystwa ubezpieczeniowe) z racji zwiększonego wystawienia na opinię publiczną unikają inwestycji, które mogłyby być odebrane jako niemoralne. Ponadto instytucje te unikają małych spółek ze względów płynnościowych.

W badaniu Honga i Kacperczyka, w zależności od przyjętej metodologii, odsetek inwestorów instytucjonalnych zaangażowanych w *sin stocks* był różny, ale zawsze mniejszy niż odsetek inwestorów instytucjonalnych dla grupy spółek kontrolnych. Według badań autorów w latach 1980–2006 w typowym roku typowa firma miała 28% swoich akcji w posiadaniu inwestorów instytucjonalnych. Warto też dodać, że nie zauważono różnicy w odsetku inwestorów instytucjonalnych w przypadku grup kontrolnych dla *sin stocks* w obrębie poszczególnych sektorów (wyznaczonych przez *one-digit SIC code*²⁶). W przypadku spółek zakwalifikowanych jako grzeszne (autorzy przyjęli koncepcję „grzesznej trójcy”) ten wskaźnik wyniósł około 21%, co oznacza w przybliżeniu 24-procentowe odchylenie w stosunku do średniej.

Ponadto *sin stocks* wydają się być stosunkowo tanie (niski wskaźnik *price-to-book* czy *price-to-earnings*) w porównaniu do grupy kontrolnej. Ma na to wpływ także fakt, że znacząca grupa inwestorów (instytucjonalnych) unika inwestycji w grzeszne sektory, przez co są one niżej wycenione niż ich wartość fundamentalna²⁷.

Uwarunkowania społeczne, w tym religijne, mają wpływ na postawy inwestycyjne. Wpływ religijności na wzrost gospodarczy jest często przedmiotem zainteresowań ekonomistów. Ciekawymi wydają się wnioski z badania spółek notowanych na giełdach w 18 europejskich krajach. Autorka badania, J. Salaber, stwierdza, że grzeszne spółki uzyskują większe stopy zwrotu w krajach protestanckich. Protestanci charakteryzują się większą awersją do grzechu niż katolicy, przez co wymagana jest przez nich wyższa stopa zwrotu z aktywów nieetycznych²⁸.

7. Efektywność inwestycji społeczne nieodpowiedzialnych

Standardowymi miernikami służącymi do oceny efektywności inwestycji jest poziom ryzyka i stopa zwrotu. Każdy racjonalny inwestor dąży do uzyskania

²⁵ H. Hong, M. Kacperczyk, *The Price of Sin: The Effects of Social Norms on Markets*, „Journal of Financial Economics” 2009, no. 93, s. 15–36.

²⁶ SIC – Standard Industrial Classifications.

²⁷ Hong H., Kacperczyk M., *The Price...*, op.cit., s. 16–17.

²⁸ Salaber J., *The Determinants...*, op.cit.

maksymalnej stopy zwrotu z inwestycji przy zachowaniu określonego poziomu ryzyka lub dąży do ograniczania poziomu ryzyka przy zachowaniu określonej stopy z inwestycji. Kluczowa jest optymalizacja relacji dochód/ryzyko.

Zgodnie z nowoczesną teorią portfelową można wyróżnić dwa typy ryzyka: ryzyko systematyczne i ryzyko niesystematyczne (specyficzne). Ryzyko systematyczne istnieje jako naturalna i podstawowa część zmienności rynku kapitałowego. Dotyczy ono wszelkich spółek, przez co nie daje się wyeliminować (jest niedywersyfikowalne). Ryzyko specyficzne natomiast związane jest ze zmiennością poszczególnego papieru wartościowego/poszczególnej inwestycji. Ryzyko specyficzne można w znacznym stopniu minimalizować poprzez dywersyfikację portfela (jest dywersyfikowalne).

Wyżej przedstawiony argument przywołują przeciwnicy zarówno SRI, jak i SiRI, wskazując, że poprzez screening zawęża się zakres możliwości inwestycyjnych, przez co zmniejszona jest także możliwość dywersyfikacji portfela. Zgodnie z ujęciem Markowitza nie ma takiego portfela, który byłby bardziej efektywny od portfela rynkowego²⁹.

Co więcej, niektórzy autorzy wskazują, że inwestowanie w *sin stocks* jest bardziej ryzykowne ze względu na możliwość wnoszenia pozwów (*litigation risk*) przeciw grzesznym firmom. Niewątpliwie w sposób bezpośredni ryzyko związane jest z panującym ustawodawstwem i z dotychczasową praktyką orzeczniczą. Także zmiany legislacyjne, które często są trudne bądź niemożliwe do przewidzenia, generują ryzyko prawne. Przykładem jest tutaj chociażby polska ustawa antyhazardowa³⁰.

Z drugiej jednak strony, wskazuje się, że inwestorzy (szczególnie instytucjonalni) konsekwentnie ze względu na presję społeczną unikają *sin stocks* przez co m.in. są one niedoszacowane. Sektory uważane za grzeszne mogą osiągać korzyści wynikające z wysokich standardów sprawozdawczych, co wynika z faktu, iż firmy działające w tych newralgicznych sektorach są poddawane ciągłej kontroli publicznej, zarówno tej oficjalnej, jak i nieoficjalnej (ze strony mediów i opinii publicznej)³¹. Wskazuje się także, że sektory „grzeszne” cechują się bardzo wysokimi barierami wejścia i wyjścia, przez co sektory te są wysoce zmonopolizowane. Co jednak charakterystyczne, są to najmniej regulowane pod względem polityki cenowej biznesy

²⁹ T. Jedynak, *Kontrowersje wokół efektywności inwestycji społecznie odpowiedzialnych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie” 2001, nr 11, s. 245–246.

³⁰ Ustawa z dnia 19 listopada 2009 r. o grach hazardowych, Dz.U. nr 201, poz. 1540, ustawa z dnia 26 maja 2011 r. o zmianie ustawy o grach hazardowych oraz niektórych innych ustaw, Dz.U. nr 134, poz. 779.

³¹ I. Kim, M. Venkatachalam, *Are Sin Stocks Paying the Price for their Accounting Sins?*, Working Paper, Duke University, 2006.

monopolistyczne³². Cały czas brakuje jednoznacznego stanowiska ws. ekonomicznego sensu inwestycji nieetycznych. Prowadzone badania dostarczają bowiem różnych wniosków. Tym niemniej z wielu badań wynika, że inwestycje w spółki nieetyczne są bardziej efektywne niż rynek kapitałowy, jak również są bardziej efektywne niż inwestycje społecznie odpowiedzialne.

Oceny wyników finansowych portfela opartego na SiRI można dokonać zasadniczo dwoma sposobami:

- 1) porównując z tradycyjnym portfelem inwestycyjnym,
- 2) porównując z portfelem inwestycyjnym opartym na strategii SRI.

Wyżej wymienionych porównań można dokonać poprzez zestawienie indeksów SIN STOCKS z tradycyjnymi benchmarkami i/lub indeksami SRI albo poprzez przeanalizowanie rentowności funduszy SIN STOCKS w porównaniu z rentownością tradycyjnych i/lub SRI funduszy inwestycyjnych.

Jak wspomniano, przeprowadzone studia nie dają jednoznacznej odpowiedzi, jaki jest wpływ zaangażowania w *sin stocks* na wynik portfela inwestycyjnego.

Fabozzi i inni³³ przedstawiają ciekawe statystyki wyników portfeli SiRI na przestrzeni lat 1970–2007. W ciągu tych 37 lat portfel SIN osiągnął roczny negatywny wynik tylko dwa razy, podczas gdy portfelowi rynkowemu zdarzyło się to dziewięciokrotnie. W ciągu 35 z omawianych 37 lat portfel SIN okazał się być lepszy od portfela rynkowego (latami niepotwierdzającymi tej reguły były 1989 i 1995). W studium średnia roczna stopa zwrotu z *sin stock* wyniosła 19,02%, podczas gdy z akcji „standardowej” 7,87%. Nie było roku, w którym grzeszny sektor (który sektor w badaniu uznano za grzeszny – patrz: tabela 1) nie odnotował rocznej stopy zwrotu niższej niż 13%.

Szczególnie interesujące są badania porównujące efektywność funduszy SRI i SiRI, gdzie benchmarkiem jest indeks giełdowy. Takie badania przedstawili Chong, Her, Phillips³⁴, którzy przyjrzeni się wskaźnikom ryzyka i zysku dla dwóch funduszy: jednego SRI–Domini Social Equity Fund (DSEFX)³⁵ i drugiego SiRI–Vice Fund (VICEX)³⁶. Warto zauważyć, że w studium tym autorzy zastosowali nie tylko standardowe mierniki

³² F.J. Fabozzi, K.C. Ma, B.J. Oliphant, *Sin Stock Returns*, „The Journal of Portfolio Management” 2008, nr 25, s. 93.

³³ Ibidem, s. 87–88.

³⁴ J. Chong, M. Her, G.M. Phillips, *To sin or not to sin? Now that's the question*, „Journal of Asset Management”, Vol. 6, no. 6, s. 406–417.

³⁵ Domini Social Equity Fund jest funduszem społecznie odpowiedzialnym, swą działalność opiera przede wszystkim na czynnikach E i S. Celem jest osiągnięcie długookresowego zysku. Fundusz powstał 3.06.1991, <http://www.domini.com/domini-funds/Domini-Social-Equity-Fund/index.htm>.

³⁶ Vice Fund jest funduszem, który inwestuje w cztery grzeszne branże: tytoń, alkohol, broń i hazard, uważając że te właśnie branże są gwarancją długookresowych wysokich zysków. Fundusz został założony 30.08.2002, <http://www.usamutuals.com/vicefund/abt.aspx>.

ryzyka, takie jak *ex-post alpha* i wskaźnik Sharpe'a, ale także użyli modelu autoregresji z heteroskedastycznością warunkową (ARCH). Badano okres od września 2002 do września 2005 r. Na tej podstawie sformułowano wnioski, że fundusz „grzeszny” radził sobie w przedstawionym trzyletnim okresie bardzo dobrze, lepiej od benchmarku S&P500, jak również lepiej od funduszu będącego jego antywzorcem, tj. funduszu „etycznego”. Autorzy są tym niemniej powściągliwi w wyciąganiu jednoznacznych wniosków, głównie wskazując na bardzo krótki przedział czasowy badania (tylko 3 lata).

Tym niemniej można porównać wyniki obu badanych funduszy za ostatnie 10 lat. Z rysunku 4³⁷ można wyciągnąć wnioski, że faktycznie fundusz nieetyczny uzyskał najwyższą długookresową stopę zwrotu.

Rysunek 4. Skumulowane stopy zwrotu DSEFX–Domini Social Equity Fund, SPX–S&P500, Vicex–Vice Fund



Źródło: opracowanie własne na podstawie: <http://www.nasdaq.com/>, 8.02.2013.

Na podstawie informacji przedstawionych w tabeli 5 można stwierdzić, że Vice Fund, tj. jedyny znany autorce fundusz reklamujący się jako fundusz „grzeszny”, radzi sobie lepiej od swojego benchmarka, którym jest indeks S&P500. Od daty

³⁷ Nie dokonano analizy statystycznej.

powstania funduszu, tj. od 30.08.2002 fundusz uzyskał wyższą średnią roczną stopę zwrotu niż rynkowy indeks tradycyjny (9,36% vs. 6,50%).

Tabela 5. Średnia roczna rentowność funduszu Vice Fund w porównaniu z indeksem S&P500, stan na 31 grudnia 2012 r.

Wyszczególnienie	YTD	1 rok	3 rok	5 rok	10 rok	Od początku istnienia
VICE Fund (VICEX)	21,16%	21,16%	16,59%	0,86%	10,41%	9,36%
S&P 500 Index	16,00%	16,00%	10,66%	1,66%	7,09%	6,50%

Źródło: <http://www.usamutuals.com/vicfund/docs/VICEXcomplete.pdf>, 8.02.2013.

Na przewagę portfeli zbudowanych z *sin stocks* względem portfeli etycznych wskazują także inne badania, w tym Listona i Soydemira³⁸, którzy wykazali, że portfele *sin stocks* charakteryzują się dodatnim wskaźnikiem Jensena (dodatnia alpha), co świadczy o tym, że portfel znajduje się powyżej linii rynków papierów wartościowych. Jednocześnie autorzy dowodzą, że dla portfela etycznego alpha jest ujemna. W przypadku obu portfeli uzyskane wyniki są statystycznie istotne.

Do zgoła innych wniosków doszli Shank, Manullang i Hill³⁹, którzy twierdzą, że ani SRI, ani SiRI nie są istotnie lepsze od portfela rynkowego. Do podobnych wniosków doszli Lobe i Walkshäusl⁴⁰. Na potrzeby badania stworzyli swój własny indeks grzechu SINDEK GLOBAL, który uwzględniał notowane w latach 1995–2007 firmy zaangażowane w „sextet grzechu”. Jako benchmark obrali MSCI WORD. Autorzy badania wskazują, że wszakże SINDEK radził sobie lepiej niż benchmark, to jednak wskazują, że z branych pod uwagę sektorów tylko dwa (alkohol i broń) spośród sześciu wyprzedzały MSCI WORD. Autorzy wskazują dalej, że indeksy zbudowane na podstawie *sin stocks* nie uzyskują statystycznie istotnych wyższych wyników niż indeksy rynkowe.

8. Podsumowanie

Współcześnie trendów inwestycyjnych jest coraz więcej. Z racji braku jednoznacznej odpowiedzi na pytanie, czy stopa zwrotu z funduszy społecznie odpowie-

³⁸ D.P. Liston, G. Soydemir, *Faith-based and sin portfolios: An empirical inquiry into norm-neglect vs norm-conforming investor behavior*, „Managerial Finance” 2010, Vol. 36, no. 10, s. 876–885.

³⁹ T.M. Shank, D.K. Manullang, R.P. Hill, *Is it Better to be Naughty or Nice?*, „The Journal of Investing” 2005, no. 14, s. 82–87.

⁴⁰ S. Lobe, Ch. Walkshäusl, *Vice vs. Virtue...*, op.cit., s. 1–36.

działnych jest wyższa od uzyskanej z konwencjonalnych inwestycji, poszukuje się nowych sposobów na uzyskiwanie ponadprzeciętnych stóp zwrotu.

Ludzie palili, pili i bawili się od stuleci. Wojny toczono od początku istnienia ludzkości. Być może socjologiczna hipoteza, że człowiek jest z natury zły, pozwala myśleć o nieetycznym inwestowaniu jako o alternatywnym sposobie inwestowania w branży stosunkowo stałe i bezpieczne.

Bez wątpienia pozostaje pytanie o kwestie etyczne i moralne takiego inwestowania. Co jednak nie jest przedmiotem tego opracowania. Można tu skonfrontować *triple bottom line* inwestycji SRI, którymi są *people* (ludzie), *planet* (planeta), *profit* (zysk) z wyłącznym nastawieniem na zysk w przypadku SiRI. Niemniej to, czy faktycznie SiRI są bardziej efektywne od SRI, pozostaje wysoce wątpliwe.

Sam fakt dynamicznie rosnącej liczby funduszy społecznie odpowiedzialnych⁴¹, przy stałym poziomie funduszy „grzesznych” może wskazywać na to, że coraz większa liczba inwestorów traktuje SRI nie tylko jako modę, ale jako inwestycję w przyszłość swoją, swoich potomków i planety.

Bibliografia

1. Ahrens D., *Investing in Vice: The Recession – Proof Portfolio of Booze, Bets, Bombs, and Butts*, St. Martin's Press, New York 2004.
2. Barnett M.L., Salomon R.M., *Beyond dichotomy: the curvilinear relationship between social responsibility and financial performance*, „Strategic Management Journal” 2006, no. 27, s. 1101–1122.
3. Berman S., Wicks A., Kotha S., Jones T., *Does stakeholder orientation matter? The relationship between stakeholder management models and firm financial performance*, „Academy of Management Journal” 1999, no. 42, s. 488–506.
4. Brown A., *Guns, Booze and Gambling: Sinful Stocks For A Recession-Proof Portfolio*, „Forbes” 27.05.2010.
5. Chong J., Her M., Phillips G.M., *To sin or not to sin? Now that's the question*, „Journal of Asset Management”, Vol. 6, no. 6, s. 406–417.
6. Czerwonka M., *The concept of socially responsible investing (SRI) in Poland*, „Journal of Management and Financial Sciences” 2012, Vol. 5, no. 8, s. 76–90.

⁴¹ Szerzej: W. Rogowski, A. Ulianiuk, *Społecznie odpowiedzialne inwestowanie (SRI) – próba charakterystyki*, cz. II: *Rynek społecznie odpowiedzialnych inwestycji (SRI)*, Zeszyt Naukowy KZiF Nr 113, s. 154–178; M. Czerwonka, *The concept of socially responsible investing (SRI) in Poland*, „Journal of Management and Financial Sciences” 2012, Vol. 5, no. 8, s. 76–90.

7. Domini A., *Socially Responsible Investing, Making a Difference and Making Money*, Dearborn Trade, Chicago 2001.
8. *European SRI Study 2012*, European Social Investment Forum.
9. Fabozzi F.J., Ma K.C., Oliphant B.J., *Sin Stock Returns*, „The Journal of Portfolio Management” 2008, nr 25, s. 93.
10. Hong H., Kacperczyk M., *The Price of Sin: The Effects of Social Norms on Markets*, „Journal of Financial Economics” 2009, no. 93, s. 15–36.
11. <http://www.bloomberg.com>.
12. <http://www.domini.com/>.
13. <http://www.nasdaq.com/>.
14. <http://www.usamutuals.com/>.
15. Jedynek T., *Kontrowersje wokół efektywności inwestycji społecznie odpowiedzialnych*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie” 2001, nr 11, s. 245–246.
16. Kim I., Venkatachalam M., *Are Sin Stocks Paying the Price for their Accounting Sins?*, Working Paper, Duke University, 2006.
17. Liston D.P., Soydemir G., *Faith-based and sin portfolios: An empirical inquiry into norm-neglect vs norm-conforming investor behavior*, „Managerial Finance” 2010, Vol. 36, no. 10, s. 876–885.
18. Lobe S., Walkshäusl Ch., *Vice vs. Virtue Investing Around the World*, Working Paper May 2011, s. 1–36.
19. *Report on Socially Responsible Investing Trends in the United States*, Social Investment Forum, Washington 2010.
20. Rogowski W., Ulianiuk A., *Społecznie odpowiedzialne inwestowanie (SRI) – próba charakterystyki, cz. II: Rynek społecznie odpowiedzialnych inwestycji (SRI)*, Zeszyt Naukowy KZiF Nr 113, s. 154–178.
21. Rogowski W., Ulianiuk A., *Społecznie odpowiedzialne inwestowanie (SRI) – próba charakterystyki, cz. III: Efektywność inwestycji społecznie odpowiedzialnych (SRI)*, Zeszyt Naukowy KZiF Nr 114, s. 64–81.
22. Salaber J., *The Determinants of Sin Stock Returns: Evidence on The European Market*, Working Paper, Paris – Dauphine University, 2007.
23. Shank T.M., Manullang D.K., Hill R.P., *Is it Better to be Naughty or Nice?*, „The Journal of Investing” 2005, no. 14, s. 82–87.
24. *Socially irresponsible investment, Virtues of vice*, „The Economist”, 30.10.2003.
25. Sparkes R., *Socially Responsible Investment, A Global Revolution*, John Wiley & Sons Ltd., Chichester 2002.

26. Stathan M., Glushkov D., *The wages of social responsibility*, Working Paper 2008.
27. Tolliver C., *The antisocial mutual fund. Vice Fund: Politically incorrect and socially irresponsible?*, „MarketWatch The Wall Street Journal”, 20.08.2002.
28. Waxler C., *Stocking up on Sin: How to Crush the Market with Vice – Based Investing*, Wiley, New York 2004.

Elwira Ziółkowska

Kolegium Zarządzania i Finansów

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

Idea Corporate Social Responsibility jako przykład społecznych aspektów funkcjonowania sektora bankowego przez pryzmat odpowiedzialności banków za kryzys *subprime*

1. Wprowadzenie

Spółeczna odpowiedzialność instytucji finansowych to jedno z ważniejszych współczesnych zagadnień. Idea społecznej odpowiedzialności instytucji finansowych w dobie kryzysu, który w dużej mierze został wywołany brakiem tej odpowiedzialności, wydaje się być bardzo istotna. Przedsiębiorstwa dążące do maksymalizacji zysku powinny również mieć na uwadze czynniki społeczne, które są elementem koncepcji społecznej odpowiedzialności biznesu. Intensyfikacja działań w zakresie społecznej odpowiedzialności biznesu może mieć zasadniczy wpływ na odbudowanie zaufania do banków. Współcześnie coraz więcej przedsiębiorstw kieruje się zasadami zrównoważonego rozwoju w aspekcie ekonomicznym, społecznym czy środowiskowym. Ponadto widoczna jest również zmiana w podejściu do społecznej odpowiedzialności biznesu wyrażająca się w przejściu od aspektu wyłącznie komunikacyjnego do aspektu o charakterze strategicznym.

Idea społecznej odpowiedzialności biznesu jest coraz bardziej widoczna w działalności bankowej. Obecnie widzimy wiele praktyk i programów wdrażanych przez banki w zakresie społecznej odpowiedzialności biznesu, co niewątpliwie nie jest obojętne dla ich funkcjonowania. Należy jednak zaznaczyć, że inne podejście do procesu

wdrażania i doskonalenia idei społecznej odpowiedzialności biznesu jest w bankach komercyjnych, a z innym podejściem spotkamy się w bankach spółdzielczych.

Oprócz zwolenników idea społecznej odpowiedzialności biznesu ma również przeciwników. Negatywne podejście dotyczące zarówno społeczeństwa, jak i środowiska głosił Milton Friedman. Według tego ekonomisty najważniejszym celem przedsiębiorstwa powinna być działalność nastawiona jedynie na realizację założeń o charakterze ekonomicznym, a nie na wszelkiego rodzaju działania moralne. Friedman z przekonaniem twierdził, iż „dla dyrektorów korporacji istnieje tylko jeden rodzaj odpowiedzialności społecznej: zarabiać dla udziałowców jak najwięcej pieniędzy. Oto ich imperatyw moralny. Menedżerowie, którzy stawiają cele społeczne i ekologiczne ponad zysk, którzy starają się postępować moralnie są, w gruncie rzeczy, niemoralni”¹.

Celem artykułu jest przybliżenie tematu społecznej odpowiedzialności biznesu w sektorze bankowym, a także nakreślenie kierunków jej rozwoju oraz ukazanie wpływu na łagodzenie skutków kryzysu *subprime* poprzez realizowanie koncepcji społecznej odpowiedzialności biznesu.

2. Istota społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw

Idea społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstwa znajduje swoje korzenie w historycznie wcześniejszej idei Marshalla – tzw. idei rycerskości gospodarczej². Idea rycerskości gospodarczej sprowadzała się do określenia pożądanego kierunku rozwoju ludzkiego. Dzięki stosowaniu idei rycerskości gospodarczej przedsiębiorstwa przyczyniają się do tworzenia kodeksów dobrych praktyk czy też formowania opinii publicznej. W idei Marshalla widoczne jest odwieczne pragnienie ludzkie do budowania dobrobytu społecznego. Współczesna idea odpowiedzialności społecznej przedsiębiorstw powstała na drodze ewolucji, będąc efektem współczesnej społecznej ekonomii gospodarki rynkowej.

Idea społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw, zwana również ideą społecznej odpowiedzialności biznesu (skrót CSR – *corporate social responsibility*), jest ściśle połączona z koncepcją zrównoważonego rozwoju (*sustainable development*). Według raportu WCED³ „na obecnym poziomie cywilizacyjnym możliwy jest rozwój

¹ J. Bakan, *Korporacja. Patologiczna pogoń za zyskiem i władzą*, Wydawnictwo Lepsiy Świat, Warszawa 2006, s. 47.

² D. Korenik, *Odpowiedzialność banku komercyjnego: próba syntezy*, Difin, Warszawa 2009, s. 211–213.

³ WCED – World Commission on Environment and Development, Światowa Komisja ds. Środowiska i Rozwoju, utworzona w 1987 r., wypracowała szeroką koncepcję polityczną zrównoważonego rozwoju.

zrównoważony, to jest taki rozwój, w którym potrzeby obecnego pokolenia mogą być zaspokojone bez umniejszania szans przyszłych pokoleń na ich zaspokojenie⁴.

W literaturze można znaleźć wiele definicji CSR-u sformułowanych przez różne instytucje publiczne.

World Business Council for Sustainable Development⁵ definiuje CSR jako „zaangażowanie przedsiębiorstwa we wkład w zrównoważony rozwój, pracę z zatrudnionymi i ich rodzinami, lokalną społecznością i całym społeczeństwem w celu poprawy jakości ich życia”⁶. Przedsiębiorstwo, w myśl tej definicji, powinno:

- angażować się na rzecz wnoszenia wkładu w zrównoważony rozwój,
- angażować się w pracę na rzecz poprawy jakości życia lokalnej społeczności,
- prowadzić pracę z zatrudnionymi oraz z ich rodzinami tak, aby poprawić jakość ich życia,
- angażować się w pracę na rzecz poprawy jakości życia w skali całego społeczeństwa.

W polityce Unii Europejskiej początki społecznej odpowiedzialności biznesu odnaleźć można w Zielonej Księdze, która definiuje CSR jako możliwość przedsiębiorstw do „dobrowolnego uwzględniania problematyki społecznej i środowiskowej w swojej działalności gospodarczej i stosunkach z zainteresowanymi stronami”⁷. Zielona Księga to pierwszy dokument określający szczegółowo zarówno zasady, jak i sposoby wdrażania koncepcji CSR.

Biorąc pod uwagę historyczne początki, idea CSR niewątpliwie uległa poszerzeniu. Współcześnie najlepiej istotę CSR przedstawia norma ISO 26000 dotycząca społecznej odpowiedzialności, na podstawie której społeczna odpowiedzialność to „zobowiązanie organizacji do włączania aspektów społecznych i środowiskowych w proces podejmowania decyzji oraz wzięcie odpowiedzialności za wpływ podejmowanych decyzji i aktywności na społeczeństwo i środowisko”⁸. Wedle tej definicji celem CSR jest osiągnięcie poziomu równowagi pomiędzy zyskiem i wydajnością danego przedsiębiorstwa a pożytkiem społecznym. Firma poza realizowaniem działań biz-

⁴ *Nasza Wspólna Przyszłość, Raport*, Światowa Komisja ds. Środowiska i Rozwoju, kwiecień 1987.

⁵ WBCSD – Światowa Rada Biznesu na rzecz Zrównoważonego Rozwoju z siedzibą w Genewie – globalne stowarzyszenie około 200 międzynarodowych firm zajmujących się biznesem i zrównoważonym rozwojem. Utworzona w 1995 r. w wyniku fuzji Rady Biznesu na rzecz Zrównoważonego Rozwoju i Światowej Rady Przemysłu na rzecz Środowiska.

⁶ L. Holme, R. Watts, *Corporate Social Responsibility*, w: *Making Good Business Sense*, The World Business Council for Sustainable Development publication, January 2000, s. 3.

⁷ Green Paper: Promoting a European framework for Corporate Social Responsibility, COM (2001) 366 final, Brussels, 18.7.2001, s. 6.

⁸ Norma ISO 26000 opublikowana w listopadzie 2010 r. przez Międzynarodową Organizację Standaryzacyjną (International Standardization Organization, ISO).

nesowych powinna być również nastawiona na czynną komunikację z otoczeniem oraz na realizowanie jego potrzeb.

Standard ISO 26000 to jeden z trzech dokumentów (obok Inicjatywy ONZ Global Compact i wytycznych OECD dla przedsiębiorstw wielonarodowych) rekomendowanych przedsiębiorstwom w celu realizacji ich społecznej odpowiedzialności w nowo opracowanej strategii CSR dotyczącej okresu 2011–2014. W celu promowania wśród przedsiębiorstw idei społecznej odpowiedzialności biznesu Komisja Europejska zobowiązała się do odnowienia tej strategii. Nowa definicja CSR to „odpowiedzialność przedsiębiorstw za ich wpływ na społeczeństwo”⁹. Nowa strategia ma za zadanie zbudować wspólną wartość społeczno-gospodarczą. Ponadto w dokumencie tym podkreślono, iż konsumenci, inwestorzy i media odgrywają zasadniczą rolę dla dalszego rozwoju koncepcji CSR.

Do głównych obszarów społecznej odpowiedzialności biznesu należą¹⁰:

- prawa człowieka,
- warunki pracy,
- równość i różnorodność,
- ochrona konsumenta,
- wpływ na środowisko naturalne i zdrowie,
- rozwój ekonomiczny,
- etyczne zachowania biznesowe,
- lobbing i wpływy polityczne,
- role przedsiębiorstw w strefach konfliktów.

Reasumując: za podstawowe założenie koncepcji CSR uważa się odpowiedzialne oraz etyczne działanie danej firmy względem grup społecznych, na które niewątpliwie ona oddziałuje, przy zachowaniu możliwie jak największego poszanowania środowiska przyrodniczego. Warto podkreślić, że konieczność uwzględnienia w ramach idei CSR interesów wszystkich zainteresowanych stron nie powinna sprowadzać się wyłącznie do działalności charytatywnej czy promocji¹¹. Wdrażanie idei społecznej odpowiedzialności biznesu poprzez właściwe połączenie i wypełnianie powinności służebnych, także wobec prywatnych właścicieli, spoczywa na barkach banków, również będących przedsiębiorstwami.

⁹ A new EU strategy (2011–14) for company social responsibilities (CSR), COM (2011) 681 final, Brussels, 25.10.2011, s. 7.

¹⁰ T. Swift, S. Zadek, *Corporate Responsibility and the Competitive Advantage of Nations*, The Copenhagen Centre, AccountAbility, lipiec 2002.

¹¹ M. Wilewska, M. Jerzemowska, *Idea społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw w rozwoju MSP*, w: *Stymulowanie rozwoju społeczno-gospodarczego*, red. P. Kulawczuk, E. Kwella, FRUG, Sopot 2008, s. 112–116.

3. Społeczna odpowiedzialność sektora bankowego: banki komercyjne i spółdzielcze

Wśród polskich instytucji finansowych widoczne jest zainteresowanie problematyką społecznej odpowiedzialności biznesu. Zauważalna jest coraz większa aktywność w tym zakresie różnych segmentów sektora finansowego. Głównym powodem zwiększenia zainteresowania niewątpliwie jest fakt, iż instytucje te zauważają, że CSR jest dla nich korzystny, ponieważ pozwala budować i utrzymywać lepsze więzi ze społeczeństwem, redukuje liczbę konfliktów czy ogranicza koszty promocji.

Banki są definiowane jako „instytucje prowadzące, na podstawie zezwolenia władz nadzorczych, działalność we własnym imieniu i na własny rachunek, polegającą na przyjmowaniu depozytów (lub jakichkolwiek środków powierzonych pod jakimkolwiek tytułem zwrotnym) i udzielaniu kredytów lub wydawaniu pieniądza elektronicznego”¹². Bankami nie mogą być podmioty, których jednym celem jest maksymalizacja wartości rynkowej, ale powinny także mieć na uwadze warunki bycia instytucją zaufania publicznego¹³. Banki odgrywają bardzo specyficzną rolę w gospodarce. Przejrzystość, rzetelność i odpowiedzialność w ich działaniach w prosty sposób przekłada się na postrzeganie ich przez głównych interesariuszy, czyli klientów, pracowników, inwestorów, akcjonariuszy itp. Gdy bierze się pod uwagę wrażliwość systemu bankowego na jakiegokolwiek negatywne informacje rynkowe, widoczne jest, iż szczególną wagę nabiera aspekt zaufania klientów do banków, co warunkuje ich istnienie i funkcjonowanie. Bank w aspekcie społecznym oddziałuje na otoczenie poprzez zatrudnianie pracowników, sprzedaż produktów klientom, podejmowanie działań na rzecz społeczności lokalnych.

W niniejszym artykule przedstawiona zostanie koncepcja CSR na przykładzie banków różniących się formą działalności, tj. banków komercyjnych i spółdzielczych.

W literaturze definiowane są dwie podstawowe role banków¹⁴:

- „rola komercyjna, gdy bank jest postrzegany jako przedsiębiorstwo systemu rynkowego, działające w interesie właścicieli (akcjonariuszy) i z obowiązku swego przetrwania;
- rola służebna, gdy bank jej postrzegany jako organizacja (szeroko pojętego) systemu społecznego, działająca dla dobrobytu społeczeństwa i jednostek (ku pożytkowi różnych grup interesariuszy niebędących właścicielami)”.

¹² Z. Dobosiewicz, *Bankowość*, PWE, Warszawa 2005, s. 15.

¹³ M. Baka, *Bankowość europejska*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, s. 41.

¹⁴ D. Korenik, *Odpowiedzialność...*, op.cit., s. 8.

Realizacja koncepcji CSR nie jest możliwa do wdrożenia bez funkcjonowania stabilnego systemu bankowego. Banki w gospodarce pełnią wiele funkcji związanych z odpowiedzialnymi zadaniami dotyczącymi efektywnej alokacji kapitału czy też akumulacji oszczędności w gospodarce. W coraz większym stopniu uwzględniane są kryteria społeczne, etyczne i ekologiczne. Z jednej strony, banki muszą zadbać o to, aby stosowanie idei CSR nie było dla nich zagrożeniem, po to aby nadal mieć możliwość ustawicznego służenia społeczeństwu i gospodarce. Natomiast z drugiej strony, banki w ramach koncepcji CSR powinny wnieść wkład dla kształtowania dobrobytu. Banki, jako pośrednicy finansowi, poprzez politykę finansowania, którą stosują, oddziałują na decyzje, jakie projekty zostaną zrealizowane. W zależności od polityki stosowanej w konkretnym banku projekty wymagające finansowania bankowego mogą być oceniane według różnych kryteriów, takich jak ekonomiczno-finanowe, społeczne czy ekologiczne.

Idea CSR w **bankach komercyjnych** nie została osadzona w ich tożsamości od początku ich powstania. Koncepcja ta, wraz z rozwojem tych banków, nabiera coraz większego znaczenia, mając zasadniczy wpływ na ich stabilne funkcjonowanie. Pozytywne skutki obserwowane po jej wdrożeniu sprawiają, że rośnie zainteresowanie jej tematem.

Banki komercyjne w ramach stosowania koncepcji społecznej odpowiedzialności biznesu dla swoich klientów starają się dopasowywać ofertę produktową oraz linie usługowe tak, aby ceny ustalane były na poziomie umiarkowanym. Takie działania prowadzą do poprawy jakości życia, jednocześnie nie zakłócając osiągnięcia sukcesów w działalności bankowej.

W ramach koncepcji CSR banki komercyjne oddziałują również na rzecz swoich akcjonariuszy. Sposób zarządzania nastawiony powinien być na wartość, aby możliwe było wypłacanie dywidendy. Ponadto w dłuższej perspektywie taki sposób zarządzania powinien doprowadzić do wzrostu kursów akcji.

Ważne miejsce w polityce banków komercyjnych w obszarze CSR zajmuje odpowiedzialność wobec własnych pracowników. Atrakcyjność banków komercyjnych jako miejsc pracy, stosowanie programów motywacyjnych, możliwości podnoszenia kwalifikacji czy rozwój osobowościowy sprawiają, że banki te stają się pożądanymi pracodawcami.

Aspekt społeczny w ramach koncepcji społecznej odpowiedzialności biznesu jest realizowany w bankach komercyjnych poprzez prowadzenie przedsięwzięć innowacyjnych i ekologicznych mających na uwadze poprawę jakości życia. Odpowiedzialność za środowisko naturalne to jeden z celów działalności banków komercyjnych stosujących koncepcję CSR. Dbanie o ekologię przez promowanie przyjaznych dla środowiska produktów ma odzwierciedlenie w *green banking* czy *green initiatives*.

Banki komercyjne ponadto często uczestniczą we wspieraniu projektów oświatowych czy kulturalnych, a także w akcjach charytatywnych.

Podsumowując: banki komercyjne upatrują w koncepcji społecznej odpowiedzialności biznesu korzyści dla swojego funkcjonowania, dlatego coraz chętniej po tę koncepcję sięgają. Zwiększone zainteresowanie społeczną odpowiedzialnością biznesu przejawia się również w tym, że CSR pozwala budować i utrzymywać dobre relacje ze społeczeństwem, redukować liczbę konfliktów, a także ogranicza koszty promocji, co pozytywnie wpływa na reputację banków.

Banki spółdzielcze w odróżnieniu od banków komercyjnych nie maksymalizują zysku, ale przede wszystkim finansowo wspierają własnych członków dzięki świadczeniu im wielostronnej pomocy, a także wysokiej jakości usług, oferowanych po korzystnych cenach.

Banki spółdzielcze są organizacjami, w których idea CSR jest realizowana, chociażby ze względu na fakt, iż jest w sposób naturalny osadzona w ich tożsamości od czasów ich powstania w XIX wieku. Widoczna jest zbieżność społecznej odpowiedzialności banków spółdzielczych ze strategią lizbońską¹⁵ w zakresie kwestii dotyczących wzrostu gospodarczego, tworzenia miejsc pracy, wprowadzenia innowacji, rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw czy ochrony środowiska. Różnice pomiędzy bankami spółdzielczymi a bankami komercyjnymi nie sprowadzają się tylko do formy prawnej. Banki te różnią się historią, wielkością przedsiębiorstwa bankowego, celami biznesowymi czy też orientacją na inne segmenty dochodowe klientów. Banki spółdzielcze poza klasycznymi funkcjami bankowymi (przyjmowanie depozytów, udzielanie kredytów, rozliczanie płatności) rzadko uczestniczą w pośrednictwie w handlu instrumentami finansowymi. Ze względu na fakt, iż banki spółdzielcze nie angażowały się w obrót tzw. toksycznymi obligacjami hipotecznymi, kryzys *subprime* nie dotknął ich w sposób bezpośredni. Banki spółdzielcze opierają się na solidarności, samopomocy, współpracy w ramach społeczności lokalnych i również dzięki tym wartościom wpisują się w koncepcję CSR. Ponadto realizują swoje cele również w oświacie poprzez dążenie do zwiększenia świadomości kulturalnej i moralnej wśród swoich członków, co również wskazuje na postępowanie zgodne z założeniami idei CSR.

Banki spółdzielcze są bardzo blisko swoich klientów, dzięki czemu znają ich potrzeby i w postaci swoich produktów oferują klientom rozwiązanie problemów. Warto podkreślić, że głównym celem działalności banków spółdzielczych jest maksymalizacja korzyści dla swoich członków-klientów, a nie maksymalizacja zysku. Cel ten jest realizowany poprzez wypłatę dywidend, oprocentowanie udziałów

¹⁵ Strategia lizbońska, szczyt Rady Europejskiej w Lizbonie, marzec 2000.

członkowskich, oferowanie członkom-klientom produktów i usług adekwatnych do ich potrzeb, produktów o wysokiej jakości oraz po rozsądnych cenach.

Banki spółdzielcze wspierają różne inicjatywy społeczne, sportowe, charytatywne, kulturowe czy też działalność organizacji pożytku publicznego. Niewątpliwie działania te sprzyjają budowaniu pozytywnego wizerunku banków spółdzielczych w społeczeństwie. Ponadto banki spółdzielcze przyczyniają się m.in. do zrównoważonego rozwoju obszarów wiejskich. Przekazywanie darowizn na rzecz organizacji charytatywnych oraz realizacje lokalnych projektów należą również do ich zadań.

Ważne miejsce w polityce banków spółdzielczych, również w obszarze CSR, zajmuje odpowiedzialność wobec własnych pracowników. Atrakcyjność banków spółdzielczych jako miejsc pracy to nie tylko odpowiedni poziom zarobków, ale także duże możliwości osobistego rozwoju poprzez bogatą ofertę szkoleniową. Banki spółdzielcze wspierają równowagę płci osób obejmujących kierownicze stanowiska oraz przestrzegają zasad równości wynagrodzeń za wykonywanie tej samej pracy.

Odpowiedzialność za środowisko naturalne jest również jednym z celów polityki banków spółdzielczych. Za pomocą e-learningu czy intranetu, jako narzędzia komunikacji wewnętrznej, banki rozpowszechniają świadomość ekologiczną wśród społeczności lokalnej. Ponadto promują przyjazne dla środowiska projekty inwestycyjne (energia wiatrowa, energia słoneczna) oraz proponują niskooprocentowane pożyczki udzielane na zakup sprzętu przyjaznego dla środowiska.

Podsumowując: banki spółdzielcze są doskonałym przykładem łączenia odpowiedzialności wobec swoich członków, będących ich właścicielami, z odpowiedzialnością wobec swoich pracowników, klientów i społeczeństwa. W swojej działalności starają się uwzględniać oczekiwania tych grup. Społeczna odpowiedzialność biznesu to wartość charakterystyczna ich działalności oraz jednocześnie jest stałym elementem ich tożsamości. Przytoczone powyżej przesłanki wskazują na fakt, iż banki spółdzielcze lepiej realizują stosowanie koncepcji CSR niż banki komercyjne.

4. CSR w sektorze bankowym w ujęciu standardów międzynarodowych i krajowych

Koncepcja społecznej odpowiedzialności biznesu może być mierzona przez zastosowanie międzynarodowych (np. Global Compact – GC¹⁶, Global Reporting

¹⁶ Global Compact (GL) – to inicjatywa na rzecz odpowiedzialności korporacyjnej i zrównoważonego rozwoju, zbiór 10 zasad w 4 obszarach – prawa człowieka, standardy pracy, środowisko naturalne i przeciwdziałanie korupcji.

Initiative – GRI¹⁷) i krajowych standardów (np. indeksy giełdowe). Również banki stosują te standardy, wyrażając w nich swoje zaangażowanie we wdrażaniu i utrzymywaniu idei społecznej odpowiedzialności biznesu.

Inicjatywa Global Compact służy wdrażaniu idei CSR i przestrzeganiu jej zasad, a ponadto przedsiębiorstwa są zobowiązane do publikacji corocznych raportów (tzw. Communication on Progress)¹⁸ o stopniu realizacji zasad Global Compact. Brak respektowania obowiązku sporządzania takiego raportu jest jednoznaczny z wyłączeniem uczestnika z programu. W tabeli 1 przedstawiono liczbę podmiotów wdrażających koncepcję CSR. Z tabeli wynika, iż spośród wszystkich uczestników Global Compact (5622 partycypantów) udział banków i firm z sektora finansowego (409 partycypantów) wynosi 7,3%. Biorąc pod uwagę fakt, że lista biznesowych partycypantów zawiera podział na 41 sektorów (w tym 2 osobne sektory: banki i *financial services*) uzyskany wynik jest dość wysoki.

W Polsce spośród wszystkich uczestników Global Compact (33 partycypantów) udział banków jest zerowy, natomiast udział sektora *financial service* (1 partycypant) wynosi 3%. Udział polskiego sektora bankowego oraz *financial service* (1 partycypant) na tle światowych uczestników jest znikomy i wynosi zaledwie 0,2%.

Zbiór wytycznych dotyczących raportowania kwestii zrównoważonego rozwoju dla instytucji stosujących standardy raportowania G3 GRI, również instytucji finansowych (funduszy inwestycyjnych, towarzystw ubezpieczeniowych i banków korporacyjnych), zawiera jasne i przejrzyste wytyczne dotyczące społeczeństwa i środowiska.

Tabela 1. Zestawienie czynnych biznesowych członków Global Compact w Polsce i na świecie (wg stanu na 24 października 2012)

Liczba członków GC na świecie	5 622 firmy
w tym banki	87 firm
w tym sektor <i>financial service</i>	322 firmy
Liczba członków GC w Polsce	33 firmy
w tym banki	0 firm
w tym sektor <i>financial service</i>	1 firma HCE Sp. z o.o.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Global Compact, <http://www.unglobalcompact.org/participants/search>, 24.10.2012.

¹⁷ Global Reporting Initiative (GRI) – Inicjatywa ds. Ogólnoświatowej Sprawozdawczości, wytyczne GRI G3 do raportowania kwestii zrównoważonego rozwoju określają zasady raportowania kwestii ekonomicznych, społecznych i środowiskowych, ich jakość oraz dostarczają listę wskaźników.

¹⁸ Activities to promote CSR 2007–2008, European Multistakeholder Forum on Corporate Social Responsibility Plenary Meeting, European Commission, 10 February 2009.

Podstawową korzyścią, jaką daje zastosowanie zasad GRI, jest perspektywa dokonania porównań dla firm stosujących tę formę raportowania zarówno pomiędzy kolejnymi latami, jak i w odniesieniu do innych przedsiębiorstw. Stosowane wytyczne pozwalają uporządkować wiele obszarów działalności biznesowej, a także precyzują miary umożliwiające określenie poziomu wpływu stosowania koncepcji CSR na środowisko i społeczeństwo. Wytyczne zostały uzupełnione m.in. o zbiór wskaźników sektorowych dla branży finansowej. Nastąpiła również harmonizacja dotychczasowych reguł z zasadami Global Compact.

Sektor finansowy w suplemencie dla branży finansowej¹⁹ został podzielony na cztery kategorie: bankowość detaliczna, bankowość korporacyjna, zarządzanie aktywami, ubezpieczenia.

Struktura wskaźników wyników na potrzeby raportowania według GRI dla branży finansowej obejmuje:

- wskaźniki ekonomiczne: EC1;
- wskaźniki środowiskowe: EN16, EN22;
- wskaźniki społeczne: HR1, FS13, FS14, FS15, FS16;
- wskaźniki dotyczące produktów i usług: FS1, FS2, FS3, FS4, FS5, FS6, FS7, FS8, FS9, FS10, FS11, FS12.

Ponadto wymaga się, aby raporty, które reprezentują dany poziom aplikacji (np. C, C+, B, B+, A, A+), spełniały kryteria przyporządkowane dla danego poziomu (rysunek 1). Poszczególne poziomy aplikacji są oznaczone literami: C – wskazuje na poziom najniższy, C+, gdzie „+” oznacza zewnętrzną weryfikację raportu dokonywaną przez niezależny organ poświadczający, B – wskazuje na poziom średni, B+ – oznacza poziom średni, dodatkowo zweryfikowany przez niezależny organ poświadczający, A – wskazuje na poziom najwyższy i A+ – oznacza poziom najwyższy dodatkowo zweryfikowany przez niezależny organ poświadczający. Kryteria raportowania, które są przyporządkowane do danego poziomu, wyznaczają miarę stopnia aplikacji. Poziomy aplikacji GRI określają liczbę wskaźników raportowanych przez daną organizację.

Weryfikacja poziomu aplikacji może być dokonana przez GRI. W przypadku poziomów aplikacji obowiązuje terminologia oparta na tzw. kryteriach poziomu aplikacji. Przykładowo: dana organizacja zadeklarowała poziom aplikacji B, co z kolei zostało zweryfikowane przez tzw. stronę trzecią, a następnie przez GRI (rysunek 2). Warto też dodać, że organizacja sama określa sposób kalkulacji dla poszczególnych wskaźników, a także sposób ich prezentacji.

¹⁹ Sustainability Reporting Guidelines & Financial Services Sector Supplement, RG & FSSS, s. 5.


Rysunek 1. GRI – poziomy aplikacji

Poziom Aplikacji	C	C+	B	B+	A	A+	
Standardowe informacje	G3 Informacje o profilu WYNIK	Raportowanie: 1.1 2.1 - 2.10 3.1 - 3.8, 3.10 - 3.12 4.1 - 4.4, 4.14 - 4.15	Zewnętrzna weryfikacja raportu	Raportowanie wszystkich kryteriów z poziomu C poszerzone o kryteria: 1.2 3.9, 3.13 4.5 - 4.13, 4.16 - 4.17	Zewnętrzna weryfikacja raportu	Raportowanie wszystkich kryteriów z poziomu B	Zewnętrzna weryfikacja raportu
	G3 Informacje o podejściu do zarządzania WYNIK	Nie wymagane		Podejście do zarządzania dla każdej kategorii wskaźników		Podejście do zarządzania dla każdej kategorii wskaźników	
	G3 Wskaźniki Wyników & Wskaźniki z Suplementów Sektorowych WYNIK	Raportowanie minimum 10 wskaźników, w tym co najmniej po je dnym ekonomicznym, społecznym i środowiskowym.		Raportowanie minimum 20 wskaźników, w tym co najmniej po jednym ekonomicznym, społecznym, środowiskowym, z zakresu praw człowieka, praktyk dotyczących zatrudnienia oraz odpowiedzialności za produkt		Raport odnosi się do każdego wskaźnika podstawowego z Wytycznych GRI oraz z Suplementu Sektorowego stosując Zasadę Istotności poprzez: a) raportowanie tego wskaźnika lub b) uzasadnienie powodu jego pominięcia	







*Suplement Sektorów w wersji finalnej

Źródło: <http://www.globalreporting.org/ReportingFramework/ApplicationLevels/>, 20.10.2012.

Rysunek 2. Przykład zweryfikowania zadeklarowanych poziomów aplikacji

Za zgodność z GRI 2002		C	C+	B	B+	A	A+
Opcjonalne	Własna Deklaracja		Zewnętrzna weryfikacja raportu	☑	Zewnętrzna weryfikacja raportu		Zewnętrzna weryfikacja raportu
	Weryfikacja tzw. „strony trzeciej”			☑			
	Weryfikacja GRI						

Ikona:
Weryfikacja GRI

Źródło: <http://www.globalreporting.org/Home/LanguageBar/PolishLanguagePage.htm> – Poziomy Aplikacji, 20.10.2012.

Raporty banków dotyczące społecznej odpowiedzialności biznesu wykonane według standardów GRI również mają określone poziomy aplikacji.

Bank Gospodarki Żywnościowej S.A. debiutował, publikując raport o społecznej odpowiedzialności biznesu za rok 2011 – Bank lokalnych społeczności – sporządzony według standardów G3 GRI. Bank BGŻ deklaruje w ramach trójstopniowego systemu Poziomów Aplikacji osiągnięcie Poziomu B.

Kredyt Bank S.A. opublikował pierwszy raport dotyczący społecznej odpowiedzialności biznesu obejmujący lata 2009–2011. W procesie definiowania zawartości raportu wykorzystano międzynarodowe wytyczne służące do raportowania kwestii zrównoważonego rozwoju według standardu G3 GRI na Poziomie Aplikacji C. Ponadto Raport społecznej odpowiedzialności biznesu Kredyt Banku został poświadczony i zweryfikowany przez GRI na poziomie C.

Raport Odpowiedzialny Biznes 2011 Grupy Banku Millennium również został sporządzony według międzynarodowego standardu raportowania Global Reporting Initiative Sustainability Guidelines G3 GRI na poziomie C.

Z koncepcją CSR ściśle powiązana jest idea tzw. inwestycji odpowiedzialnych społecznie (skrót SRI – *Socially Responsible Investment*). Koncepcja CSR jest związana z danym przedsiębiorstwem, które stosuje wymogi ESG²⁰, natomiast idea SRI stosowana jest w odniesieniu do inwestorów, którzy podczas podejmowania decyzji w procesach inwestycyjnych łączą cele finansowe z czynnikami ESG. Społecznie odpowiedzialne inwestowanie polega na tym, że spółki, chcąc sprostać oczekiwaniom inwestorów, zamieszczają w raportach i innych publikacjach informacje dotyczące osiągnięć w zakresie społecznej odpowiedzialności. SRI swoim zakresem obejmują również sektor bankowy. Potencjalny odpowiedzialny inwestor nie lokuje swoich środków w bankach, które łamią prawa pracownicze, prowadzą nierzetelną politykę informacyjną, finansują obrót bronią czy nie podejmują działań na rzecz ochrony środowiska. Inwestorzy coraz częściej sięgają do raportów CSR oraz Corporate Governance przed podjęciem swoich decyzji inwestycyjnych. Przykładowo w Kredyt Banku, polityka oparta na wytycznych KBC²¹, dotyczących Międzynarodowych Zasad Kredytowania, polega na finansowaniu tych transakcji, które są zgodne z normami etycznymi oraz z przepisami prawa. Wykluczone jest finansowanie działalności przestępczej w rozumieniu kodeksu karnego, a także społecznie nieakceptowanej. Kredyt Bank nie finansuje również produkcji i handlu bronią, hazardu, przemysłu erotycznego oraz unika finansowania firm wykazujących podwyższone ryzyko ekologiczne.

²⁰ ESG (Environment, Social, Governance) – skrót od nazw czynników, na podstawie których tworzone są raporty przedsiębiorstw. Składają się one z 3 elementów: Środowisko, Społeczna odpowiedzialność, Ład korporacyjny.

²¹ Kredyt Bank należy do belgijskiej bankowo-ubezpieczeniowej Grupy KBC.

Pierwsze indeksy dotyczące CSR powstawały w Stanach Zjednoczonych. Indeksy te są tworzone w celu wyznaczenia poziomu benchmarku dla tych spółek, które prowadzą działania w ramach CSR. Ponadto powinny stanowić realną referencję dla inwestorów, którzy przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych uwzględniają kryteria ESG. Spółki odpowiedzialne społecznie wchodziły w skład RESPECT Index²² notowanego na warszawskiej giełdzie. RESPECT Index obejmuje spółki działające zgodnie z najwyższymi standardami dotyczącymi społecznej odpowiedzialności biznesu. Indeks ten ma służyć wyłonieniu tych spółek, które są zarządzane w sposób odpowiedzialny i zrównoważony. Ponadto mocno jest zaakcentowana atrakcyjność inwestycyjna spółek wchodzących w skład tego indeksu m.in. poprzez odpowiednią jakość raportowania, ład korporacyjny czy jakość relacji inwestorskich. Jednym z kryteriów kwalifikacyjnych jest parametr płynności. Dzięki jego uwzględnieniu spółki wchodzące w skład RESPECT Index stanowią dodatkowy atut brany pod uwagę przez potencjalnych inwestorów. W ramach indeksu przedsiębiorstw odpowiedzialnych społecznie notowanych jest 20 spółek (tabela 2), w tym 5 banków (Bank BPH S.A., Bank Handlowy w Warszawie S.A., Bank Milenium S.A., ING Bank Śląski S.A., Kredyt Bank S.A.). Udział banków na tle pozostałych notowanych firm (25%) jest znaczący i świadczy o tym, że banki wdrażają zasady i standardy CSR w każdym ich aspekcie.

**Tabela 2. Lista spółek wchodzących w skład RESPECT INDEX
(wg stanu na 31 października 2012 r.)**

Lp.	Nazwa spółki	Lp.	Nazwa spółki
1	Aparator S.A.	11	Kredyt Bank S.A.
2	Bank BPH S.A.	12	Lubelski Węgiel „Bogdanka” S.A.
3	Bank Handlowy w Warszawie S.A.	13	Netia S.A.
4	Bank Millennium S.A.	14	Polska Grupa Energetyczna S.A.
5	Budimex S.A.	15	Polski Koncern Naftowy ORLEN S.A.
6	Elektrobudowa S.A.	16	Polskie Górnictwo Naftowe i Gazownictwo S.A.
7	Grupa LOTOS S.A.	17	Powszechny Zakład Ubezpieczeń S.A.
8	ING Bank Śląski S.A.	18	Telekomunikacja Polska S.A.
9	Jastrzębska Spółka Węglowa S.A.	19	Zakłady Azotowe w Tarnowie-Mościcach S.A.
10	KGHM Polska Miedź S.A.	20	Zespół Elektrociepłowni Wrocławskich KOGENERACJA S.A.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: http://www.odpowiedzialni.gpw.pl/spolki?_ph_main_content_start=show&ph_main_content_arti_id=1095, 31.10.2012.

²² RESPECT Index – skrót od Responsibility, Ecology, Sustainability, Participation, Environment, Community, Transparency.

Ranking Odpowiedzialnych Firm²³ to całościowe zestawienie, w którym znajdziemy wykaz największych spółek w Polsce ocenionych pod względem jakości zarządzania w ramach społecznej odpowiedzialności biznesu (CSR). Pozycje wśród liderów rankingu nie zostały przyznane bankom, natomiast, biorąc pod uwagę kategorie branżowe, a w nich bankowość, sektor finansowy i ubezpieczeniowy, to liderami są:

- 1) ING Bank Śląski S.A.,
- 2) Bank Zachodni WBK S.A.,
- 3) Bank Handlowy w Warszawie S.A.

5. Odpowiedzialność banków za kryzys *subprime* w aspekcie CSR

Trwający kryzys finansowy niewątpliwie skłania do refleksji dotyczącej społecznej odpowiedzialności instytucji finansowych. Doszło do sytuacji, w której kryzys ujawnił nieodpowiedzialne podejście zarówno do własnych, jak i cudzych interesów. Początek kryzysu związany był z zapaścią w Stanach Zjednoczonych, która miała miejsce na rynku pożyczek hipotecznych obarczonych wysokim ryzykiem. Kredyty hipoteczne zostały udzielone osobom, które miały niewystarczające możliwości finansowe, niewątpliwie charakteryzowały się wysokim stopniem ryzyka spłaty.

Postępowanie banków, poprzez udzielanie kredytów klientom nieposiadającym zdolności kredytowej, nie miało nic wspólnego z postępowaniem etycznym czy profesjonalnym. Ponadto niefrasobliwym zachowaniem była także sekurytyzacja należności z tytułu udzielonych kredytów *subprime* oraz inwestycje poważnych instytucji bankowych z różnych krajów w wyemitowane tą drogą papiery. Banki zareagowały wstrzymaniem finansowania działalności gospodarczej oraz inwestycji mieszkaniowych, co w efekcie prowadziło do eskalacji kryzysu gospodarczego wraz z negatywnymi skutkami dla dobrobytu społeczeństwa. Podjęte przez banki decyzje o zahamowaniu finansowania działalności gospodarczej spotkało się ze strony społeczeństwa z opinią odejścia banków od pełnienia służebnej roli w życiu gospodarczym. Poza tym działalność banków jest silnie krytykowana ze względu na fakt, iż sięgają one, za pośrednictwem państwa, po pieniądze podatników, a jednocześnie nie rezygnują z wypłacania wysokich premii swoim menedżerom. Wprowadzone komitety wynagrodzeń, których zadaniem jest dokonywanie oceny wynagrodzeń

²³ V Ranking Odpowiedzialnych Firm w 2011 roku, publikowany przez „Dziennik Gazetę Prawną” pod patronatem Forum Odpowiedzialnego Biznesu, weryfikowany przez PwC.

otrzymywanych przez osoby zatrudnione na wyższym szczeblu i członków zarządu banków oraz rekomendacji co do wysokości wynagrodzenia powinny ograniczyć stosowane dotychczas praktyki. Coraz częściej wprowadza się również uzależnienie wysokości wynagrodzenia od poziomu osiągniętych wyników.

Można zaobserwować fakt, iż banki, szczególnie te, które działają na skalę globalną, w prowadzeniu działalności nastawione są na zwiększanie zysku, chociażby przerzucając ryzyko towarzyszące ich działalności na partnerów handlowych, zapominając, że ta krótkowzroczność, mimo zapewnienia osiągnięcia zysku na krótką metę, w dłuższym okresie może zawieść ich oczekiwania. Widoczne jest to nawet w bankowości prywatnej, gdzie co do zasady relacje między bankiem a klientem winny opierać się na rzetelnych podstawach. Okazuje się, że za priorytet uważana jest sprzedaż produktów dochodowych dla banku, a nie bierze się pod uwagę, czy produkty te odpowiadają rzeczywistym potrzebom klientów²⁴. Niewątpliwie zaufanie do całego sektora bankowego zostało mocno nadszarpnięte. W celu odbudowania tego zaufania do sektora finansowego podczas Światowego Forum Ekonomicznego w Davos²⁵ w 2009 r. zaprezentowano zbiór wytycznych dotyczących raportowania w zakresie zrównoważonego rozwoju, skierowanych do firm zajmujących się świadczeniem usług finansowych.

W obliczu tych wydarzeń nasuwa się pytanie: Czy gdyby banki respektowały zasady idei społecznej odpowiedzialności biznesu, pozostałoby to bez wpływu na skutki kryzysu finansowego? Szeroko rozpowszechniony pogląd w tej kwestii mówi, iż stosowanie koncepcji CSR może nie zapobiegłoby powstaniu kryzysu finansowego, lecz jego negatywne skutki byłyby nieporównywalnie mniejsze. Niewątpliwie kryzys *subprime* pokazał, iż rysuje się potrzeba szukania nowego stanu równowagi, którym może być właśnie społeczna odpowiedzialność biznesu.

6. Oblicza CSR w bankowości – kierunki rozwoju na przykładzie wybranych inicjatyw

Inicjatywy dotyczące społecznej odpowiedzialności biznesu coraz liczniej widoczne są w sektorze bankowym. Korporacje finansowe powinny dążyć do utrzymywania pozytywnych relacji ze swoim otoczeniem, ponieważ w tym sektorze społeczna

²⁴ L. Dziawgo, *Społeczna odpowiedzialność biznesu a bezpieczeństwo systemu bankowego*, w: *Stabilność i bezpieczeństwo systemu bankowego*, red. J. Nowakowski, T. Famulska, Difin, Warszawa 2008, s. 121–122.

²⁵ CSR Europe, Światowe Forum Ekonomiczne w Davos, 28.01.2009, <http://odpowiedzialnybiznes.pl/pl/baza-wiedzy/o-csr/csr-w-ue.html?id=2315>, 24.10.2012.

odpowiedzialność biznesu jest podstawą. Instytucje finansowe, a szczególnie banki, powinny dbać o swoje relacje z pracownikami, relacje z klientami, zaangażowanie społeczne, odpowiednie produkty i usługi, relacje z partnerami biznesowymi.

Analizując akcje społeczne banków w ramach koncepcji CSR, podzielono je na kilka podstawowych obszarów rozwoju społecznej odpowiedzialności w sektorze bankowym, tj. ekologię, ukierunkowanie na klientów i pracowników, dobre praktyki, mikrofinansowanie.

Współcześnie działania ukierunkowane na ekologię zyskują coraz większe poparcie. Działania banków na rzecz ekologii są widoczne w praktyce gospodarczej. Wraz ze świadomością ekologiczną osiągnęte są korzyści ekonomiczne dające przewagę nad konkurentami niepodejmującymi tego typu działań. Ponadto klienci, przykładając coraz większą wagę do ekologii, są nawet skłonni płacić więcej za oferowane produkty i usługi przyczyniające się do poprawy stanu środowiska naturalnego. W ramach podejścia ekologicznego można wyodrębnić *green banking* oraz *green initiatives*.

*Green banking*²⁶ rozumiana jest jako działalność ekologiczna banków dotycząca finansowania ekologicznych inicjatyw. Banki w tym aspekcie zwiększają świadomość ekologiczną społeczeństwa oraz poprawiają stan środowiska naturalnego, a także przyczyniają się do rozwoju nowych technologii. Do projektów realizowanych w ramach CSR przez społecznie odpowiedzialne banki w obszarze *green banking* można zaliczyć „Bankowość w zieleni” (Crédit Agricole Bank Polski S.A.). W ramach tego międzynarodowego projektu przesłaniem jest odwołanie się do wartości zrównoważonego rozwoju w wymiarze zarówno etycznym, jak i ekologicznym. W ramach Bankowości w zieleni przeprowadzono następujące akcje:

- Zielony Tydzień – akcja promowała ekologiczny styl życia zarówno wśród klientów, jak i pracowników oraz integrowała ich wokół wspólnych wartości;
- Kto oszczędza na papierze, ten ratuje nasze jeże – akcja zachęcająca klientów do zrezygnowania z korzystania z wyciągów papierowych na rzecz wyciągów elektronicznych, a zaoszczędzone w ten sposób pieniądze zostały przekazane na rzecz Polskiego Stowarzyszenia Ochrony Jeży „Nasze Jeże”.

*Green initiatives*²⁷ jest pojęciem szerszym niż *green banking*. Głównym jej celem jest ograniczenie emisji gazów cieplarnianych, które powstają w wyniku działalności człowieka. Do projektów realizowanych w ramach CSR przez społecznie odpowiedzialne banki w obszarze *green initiatives* można zaliczyć następujące akcje:

²⁶ K.A. Thombre, *The New Face of Banking: Green Banking, Golden Research Thoughts*, Issue II, August 2011, s. 1–2.

²⁷ Ibidem, s. 1–2.

- Certyfikat Zielonego Biura (Bank Ochrony Środowiska S.A.) – w ramach tego projektu wyznaczono miejsca do selektywnej zbiórki odpadów, obniżono zużycie wody, podjęto monitorowanie emisji dwutlenku węgla – w lutym 2011 r. bank otrzymał Certyfikat Zielonego Biura;
- Zagoń rower do roboty. Tydzień odpoczynku dla samochodów (Crédit Agricole Bank Polski S.A.) – projekt mający za zadanie promowanie dojeżdżania do pracy na rowerze;
- zbiórka używanych telefonów komórkowych (Bank Millennium S.A.) – zarobione w ten sposób środki zostały przeznaczone na cel charytatywny.

Ukierunkowanie na klientów i pracowników to kolejny obszar, w którym widoczne jest wdrażanie zasad CSR. W odniesieniu do pracowników programy te włączają ich w podejmowanie działań, wspólne szukanie pomysłów i rozwiązań, a w niektórych sytuacjach możliwe jest powołanie specjalnego zespołu nadzorującego działania firmy w obszarze CSR. W odniesieniu do klientów firmy włączają ich w programy CSR w sposób bezpośredni. Do projektów realizowanych w ramach CSR przez społecznie odpowiedzialne banki w obszarze ukierunkowania na klientów i pracowników można wymienić następujące akcje:

- Obsługa bez barier (Bank Zachodni WBK S.A.) – celem programu jest stworzenie udogodnień dla osób niepełnosprawnych; w banku w ramach tej akcji przystosowano 100 oddziałów, w których pracownicy zostali przygotowani do obsługi klientów niepełnosprawnych oraz ponad 100 bankomatów dostępnych jest dla osób z dysfunkcją wzroku;
- Karta WOŚP (Bank Pekao S.A.) – celem programu jest wsparcie działań Fundacji Wielkiej Orkiestry Świątecznej Pomocy, wprowadzenie nowej karty płatniczej, dzięki płaceniu którą klienci banku będą mogli przez cały rok wspierać działalność fundacji;
- Wolontariat pracowniczy (Kredyt Bank S.A.) – celem programu jest wspieranie projektów społecznych zgłaszanych przez pracowników, którzy mogą przeznaczyć jeden dzień roboczy na działania w tym celu oraz przyznawane granty na ten cel;
- Książka dla dzieci (Nordea Bank Polska S.A.) – celem programu było wydanie książeczki dla najmłodszych „Bajka o dwóch łośiach”, z której mogą korzystać podczas wizyt ich rodziców w placówkach banków.

Przykładem działań w ramach tzw. dobrych praktyk niewątpliwie jest działalność Europejskiej Federacji Banków Etycznych i Alternatywnych (skrót FEBEA – European Federation of Ethical and Alternative Banks). Federacja, nie kierując się w swoich działaniach wyłącznie celami finansowymi, propaguje solidarność społeczną oraz spójny i zrównoważony rozwój gospodarczy. Jedynym polskim przedstawicielem w Federacji jest Bank Inicjatyw Społeczno-Ekonomicznych S.A.

(BISE). Przykładem projektu przeprowadzonego w Polsce za pośrednictwem FEBEA jest Bałtowski Park Jurajski. Projekt ten miał na celu rozwój regionu poprzez tworzenie nowych miejsc pracy, wspieranie lokalnych przedsiębiorstw oraz tworzenie bazy turystycznej i cateringowej. Ponadto nakierowano się na edukację ekologiczną, rozwój agroturystyki, ochronę zasobów naturalnych (rzeki, krajobrazu, fauny i flory lokalnej). Przeprowadzona dzięki temu aktywizacja mieszkańców umożliwiła im indywidualny rozwój oraz przyłączyła się do działania na rzecz integracji wspólnot.

Mikrofinansowanie to kolejna inicjatywa podejmowana przez banki w ramach społecznej odpowiedzialności biznesu. Belgijska instytucja zajmująca się mikrofinansowaniem – MicroStart, utworzona przez bank BNP Paribas Fortis we współpracy z AIDE²⁸, oferuje mikrokredyty indywidualne i grupowe dla osób wykluczonych z tradycyjnego bankowego systemu kredytowego. Stworzona instytucja zlokalizowana jest w obszarach o wysokim bezrobociu. MicroStart udziela mikropożyczek mikroprzedsiębiorcom, którzy nie mają z różnych względów dostępu do tradycyjnych pożyczek bankowych, osobom bezrobotnym, beneficjentom, którzy otrzymują świadczenia opieki społecznej oraz imigrantom. Ponadto udzielane jest im wsparcie przy zakładaniu lub rozwijaniu ich samodzielnej działalności.

Tabela 3. Wybrane odpowiedzialne inwestycje w produkty bankowe

Nazwa produktu i instytucji	Rodzaj produktu	Opis
Kredyt Energooszczędny – BNP Paribas Bank Polska S.A.	kredyt	– finansowanie inwestycji zmniejszających zużycie energii w przedsiębiorstwie lub podnoszących efektywności jej zużycia – kredyt ma charakter finansowania nieodnawialnego
Kredyty na urządzenia ekologiczne – Bank Ochrony Środowiska S.A.	kredyt	– zakup lub montaż urządzeń i wyrobów służących ochronie środowiska – przeznaczenie na takie produkty, jak: kolektory słoneczne, pompy ciepła, rekuperatory, przydomowe oczyszczalnie ścieków, systemy dociepleń budynków itp.
Eko-profit – Bank Ochrony Środowiska S.A.	lokata	– łączy w sobie cechy konta bieżącego oraz lokaty bankowej – umożliwia dokonywanie wpłat i wypłat w dowolnej wysokości i w dowolnym czasie, bez utraty odsetek
Eko-Leasing – Bank Zachodni WBK S. A.	leasing	– finansowanie nowych i używanych kompletnych elektrowni wiatrowych i transformatorów

Źródło: opracowanie własne według stanu na 30.10.2012.

²⁸ Association pour le droit à l’initiative économique – francuski kredytodawca oferujący mikrokredyty.

Oferty produktów bankowych dostępnych w ramach inwestycji odpowiedzialnych społecznie są coraz bardziej liczne. Wśród dostępnych produktów najliczniejszą grupę stanowią kredyty. W tabeli 3 przedstawiono wybrane produkty (kredyty, lokaty, leasing) oferowane przez banki w ramach społecznej odpowiedzialności biznesu. Gdy przy danej inwestycji bierze się pod uwagę jedynie aspekt finansowy, wybór odpowiedniej lokaty nie powoduje większych trudności. Jeśli dla inwestora są ważne również kryteria środowiskowe czy społeczne, to warto sięgnąć głębiej i sprawdzić, czy dany bank oferuje tego typu produkty. Wytyczne dotyczące poszczególnych produktów znajdują się m.in. w kodeksach postępowania polskich banków, gdzie szczegółowo przedstawione są procedury finansowania tego typu transakcji. Oferty lokowania nadwyżek oraz kredytowania przedsięwzięć w zakresie projektów ekologicznych są dostępne coraz liczniej.

7. Podsumowanie

W ostatnich latach koncepcja społecznej odpowiedzialności biznesu zyskuje wielu zwolenników. Wśród przedsiębiorstw wzrasta liczba podmiotów, które implementują standardy CSR oraz rozwijają narzędzia służące do ich wprowadzania i późniejszego stosowania. Z kolei wśród interesariuszy poziom wiedzy na temat społecznej odpowiedzialności biznesu wciąż wzrasta głównie za pomocą kampanii informacyjnych czy lepszego dostępu do informacji w mediach. Przedsiębiorstwa, pomimo kosztów wdrożenia idei CSR, inwestują w stabilny i zrównoważony rozwój. Uniwersalność idei społecznej odpowiedzialności biznesu oraz korzyści płynące z jej zastosowania powodują wzrost zainteresowania nie tylko wśród sektora biznesowego, lecz także sektora finansowego. W bankowości koncepcja CSR traktowana jest zazwyczaj jako możliwość odbudowania zaufania klientów. Kryzys gospodarczy i jego społeczne konsekwencje w pewnym stopniu negatywnie wpłynęły na zaufanie konsumentów i na poziom zaufania w biznesie. Uwaga społeczeństwa skoncentrowała się na społecznych i etycznych wynikach przedsiębiorstw.

W bankach komercyjnych zainteresowanie koncepcją CSR wzrasta wraz z ich rozwojem, natomiast w bankach spółdzielczych począwszy od początku ich działalności jest ona podstawową częścią ich strategii oraz codziennej praktyki gospodarczej. Wielu zwolenników zyskał pogląd, iż gdyby banki komercyjne bardziej zwrócone były na respektowanie zasad CSR, to skutki, jakie przyniósł trwający kryzys finansowy w odniesieniu do realnej sfery gospodarki, byłyby mniejsze.

Rozwijanymi obszarami działań koncepcji społecznej odpowiedzialności biznesu w bankowości są również aspekty dotyczące komunikacji z pracownikami i klientami,

ekologii oraz stosowania raportów społecznych zapewniających wiarygodność. Kluczem do sukcesu może okazać się prawidłowa komunikacja z interesariuszami, chociażby poprzez informowanie o podejmowanych działaniach, a także włączanie ich w te działania. Widoczne jest zwiększenie zainteresowania ochroną środowiska oraz nowe linie produktowe w obszarze *green banking* czy *initiative banking*.

Stwierdzenie, że banki powstały w celu generowania zysków, nie powinno budzić wątpliwości. W myśl społecznej odpowiedzialności biznesu to etyka powinna kierować ich działaniem. Nadszarpnięta reputacja, nieodpowiedzialność wobec kluczowych interesariuszy czy brak zaufania ze strony klientów doprowadzić mogą do zaburzeń ich działalności i funkcjonowania. Sytuacja, w której banki doprowadzą do braku budowania trwałych i uczciwych relacji z klientami, może w krótkim czasie przeobrazić się w straty banków, a nawet ich upadłość. Współcześnie koncepcja CSR nabiera niebagatelного znaczenia. Ze względu na jej wieloaspektowość w stosowaniu idei CSR dostrzegana jest poprawa sprawności funkcjonowania zarówno banków, jak i całego sektora bankowego.

Bibliografia

Wydawnictwa zwarte

1. Adamczyk J., *Społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw, Teoria i praktyka*, PWE, Warszawa 2009.
2. Baka M., *Bankowość europejska*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005.
3. Bakan J., *Korporacja. Patologiczna pogoń za zyskiem i władzą*, Wydawnictwo Lepsiy Świat, Warszawa 2006.
4. Dobosiewicz Z., *Bankowość*, PWE, Warszawa 2005.
5. Dobosiewicz Z., Marton-Gadoś K., *Podstawy bankowości z zasadami*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.
6. Dziawgo L., *Społeczna odpowiedzialność biznesu a bezpieczeństwo systemu bankowego*, w: *Stabilność i bezpieczeństwo systemu bankowego*, red. J. Nowakowski, T. Famulska, Difin, Warszawa 2008, s. 121–122.
7. Filipp E., *Społeczna odpowiedzialność organizacji*, w: *Nowe kierunki w zarządzaniu*, red. M. Kostera, Wydawnictwa Akademickie i Profesjonalne, Warszawa 2008.
8. Holme L., Watts R., *Corporate Social Responsibility*, w: *Making Good Business Sense*, The World Business Council for Sustainable Development publication, January 2000.
9. Korenik D., *Odpowiedzialność banku komercyjnego: próba syntezy*, Difin, Warszawa 2009.

10. Kuraszko I., *Nowa komunikacja społeczna wyzwaniem odpowiedzialnego biznesu*, Difin, Warszawa 2010.
11. Nakonieczna J., *Społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw międzynarodowych*, Difin, Warszawa 2008.
12. Szablewski A., *Maksymalizacja wartości a społeczna odpowiedzialność przedsiębiorstwa*, w: *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, red. A. Szablewski, R. Tuzimek, Poltext, Warszawa 2004.
13. Szpringer W., *Społeczna odpowiedzialność banków. Między ochroną konsumenta a osłoną socjalną*, Wolters Kluwer, Warszawa 2009.
14. Wilewska M., Jerzemowska M., *Idea społecznej odpowiedzialności przedsiębiorstw w rozwoju MSP*, w: *Stymulowanie rozwoju społeczno-gospodarczego*, red. P. Kulawczuk, E. Kwella, FRUG, Sopot 2008.

Dokumenty prawne

1. Activities to promote CSR 2007–2008, European Multistakeholder Forum on Corporate Social Responsibility Plenary Meeting, European Commission, 10 February 2009.
2. A new EU strategy (2011–14) for company social responsibilities (CSR), COM (2011) 681 final, Brussels, 25.10.2011.
3. Green Paper: Promoting a European framework for Corporate Social Responsibility, COM (2001) 366 final, Brussels, 18.7.2001.
4. Norma ISO 26000 opublikowana w listopadzie 2010 r. przez Międzynarodową Organizację Standaryzacyjną (International Standardization Organization, ISO).
5. Ustawa z dnia 16 września 1982 r. Prawo spółdzielcze, Dz.U. z 2003 r., nr 188, poz. 1848.
6. Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe, Dz.U. z 2002 r., nr 72, poz. 665.
7. Ustawa z dnia 7 grudnia 2000 r. o funkcjonowaniu banków spółdzielczych, ich zrzeszaniu się i bankach zrzeszających, Dz.U. nr 119, poz. 1252.

Artykuły

1. Dżoga M., *Jak można inwestować w akcje spółek odpowiedzialnych społecznie*, „Dziennik Gazeta Prawna” 2008 r., nr 119.
2. Fandrejewska A., *Banki godne zaufania*, „Rzeczpospolita”, 26 lutego 2009.
3. Łudzińska K., *Indeksy zrównoważonego rozwoju przedsiębiorstw*, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie”, 4/2009, Nr 13, s. 65.
4. Matten D., Moon J., *„Implicit” and „Explicit” CSR. A conceptual framework for understanding CSR in Europe*, ICCSR Research Paper Series, ICCSR 2004.

5. *Raport 2011, Odpowiedzialny biznes w Polsce. Dobre Praktyki*, 10 Jubileuszowa Edycja Raportu, Forum Odpowiedzialnego Biznesu.
6. Swift T., Zadek S., *Corporate Responsibility and the Competitive Advantage of Nations*, The Copenhagen Centre, AccountAbility, lipiec 2002.
7. Thombre K.A., *The New Face of Banking: Green Banking*, *Golden Research Thoughts*, Issue II, August 2011.

Materiały internetowe

1. http://www.odpowiedzialni.gpw.pl/spolki?ph_main_content_start=show&ph_main_content_arti_id=1095.
2. <http://www.odpowiedzialnybiznes.pl/pl/baza-wiedzy/o-csr/csr-w-ue.html?id=2315>.

Katarzyna Kreczmańska-Gigol
Kolegium Zarządzania i Finansów
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

Renata Nowak
BRE Bank S.A.

Należności banków od klientów indywidualnych i ich windykacja

1. Wprowadzenie

Windykacja należności banku jest ostatnim etapem zarządzania należnościami bankowymi. Jeśli klient nie oddaje bankowi długu w terminie, to bank jest zobligowany do tego, żeby odzyskać przeterminowane należności od swojego klienta. Bank może prowadzić cały proces windykacji samodzielnie (windykacja wewnętrzna), zlecać cały proces do poprowadzenia podmiotom zewnętrznym (windykacja zewnętrzna) lub też posiłkować się podmiotami zewnętrznymi tylko w części procesu, zlecając im wybrane działania (windykacja mieszana)¹. Windykacja wewnętrzna wymaga zatrudniania specjalistów z tej dziedziny i pociąga za sobą wzrost kosztów stałych prowadzonej działalności. Tymczasem podmioty gospodarcze, do których zaliczyć można także banki, działające w globalnej gospodarce, aby utrzymać się na rynku i odnosić sukcesy, stają się coraz bardziej wyspecjalizowane, koncentrują się na podstawowej działalności, a wykonywanie części obowiązków przekazują innym przedsiębiorstwom, które się w tym specjalizują. Oczekiwane skutki outsourcingu usług to przede wszystkim redukcja kosztów stałych, co pozwala przedsiębiorstwu

¹ A. Wodyńska, *Modele windykacji należności i konsekwencje ich stosowania*, „Współczesna Ekonomia”, nr 1/2007 (1), s. 121–136.

zachować większą elastyczność oraz poprawa jakości procesów, ponieważ zajmują się nimi profesjonaliści, którzy dysponują najlepszą wiedzą z danej dziedziny.

Wśród należności przeterminowanych banków ważną pozycję stanowią należności wobec sektora niefinansowego. Wartość tych należności na koniec III kwartału 2011 r. wynosiła ok. 64 mld zł, z czego należności przeterminowane od gospodarstw domowych wynosiły ponad 38 mld zł². Windykacja należności od osób fizycznych jest czasochłonna i kosztochłonna, ponieważ wartość pojedynczych roszczeń jest niewielka, a liczba dłużników duża. W artykule przedstawiono wyniki badań ankietowych przeprowadzonych wśród osób na stanowiskach menedżerskich zajmujących się windykacją należności od klientów indywidualnych w siedmiu bankach komercyjnych w Polsce. Celem badań ankietowych było określenie modeli windykacji stosowanych przez banki.

2. Przyczyny nadmiernego zadłużania się gospodarstw domowych

Korzystanie z dłużnych źródeł finansowania pozwala osobom fizycznym na szybsze zaspokajanie potrzeb bez konieczności wcześniejszego oszczędzania. Można wyróżnić kilka podstawowych przyczyn zadłużania się gospodarstw domowych. Najważniejsze z nich to³:

- potrzeba poprawy sytuacji mieszkaniowej,
- chęć nabycia nieruchomości,
- chęć poprawy jakości życia,
- chęć zwiększenia możliwości dotychczasowej konsumpcji,
- refinansowanie istniejących już zobowiązań kredytowych.

Powstanie zobowiązania wiąże się z korzyściami, jakie wywołuje możliwość szybkiego zaspokajania potrzeb dłużników, ale wraz z nimi pojawia się zagrożenie nadmiernego zadłużenia. W praktyce przyczyny nadmiernego zadłużania się gospodarstw domowych podzielić można na trzy główne grupy czynników: nagła zmiana dotychczasowych warunków funkcjonowania i finansowania gospodarstwa domowego; złe zarządzanie środkami finansowymi przez gospodarstwa domowe, wynikające z małej wiedzy na temat finansów; spadek dochodów lub problemy finansowe w związku z prowadzoną działalnością gospodarczą.

² Raport o stabilności systemu finansowego, red. P. Szpunar, NBP, Warszawa, grudzień 2011, s. 44 i 48.

³ E. Gostomski, M. Penczar, B. Lepczyński, A. Barembuch, *Pośrednictwo kredytowe w Polsce. Podręcznik dla praktyków*, CeDeWu, Warszawa 2007, s. 11.

Czynnikiem mającym bezpośredni wpływ na ryzyko nadmiernego zadłużania się gospodarstw domowych jest obniżenie wysokości środków utrzymania, jakie gospodarstwo ma do dyspozycji oraz ewentualny nagły wzrost kosztów utrzymania. Należy tutaj wskazać na takie przesłanki, jak:

- utrata pracy i brak możliwości podjęcia nowej w związku z niespełnieniem kryterium wieku, brakiem ofert na rynku pracy, ogólnym trendem wzrostu bezrobocia i dużą konkurencją na rynku pracy;
- choroba lub śmierć w rodzinie, rozwód, które to sytuacje powodują z jednej strony radykalny spadek wysokości przychodów gospodarstwa domowego, a z drugiej strony mogą negatywnie odbić się na osobach odpowiedzialnych za utrzymanie gospodarstwa domowego, przez co dochodzić może do nieudolnego zarządzania dostępnymi środkami finansowymi.

Często w windykacji należności bankowych spotkać można przypadki *pętli kredytowej*, która polega na ciągłym powiększaniu przez gospodarstwo domowe wysokości zobowiązań kredytowych i zaciąganiu kolejnych w celu obsługi dotychczasowych. Źródłem takich sytuacji jest nieumiejętne dysponowanie dostępnymi środkami finansowymi, ale także zbyt mała wiedza z zakresu produktów finansowych i ryzyka związanego z zaciąganiem zobowiązań kredytowych. W ostatnich latach organizacje konsumenckie podjęły wiele działań zmierzających do edukacji konsumentów. Również regulacje zawarte w ustawie o kredycie konsumenckim z 2001 r. mają przeciwdziałać sytuacjom nadmiernego zadłużania się gospodarstw domowych. Pozytywnie należy odczytywać obowiązek informowania przez banki klientów o rzeczywistym poziomie stopy procentowej udzielanego kredytu oraz o ryzyku kursowym związanym z zaciąganiem kredytów i pożyczek w walutach obcych. Wskaźnik zagrożonych kredytów i pożyczek bankowych gospodarstw domowych na koniec III kwartału 2011 r. wynosił 19% dla zadłużenia z tytułu kart kredytowych, 18% dla zadłużenia z tytułu kredytów i pożyczek konsumpcyjnych, ponad 2% dla zadłużenia z tytułu kredytów mieszkaniowych, a dla innego zadłużenia 9%⁴. Najgorszą spłacalnością charakteryzowały się więc karty kredytowe oraz kredyty i pożyczki konsumpcyjne, czyli produkty o najwyższej pracochłonności w procesie windykacji, ze względu na niskie kwoty pojedynczych wierzytelności.

Główną przyczyną zaległości w regulowaniu zobowiązań kredytowych gospodarstw domowych są trwałe problemy finansowe związane z utratą pracy lub niezyskową działalnością gospodarczą. Część banków, wychodząc naprzeciw oczekiwaniom klientów wykazujących się dobrą historią współpracy z kredytodawcą, oferuje swoim klientom możliwość skorzystania z tzw. wakacji kredytowych lub

⁴ Raport..., op.cit., s. 48.

przeprowadzenie restrukturyzacji zobowiązania i dostosowanie harmonogramu spłaty do realnych możliwości kredytobiorców⁵.

W roku 2011 ok. 33% gospodarstw domowych w Polsce, w sytuacji gdy ich dochody nie wystarczały na zaspokojenie bieżących potrzeb, sięgało po kredyty i pożyczki⁶. Najczęściej z kredytów i pożyczek korzystały gospodarstwa domowe rolników i pracowników oraz gospodarstwa wielorodzinne. Tymczasem w roku 2007 z kredytów i pożyczek bankowych korzystały przede wszystkim gospodarstwa domowe rolników i osób pracujących na własny rachunek; gospodarstwa domowe pracowników zadłużały się w innych instytucjach niż banki, a reszta gospodarstw domowych korzystała z pożyczek prywatnych⁷. W roku 2011 ok. 38% gospodarstw domowych było zadłużonych, a wśród nich przeważały gospodarstwa domowe, których zadłużenie było wyższe niż ich miesięczne dochody, ale niższe od ich 3-miesięcznych dochodów (ponad 25%)⁸. Wysokość zadłużenia ponad 20% badanych gospodarstw domowych przekraczała roczne dochody gospodarstwa⁹. Większość spośród badanych gospodarstw była zadłużona w bankach (ok. 90%)¹⁰.

W roku 2011 gospodarstwa domowe przeznaczały pożyczone z zewnętrznych źródeł środki głównie na zakup dóbr trwałego użytku (ok. 40%) oraz na remonty (33%), ale 16% gospodarstw domowych przeznaczało te środki na bieżące potrzeby konsumpcyjne, a ponad 9% zaciągało długi na spłatę wcześniejszych zobowiązań, co może rodzić problemy z obsługą zadłużenia w przyszłości¹¹.

3. Specyfika banku jako wierzyciela

Banki zobowiązane są brzmieniem artykułu 8 ustawy prawo bankowe do utrzymywania płynności płatniczej adekwatnej do rozmiarów i rodzaju prowadzonej działalności¹². Na tle tych uregulowań ważne staje się zagadnienie dotyczące realnych

⁵ E. Gostomski, M. Penczar, B. Lepczyński, A. Barembruch, *Pośrednictwo kredytowe...*, op.cit., s. 11–19.

⁶ *Diagnoza społeczna 2011. Warunki i jakość życia Polaków*, red. J. Czapiński, T. Panek, „Contemporary Economics”, Quarterly of University of Finance and Management in Warsaw, Vol. 5, Issue 3, September 2011, Special Issue, s. 55.

⁷ *Diagnoza społeczna 2007. Warunki i jakość życia Polaków*, red. J. Czapiński, T. Panek, Wyższa Szkoła Finansów i Zarządzania w Warszawie, Warszawa 2007, s. 57.

⁸ *Diagnoza społeczna 2011...*, op.cit., s. 71.

⁹ Ibidem.

¹⁰ Ibidem, s. 72.

¹¹ Ibidem, s. 73.

¹² Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe, Dz.U. nr 140, poz. 939 z późn. zm.

możliwości szybkiego odzyskiwania przez banki należnych im środków finansowych. Windykacja prawna zasadniczo oparta jest na procesie postępowania egzekucyjnego. Postępowanie egzekucyjne samo w sobie jest procesem dla dłużnika uciążliwym i w tym też należy upatrywać jego skuteczności. Zasadnym jest kierowanie postępowania egzekucyjnego do całego majątku ruchomego i nieruchomego dłużnika, aby w możliwie najkrótszym czasie nakłonić dłużnika do spłaty zobowiązania. Kierowanie postępowania egzekucyjnego do różnych składników majątku dłużnika powinno uwzględniać wysokość dochodzonego roszczenia. Czynnikiem, który ma koronny wpływ na decyzję banku co do wyboru metody postępowania – zawarcia ugody czy wszczęcia procedury prawnej – jest przede wszystkim postawa dłużnika i ocena jego aktualnych możliwości płatniczych.

Wybór postępowania prawnego jako drogi do wyegzekwowania należnych bankowi kwot rozpoczyna się w momencie wypowiedzenia umowy przez bank¹³. Dla kredytobiorcy wypowiedzenie umowy oznacza, że warunki zawartej umowy przestają obowiązywać w części mówiącej o terminach spłat kolejnych rat i ich wysokościach. W momencie wypowiedzenia umowy bank stawia w stan wymagalności całą kwotę zobowiązania, dając na to klientowi minimum 30 dni¹⁴. Bezskuteczny upływ tego terminu upoważnia bank do podejmowania dalszych kroków prawnych. Szczególnym uprawnieniem banków jest możliwość wystawiania bankowych tytułów egzekucyjnych (b.t.e.), które po opatrzeniu ich przez sąd klauzulą wykonalności stają się tytułem wykonawczym stanowiącym podstawę dla wszczynania postępowań egzekucyjnych¹⁵. Bankowy tytuł egzekucyjny jest przywilejem banku, którego wystawienia bank dokonuje na podstawie swoich ksiąg lub też innych powiązanych z czynnością bankową dokumentów¹⁶. Na uwagę zasługuje fakt, że bankowy tytuł egzekucyjny może zostać wystawiony jedynie przeciwko osobie, która dokonała czynności bankowej albo też jest dłużnikiem banku z tytułu zabezpieczenia wierzytelności banku wynikającego z czynności bankowej.

Bankowy tytuł egzekucyjny, aby mógł posłużyć wierzycielowi jako dokument stanowiący podstawę dla wszczęcia postępowania egzekucyjnego, musi zgodnie z przepisami k.p.c. zostać opatrzony klauzulą wykonalności. Klauzulę wykonalności definiuje się jako akt sądowy, w którym sąd stwierdza, że tytuł egzekucyjny przedsta-

¹³ Wypowiedzenie umowy odbywa się zgodnie z art. 14 ustawy o kredycie konsumenckim (Ustawa z dnia 20 lipca 2001 r. o kredycie konsumenckim, Dz.U. nr 100, poz. 1081 z późn. zm.).

¹⁴ Zgodnie z brzmieniem art. 75 ust. 2 ustawy prawo bankowe (Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe).

¹⁵ Regulacja prawna konstytuująca b.t.e. zawarta jest w art. 96–98 ustawy Prawo bankowe.

¹⁶ Z. Osada, *Uprawnienia banku w dochodzeniu wierzytelności*, Wydawnictwo Zrzeszenia Prawników Polskich, Warszawa 2000, s. 14.

wiony przez wierzyciela nadaje się do wykonania i że prowadzenie egzekucji przeciwko dłużnikowi jest dopuszczalne oraz nakazuje urzędom i osobom zainteresowanym wykonanie tytułu egzekucyjnego¹⁷. Kolejnym ułatwieniem i uproszczeniem jest to, że postępowanie sprowadza się jedynie do zbadania wymogów formalnych wniosku i przedłożonych dokumentów. Na tym etapie dłużnik nie ma w zasadzie środków zaskarżenia, postępowanie mające na celu uzyskanie tytułu wykonawczego odbywa się bez jego udziału. Zażalenie na treść tytułu wykonawczego dłużnik może złożyć w momencie doręczenia mu tytułu wykonawczego przez organ egzekucyjny, co ma miejsce w chwili doręczania zawiadomienia o wszczęciu postępowania egzekucyjnego. Z konstrukcji tej wynika, że ustawodawca nie nałożył na bank obowiązku poinformowania dłużnika o wystawieniu bankowego tytułu egzekucyjnego, a obowiązku informowania o wpłynięciu wniosku nie ma także organ sądowy. Wpływa to korzystnie na dalszy proces egzekucji, ponieważ, nie dając dłużnikowi sygnałów o zbliżającym się postępowaniu egzekucyjnym, niwelowane jest niebezpieczeństwo podejmowania prób czy działań ze strony dłużnika zmierzających do ukrycia majątku.

W dniu 15 marca 2011 r. Trybunał Konstytucyjny wydał orzeczenie (Sygn. akt P 7/09), które w znaczący sposób ogranicza dotychczasowe ułatwienia, jakie przysługują bankom w procesie dochodzenia roszczeń. Trybunał Konstytucyjny uznał przepis art. 95 ust. 1 Prawa bankowego za niezgodny z Konstytucją w części dotyczącej nadania mocy prawnej dokumentów urzędowych księgom rachunkowym banków i sporządzonym na ich podstawie wyciągom w postępowaniu cywilnym prowadzonym wobec konsumenta¹⁸. Z art. 244 k.p.c. wynika, że dokumenty urzędowe stanowią dowód tego, co zostało w nich urzędowo zaświadczone, a przepis art. 252 k.p.c. stanowi natomiast, że strona, która zaprzecza prawdziwości tego typu dokumentu albo twierdzi, że zawarte w nim oświadczenia są niezgodne z prawdą, powinna okoliczność tę udowodnić¹⁹. W ocenie Trybunału Konstytucyjnego uprzywilejowanie ksiąg bankowych i wyciągów z tych ksiąg w postępowaniu cywilnym prowadzi m. in. do naruszenia zasady równości stron w procesie, gdyż konsekwencją procesową art. 95 ust. 1 Prawa bankowego jest zmiana reguł dowodowych, ponieważ to pozwany konsument musi wykazać, że nie jest dłużnikiem z tytułu zobowiązań wykazanych w księgach rachunkowych²⁰. Wobec powyższego wyroku uznającego

¹⁷ E. Wengerek, *Sądowe postępowanie egzekucyjne w sprawach cywilnych*, PWN, Warszawa 1970, s. 142.

¹⁸ http://www.money.pl/d/akty_prawne/pdf/DU/2011/72/DU20110720388.pdf, zasoby Internetu z dnia 24.06.2011.

¹⁹ Ustawa z dnia 17 listopada 1964 r. Kodeks postępowania cywilnego, Dz.U. nr 43, poz. 296 z późn. zm., art. 244 i 252.

²⁰ <http://lex.pl/serwis/kodeksy/akty/64.43.296.htm>, zasoby Internetu z dnia 24.06.2011.

częściową niekonstytucyjność art. 95 ust. 1 Prawa bankowego należy dokonać wyraźnego rozróżnienia, które z przytoczonych w tym przepisie dokumentów tracą moc prawną dokumentu urzędowego i w sporze z kim, a które je zachowują bezwarunkowo. Należy podkreślić, iż zakres rozstrzygnięcia Trybunału Konstytucyjnego dotyczy jedynie postępowania cywilnego, w którym stroną pozwaną jest konsument. Należy uznać, że mocy prawnej dokumentu urzędowego nie tracą księgi rachunkowe i wyciągi z ksiąg rachunkowych banku w przypadku, gdy konsument powołuje się na nie wobec podmiotów trzecich.

4. Narzędzia windykacyjne stosowane przez banki

Działania windykacyjne są ostatnim i najmniej pożądanym etapem składającym się na proces kredytowy i na cały proces zarządzania należnościami banku. Na działania windykacyjne możemy spojrzeć na dwa sposoby. Z finansowego punktu widzenia jest to proces, na który składa się wiele działań podejmowanych w celu odzyskania należnych wierzycielowi środków finansowych, aby doprowadzić do zwiększenia zysku wierzyciela lub co najmniej zmniejszenia jego strat. Z organizacyjnego punktu widzenia windykacja jest procesem zmierzającym do odzyskania należności i kończącym się wyegzekwowaniem zapłaty. Podejmowanie działań windykacyjnych jest efektem przeterminowania zadłużenia. Składa się z kilku etapów, z których zazwyczaj każdy kolejny jest coraz bardziej uciążliwy dla dłużnika²¹.

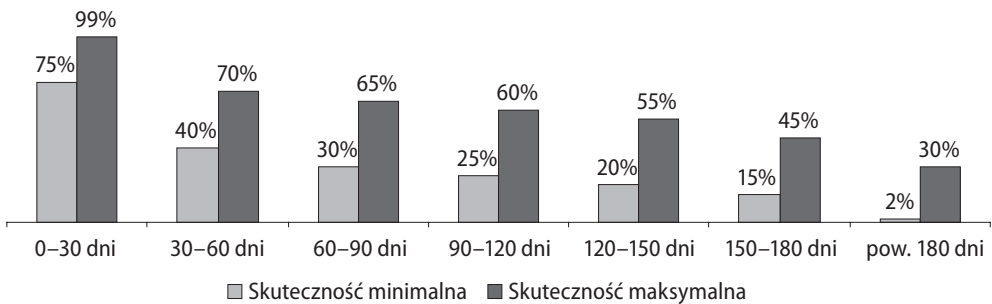
Jak pokazuje praktyka, wśród banków w Polsce nie ma jednego sposobu na skuteczną windykację. Wybierany model windykacji zależy, w znacznej mierze, od takich czynników, jak: profil klienta, wielkość środków, jakie bank jest w stanie przeznaczyć na proces windykacyjny, oraz aktualna klasa zaległości w spłacie²². Banki detaliczne obsługujące klientów indywidualnych w znakomitej większości posiadają własne struktury windykacyjne. W zależności od przyjętego modelu procesów windykacyjnych będą to struktury rozbudowane i wyspecjalizowane lub niewielkie, wystarczające do obsługi zlecenia działań windykacyjnych firmom zewnętrznym. Wszystkie banki zarządzają należnościami na etapach wcześniejszych niż windykacja, a celem jest prewencja, czyli podejmowanie działań, które mają zmniejszyć ryzyko powstania należności przeterminowanych. Szczególną wagę przywiązuje się do zdyscyplinowania klientów, którzy w przeszłości mieli problemy z terminową spłatą zobowiązań.

²¹ P. Jankowski, *Modele windykacji w firmie. Windykacja*, t. 2, Helion, Gliwice 2006, s. 14.

²² M. Matusiak, *Ewolucja definicji*, „Gazeta Bankowa” nr 41 (989), 8–14 października 2007, s. 8–9.

Proces windykacji możemy podzielić na kilka etapów. Pierwszy z nich to monitoring wiarygodności przeterminowanych, drugi – windykacja polubowna, trzeci – windykacja sądowa, a czwarty – postępowanie egzekucyjne. Banki cechuje racjonalne podejście do problemu, jakim jest windykacja należności kredytowych. Procesy windykacyjne rozpoczynają się od próby negocjacji z dłużnikiem, poznania przyczyny zaległości w spłacie. Etap ten nazywamy jest polubownym lub przedegzekucyjnym. Gdy działania podjęte przez wierzyciela na tym wczesnym etapie windykacji nie przynoszą efektów, mówimy o wkroczeniu postępowania windykacyjnego w drugi etap windykacji – etap sądowy, chociaż ciągle możliwe jest polubowne rozwiązanie zaistniałej sytuacji. Bank informuje dłużnika o wypowiedzeniu umowy i zamiarze złożenia wniosku o nadanie klauzuli wykonalności bankowemu tytułowi egzekucyjnemu. W dalszej kolejności, jeżeli nie dojdzie do zawarcia z dłużnikiem ugody, wierzyciel występuje na drogę sądową, a po uzyskaniu tytułu wykonawczego kieruje sprawę na kolejny etap procesu – postępowania egzekucyjnego.

Rysunek 1. Skuteczność windykacji a okres przeterminowania należności



Źródło: opracowanie własne na podstawie – Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, *Biznes i ryzyko dla banków w bankowości detalicznej i private banking w najbliższych pięciu latach*, Gdańsk 2007.

Jak pokazuje praktyka windykacji, na etapie polubownym (tzw. etap windykacji miękkiej) windykacja jest bardzo skuteczna. Określa się tak proces odzyskiwania należności we wczesnym okresie zaległości w spłacie, kiedy to szanse powodzenia procesu są największe. Procesy windykacyjne powinny być uruchamiane jak najwcześniej, gdyż warunkuje to realną szansę na odzyskanie środków finansowych kredytodawcy. Jak widać na rysunku 1, im dłuższy jest okres przeterminowania należności, tym mniejsza szansa na odzyskanie środków finansowych.

Windykacja miękka polega na podjęciu dialogu z dłużnikiem banku w celu nie tylko odzyskania należności, ale także poznania przyczyn wystąpienia opóźnień w spłacie, co może przyspieszyć spłatę zadłużenia i wpłynąć pozytywnie na dalsze

kształtowanie się stosunku zobowiązaniowego bank–klient. Działania windykacyjne w stosunku do klientów indywidualnych większość banków detalicznych podejmuje natychmiast po wystąpieniu zwłoki w spłacie raty. Zazwyczaj pierwsze działania podejmowane są w pierwszym dniu zaległości i ograniczają się do kontaktu telefonicznego z dłużnikiem lub wysłania monitu przypominającego o obowiązku dokonania spłaty istniejącego zobowiązania. Działania podejmowane w pierwszych dniach istnienia zaległości w spłacie możemy traktować jako monitoring spłat. Są jednak na rynku banki, które już na wczesnym etapie zaległości stosują działania *stricte* windykacyjne (windykacja sądowa), rezygnując z windykacji polubownej w trosce o jakość portfela kredytowego.

Wśród narzędzi stosowanych na etapie windykacji miękkiej możemy wyróżnić: *call center*, listy windykacyjne, współpracę z biurami informacji gospodarczej, wpis do Bankowego Rejestru Niesolidnych Klientów. Podstawowym narzędziem stosowanym w windykacji jest kontakt telefoniczny z dłużnikiem. Banki w znakomitej większości korzystają z własnych struktur *call center*, będących zazwyczaj wyodrębnioną jednostką w strukturze banku, zajmującą się windykacją należności na wczesnym etapie zaległości. Nie tylko banki, ale również firmy windykacyjne, korzystają powszechnie z telefonu jako relatywnie taniego i szybkiego środka komunikacji z dłużnikiem. Do rozmów telefonicznych stosowana jest segmentacja należności, jakie trafiają do obsługi windykatorów, ze względu na:

- klasę zaległości, z uwzględnieniem procedur obowiązujących u klienta;
- wysokość salda zadłużenia;
- poziom ryzyka; wysokość salda zadłużenia i jakość współpracy z dłużnikiem; należności po zastosowaniu narzędzi restrukturyzacyjnych; należności, w przypadku których nie odnotowano żadnej wpłaty od uruchomienia kredytu; należności, w przypadku których brak jest kontaktu z klientem, należności niezabezpieczone hipoteką).

Wpływ na skuteczność kontaktu telefonicznego mają między innymi predyspozycje zawodowe i umiejętności negocjacyjne windykatorów. Zespoły negocjatorów telefonicznych dzielone są na grupy, ze względu na klasę obsługiwanych zaległych rachunków. Kontakt z klientem, jego częstotliwość, a nawet pory dnia czy tygodnia, kiedy podejmowane są próby kontaktu, są odpowiednio dostosowane do profilu klienta i wcześniejszej historii współpracy, co pozwala zwiększyć szansę na rozmowę z dłużnikiem²³.

Windykacja pisemna jest powszechnie stosowana przez banki z uwagi na fakt, że jest to narzędzie umożliwiające dotarcie do dużej liczby klientów w tym samym

²³ P. Jankowski, *Modele windykacji...*, op.cit., s. 100–111.

czasie. Listy windykacyjne są narzędziem o wysokiej skuteczności. Na skuteczność listów wpływ mają dwa czynniki: po pierwsze, listy muszą zawierać argumenty, jakimi chcemy przekonać dłużnika do spłaty istniejącego zobowiązania, adekwatne do aktualnej klasy zadłużenia, i po drugie, ich wysyłka powinna następować według ściśle określonego harmonogramu. Niektóre banki posiadają wyspecjalizowane jednostki organizacyjne, które zajmują się jedynie wysyłaniem korespondencji do dłużników. Listy windykacyjne w niektórych bankach są narzędziem alternatywnym dla rozmów telefonicznych. Najczęściej ich wysyłka następuje w sytuacji, gdy windykator nie może nawiązać z dłużnikiem kontaktu telefonicznego²⁴.

Dzięki biurom informacji gospodarczej banki mają możliwość pozyskiwania informacji o potencjalnym kliencie już w chwili analizy wniosku. Informacje te mogą być zarówno negatywne, jak i pozytywne. Biura informacji gospodarczej rejestrują i udostępniają informacje o dłużnikach. Umieszczenie danych dłużnika w rejestrze uniemożliwia mu w praktyce zaciąganie kolejnych kredytów, co często przyczynia się do spłaty istniejących, a zaraportowanych do rejestru, zobowiązań. Gdy na rachunku klienta widnieje zaległość w spłacie, bank informuje klienta o możliwości przekazania jego danych, w przypadku nieuregulowania zobowiązania, do biura informacji gospodarczej i w ten sposób mobilizuje go do dokonania płatności. Korzystanie z biur informacji gospodarczej jest jednym z narzędzi windykacyjnych²⁵.

Bankowy Rejestr Niesolidnych Klientów (BRNK) prowadzony jest przez Związek Banków Polskich. Znajdują się w nim dane klientów, którzy wykazali się niesolidnością w spłacie zobowiązań wobec banków. Wpisanie danych klienta do BRNK poprzedzone jest zawsze ostrzeżeniem o zamiarze dokonania takiej czynności i w tym właśnie znaczeniu wpisanie danych klienta jest narzędziem windykacyjnym. Klienci, których dane znalazły się już w BRNK, zwykle nie mogą liczyć na otrzymanie kredytów w bankach w Polsce. W praktyce większość banków przekazuje dane swoich dłużników w chwili, gdy zaległości w spłacie przekraczają 90 dni. Ostrzeżenia o zamiarze przekazania danych do BRNK są wysyłane do klientów, gdy nie są spłacone przynajmniej dwie raty kredytu, nie jest to jednak regułą i uzależnione jest od strategii banku.

W przypadku nieskuteczności omówionych podstawowych narzędzi windykacyjnych – listów i telefonów, banki w celu odzyskania wierzytelności uciekają się do metod bardziej kosztownych. Ich stosowanie ma miejsce zazwyczaj, gdy okres

²⁴ Ibidem, s. 100–111.

²⁵ M. Bekas, *Rozwój rynku informacji gospodarczych w Polsce na przełomie XX i XXI wieku*, w: *Dorobek ekonomii, finansów i nauk o zarządzaniu oraz jego praktyczne wykorzystanie na przełomie XX i XXI wieku*, red. R. Bartkowiak, J. Ostaszewski, Oficyna Wydawnicza SGH w Warszawie, Warszawa 2012, s. 343–355.

przeterminowania przekracza 30 lub 60 dni oraz wtedy, gdy brak jest kontaktu telefonicznego i listowego z klientem lub współpraca z klientem jest trudna. Podstawowymi narzędziami windykacji twardej są: wizyty terenowe, współpraca z zewnętrznymi firmami windykacyjnymi, działania prawne.

Windykacja terenowa jest narzędziem droгим, ale – obok windykacji telefonicznej – najczęściej stosowanym. Część banków posiada własne zorganizowane w sieć zespoły windykacji terenowej. Działania terenowe najczęściej podejmowane są w stosunku do klientów, z którymi brak jest kontaktu telefonicznego lub listowego, a także w obliczu braku współpracy klienta z bankiem. Tajemnicy sukcesu windykacji terenowej należy dopatrywać się w osobistym kontakcie z dłużnikiem. Koszty takich działań są wysokie. Wynikają ze stosowanych narzędzi, jak: samochód, telefon komórkowy, laptop, które są narzędziami pracy windykatora terenowego.

Banki, decydując się na usługi firm windykacyjnych, liczą na obniżenie kosztów operacyjnych i na to, że przekazanie sprawy do windykacji zewnętrznej może skłonić dłużnika do polubownego załatwienia sprawy. Przy wyborze firmy windykacyjnej banki weryfikują wiele parametrów, ale przede wszystkim istotne jest to, jakie doświadczenie posiada dana firma na rynku. Firmy windykacyjne możemy podzielić na dwie główne kategorie, ze względu na charakter świadczonych wierzycielom usług²⁶.

1. Firmy zajmujące się tzw. windykacją masową, które zazwyczaj pobierają niską prowizję z tytułu prowadzonych spraw, a windykacja prowadzona jest na podstawie opracowanego systemu monitów oraz kontaktu telefonicznego. W przypadku klientów, z którymi nie można nawiązać kontaktu telefonicznego, dochodzi najczęściej do wizyty terenowej. Skuteczność, przy utrzymywaniu niskich kosztów obsługi spraw, może wahać się na poziomie 20–30%.
2. Firmy oferujące kompleksową obsługę procesu windykacyjnego począwszy od etapu polubownego, przesądowego, po nadzór egzekucji komorniczej. Działania windykacyjne opierają się na ustalonym i sprawdzonym schemacie, na który składają się negocjacje z dłużnikiem, wizyty terenowe i w końcu działania prawne. Poziom skuteczności takich firm określany jest przez rynek na 60–80%.

W windykacji należności firmy windykacyjne jako główne narzędzia stosują masowe wysyłki wezwań do zapłaty oraz telefony do dłużników. Firmy windykacyjne posiadają także rozbudowane sieci windykacji terenowej, ale zazwyczaj korzystanie z tego narzędzia wiąże się z koniecznością dokonywania dodatkowej opłaty przez bank.

²⁶ G. Grodzki, *Kryteria wyboru firmy windykacyjnej*, „Magazyn Business Centre Club” 2005, nr 3, s. 6.

Podejmowanie działań prawnych przez banki jest efektem braku spłaty zobowiązania przez dłużnika przy jednoczesnym braku współpracy dłużnika z bankiem. Banki, mając na uwadze, że postępowanie prawne jest procesem długim i kosztownym, proponują zazwyczaj kredytobiorcom różne formy restrukturyzacji zobowiązania. Brak zainteresowania ze strony dłużnika takimi ugodowymi formami rozwiązania problemu skutkuje rozpoczęciem procesu prawnego²⁷. Część banków, w związku z brakiem własnych jednostek wyspecjalizowanych w prowadzeniu windykacji sądowej, zleca te działania podmiotom zewnętrznym, co powoduje konieczność ponoszenia dodatkowych kosztów. Z tego właśnie powodu bankom zależy na polubownym załatwianiu spraw.

5. Modele windykacji w bankach – wyniki badań ankietowych

Nie ma jednego *idealnego* procesu windykacji. Tworząc strategię działania, budując procesy windykacyjne, banki muszą uwzględniać czynniki takie, jak: wysokość kosztów związanych z operacyjną działalnością jednostek dedykowanych windykacji, profil klienta, wielkość portfela spraw przeterminowanych. Jak już wspomniano, na rynku bankowym spotykamy trzy podstawowe modele prowadzenia windykacji: windykacja prowadzona samodzielnie przez bank (windykacja wewnętrzna), outsourcing czynności windykacyjnych (windykacja zewnętrzna) oraz model mieszany.

W celu określenia, jakie modele windykacji należności od klientów indywidualnych stosują banki, przeprowadzono badania ankietowe wśród pracowników siedmiu banków komercyjnych działających w Polsce. Pracownicy ci to menedżerowie, którzy zajmowali się windykacją należności masowych. Respondentom zadano pytanie dotyczące modelu windykacji stosowanego w ich banku. Celem tego pytania było ustalenie, czy w badanych bankach stosuje się windykację wewnętrzną, zewnętrzną czy mieszaną. Drugie pytanie dotyczyło liczby osób zatrudnionych w działach windykacji masowej. Celem tego pytania było zbadanie, czy istnieje zależność między stosowanym modelem windykacji a liczbą osób zatrudnionych w dziale windykacji. Liczba zatrudnionych wpływa na wysokość kosztów stałych związanych z windykacją należności. Im wyższe zatrudnienie, tym wyższe koszty stałe. Odpowiedzi na oba pytania zostały uzupełnione przez rozmowy prowadzone bezpośrednio z respondentami. Celem rozmów było uzyskanie informacji na temat motywów i skutków wyboru określonego modelu windykacji, jak również perspektyw wykorzystywania

²⁷ Z. Osada, *Uprawnienia banku...*, op.cit., s. 62.

poszczególnych modeli windykacji w przyszłości. Badanie przeprowadzone zostało na początku 2011 r.

Model samodzielnego prowadzenia windykacji przez banki (windykacja wewnętrzna) jest obecny na rynku bankowym, ale obserwować możemy odchodzenie od niego na rzecz modelu mieszanego. Samodzielne prowadzenie windykacji wierzytelności wiąże się dla banku z koniecznością stworzenia struktury organizacyjnej całego działu lub departamentu windykacji, składającego się z mniejszych jednostek, gdzie każda z nich odpowiada za poszczególne etapy procesu odzyskiwania należności – od monitoringu poczynając, a na zespole windykacji prawnej kończąc. Jak wskazują specjaliści rynku obsługi wierzytelności masowych w badanych bankach, budowanie własnego centrum windykacyjnego wymaga poniesienia dużych nakładów inwestycyjnych, dzięki którym proces ten można uruchomić. W bankach spotykamy duże, nawet stuosobowe i liczniejsze, zespoły zajmujące się windykacją. Wszystko jest uzależnione od liczby obsługiwanych spraw i przyjętej strategii prowadzenia windykacji. Oprócz kosztów związanych z zakupem specjalistycznego oprogramowania, będącego kluczem do sukcesu zarządzania wierzytelnościami masowymi, zatrudnieniem i szkoleniami personelu, istnieją także comiesięczne koszty stałe, takie jak płace pracowników, utrzymanie biura, koszty połączeń telefonicznych i usług pocztowych, opłaty licencyjne za oprogramowanie, serwisowanie sprzętu²⁸.

Coraz częściej na zlecenie banków prowadzona jest przez wyspecjalizowane firmy windykacja zewnętrzna. Banki są zainteresowane tym modelem procesu windykacyjnego, gdyż jego koszty są niższe niż w przypadku windykacji wewnętrznej. Wyspecjalizowane firmy windykacyjne ponoszą wszelkie koszty operacyjne, a banki płacą jedynie za sprawy zlecone, w których działania podejmowane przez firmę przyniosły lub przynioszą efekty w postaci spłaty części lub całości wierzytelności. Zastosowanie przez bank tego modelu windykacji powoduje brak konieczności inwestowania we własną infrastrukturę windykacyjną i pozwala oszczędzić koszty związane z zatrudnieniem pracowników.

Koszty ponoszone przez bank na rzecz firm windykacyjnych to zazwyczaj określony z góry procent kwoty odzyskanej. Przewagą firm windykacyjnych jest ich kadra, którą stanowią doświadczeni windykatorzy, co minimalizuje ryzyko związane z niezajomością lub nieprawidłową interpretacją przepisów prawnych²⁹. W tabeli 1 przedstawiono wysokość prowizji, ponoszonych przez badane banki, na różnych

²⁸ M. Matusiak, *Kosztowna samodzielność*, „Gazeta Bankowa” nr 41 (989), 8–14 października 2007, s. 30.

²⁹ M. Krzyżko, *Outsourcing zarządzania należnościami*, „Magazyn Business Centre Club” 2005, nr 1, s. 21.

etapach windykacji. Wynagrodzenie firm windykacyjnych jest ściśle uzależnione od uzyskiwanych efektów na całym portfelu przekazanych spraw lub w odniesieniu do jednostkowych spraw. Może się ono wahać od kilku procent – najczęściej dla spraw przeterminowanych krócej niż 60 dni, do kilkudziesięciu procent – dla spraw po bezskutecznym postępowaniu egzekucyjnym³⁰.

Tabela 1. Wysokość prowizji za usługi windykacyjne

Etap obsługi spraw	Średnia wysokość prowizji
Monitoring płatności	3%
Sprawy z okresem zaległości do 30 dni	4%
Sprawy z okresem zaległości do 60 dni	7%
Sprawy z okresem zaległości do 120 dni	6%
Sprawy na etapie uzyskiwania klauzuli wykonalności dla b.t.e.	12%
Sprawy, w których prowadzone jest postępowanie egzekucyjne	24%
Sprawy zlecone po bezskutecznej egzekucji komorniczej	38%

Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych badań ankietowych.

W efekcie wysokich oczekiwań banków co do jakości świadczonych usług, a także wymogów bezpieczeństwa, współpraca firm windykacyjnych z bankami przyczyniła się do podniesienia przez te pierwsze poziomu świadczonych usług. Chęć obsługi wiarytelności bankowych wymogła konieczność inwestycji w budowę nowoczesnego zaplecza informatycznego. Standardem stało się, że firmy świadczące usługi dla sektora bankowego muszą posiadać systemy awaryjne, pozwalające na obsługę wiarytelności nawet w warunkach katastrofy budowlanej czy pożaru. Zarządzanie należnościami powierzonymi do obsługi przez podmiot zewnętrzny jest procesem wymagającym stałego monitoringu i nadzorowania rzetelności kontrahentów w zakresie realizacji świadczeń finansowych i mediacji. Dobrze zlecony outsourcing zarządzania wiarytelnościami jest celowy i przynosi korzyści dla banku. Jest rozwiązaniem, do którego wydaje się dążyć coraz więcej podmiotów z polskiego rynku finansowego³¹.

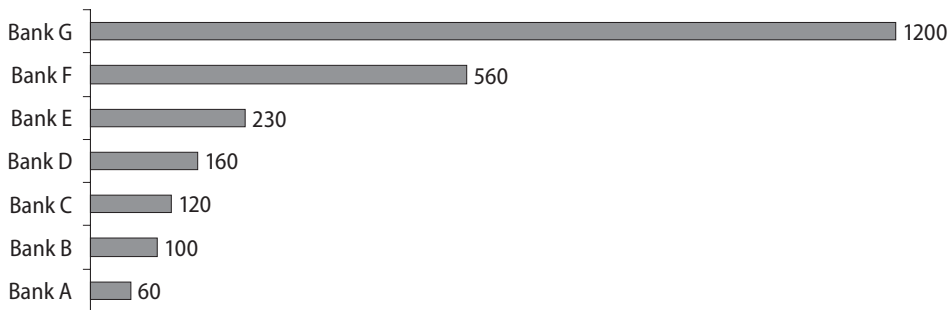
Wśród ankietowanych banków najczęściej stosowany jest model windykacji mieszanej. Jest to model, który łączy w sobie cechy i elementy dwóch modeli – windykacji wewnętrznej i windykacji zewnętrznej. Banki decydują się w tym modelu jednocześnie na posiadanie wyspecjalizowanych jednostek, zajmujących się windy-

³⁰ M. Matusiak, *Trzeba chcieć*, „Gazeta Bankowa” nr 41 (989), 8–14 października 2007, s. 33.

³¹ M. Krzyśko, *Outsourcing zarządzania...*, op.cit., s. 13.

kacją i restrukturyzacją należności kredytowych, oraz na współpracę z podmiotami zewnętrznymi. Wielkość zatrudnienia w jednostkach zajmujących się windykacją wierzytelności, bez względu na obowiązujący w banku model windykacji, zależy od wielkości samego banku i jego udziału w rynku. Najniższe zatrudnienie w jednostce odpowiedzialnej za windykację wśród ankietowanych banków wskazał Bank A. Podmiot ten wykorzystuje model mieszany windykacji, ale przyczyny tak niskiego zatrudnienia należy upatrywać w fakcie, że bank niedługo przed przeprowadzeniem ankiety zmienił model windykacji z pełnego outsourcingu na model mieszany, a własne struktury windykacji posiadał dopiero od 6 miesięcy.

Rysunek 2. Liczba osób zatrudnionych w jednostkach zajmujących się windykacją w badanych bankach



Źródło: Opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych badań ankietowych.

Model mieszany obowiązuje także w banku B. Bank ten posiada duże centrum obsługi telefonicznej, a do firm windykacyjnych przekazuje sprawy, gdzie przekroczony został określony poziom zaległości. W efekcie bank B wysyła sprawy trudniejsze do obsługi zewnętrznej. Postępowania sądowe i egzekucyjne także prowadzone są za pośrednictwem wyspecjalizowanych kancelarii prawnych.

Banki F i G w zasadzie prowadzą procesy windykacyjne samodzielnie. Efektem przyjęcia takiego właśnie modelu jest wyższa liczba zatrudnionych pracowników w jednostkach windykacyjnych. Związane są z tym wyższe koszty funkcjonowania jednostek odpowiedzialnych za dochodzenie należności. Na rysunku 2 przedstawiono liczbę zatrudnionych w jednostkach zajmujących się windykacją w badanych bankach.

W modelu mieszanym firmy windykacyjne przejmujące prowadzenie procesu windykacji na pewnym etapie zaczynają odpowiadać za raportowanie podejmowanych działań windykacyjnych. Bank jako wierzyciel, ponoszący ryzyko kredytowe, musi być na bieżąco informowany o aktualnym statusie sprawy. W praktyce wygląda to tak, że firmy windykacyjne cyklicznie, zgodnie z oczekiwaniem wierzyciela,

przekazują mu raporty generowane przez zaawansowane programy zarządzania wierzytelnościami.

Argumentem przemawiającym za stosowaniem modelu windykacji mieszanej jest to, że utrzymanie własnej dużej komórki windykacyjnej jest związane z koniecznością ponoszenia wysokich kosztów stałych. Outsourcing działań windykacyjnych prowadzi do obniżania kosztów stałych i pozwala bankowi skupić się na strategicznym zarządzaniu procesami odzyskiwania należności oraz modelowaniu procesów wewnętrznych z uwzględnieniem trendów związanych z przyjętą polityką kredytową i sprzedażową.

Tabela 2. Wskaźniki oceny efektywności zatrudnienia w działach windykacji w badanych bankach

Model windykacji w banku Wskaźnik	Badany bank						
	A	B	C	D	E	F	G
	M/Z	M	M	M	M	W	W
Wskaźnik 1 – liczba osób zatrudnionych w banku przypadająca na jednego zatrudnionego w dziale windykacji (Zog : Zw)	100	22	82	43	26	8	25
Wskaźnik 2 – wartość aktywów banku przypadająca na jednego zatrudnionego w dziale windykacji (w mln zł) (Aog : Zw)	1501	248	434	233	163	29	141
Wskaźnik 3 – wartość należności od klientów banku przypadająca na jednego zatrudnionego w dziale windykacji (w mln zł) (Nk : Zw)	990	207	274	191	53	37	109

M – windykacja mieszana, W – windykacja wewnętrzna, Z – windykacja zewnętrzna, Zog – ogółem zatrudnienie w banku, Zw – zatrudnienie w dziale windykacji, Aog – wartość aktywów ogółem, Nk – wartość należności od klientów banku.

Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonych badań ankietowych oraz sprawozdań badanych banków.

W celu oceny efektywności zatrudnienia osób w działach windykacji w badanych bankach obliczono trzy wskaźniki (tabela 2):

- wskaźnik 1 – stosunek liczby zatrudnionych w całym banku do liczby zatrudnionych w dziale windykacji;

- wskaźnik 2 – stosunek aktywów ogółem banku do liczby zatrudnionych w dziale windykacji (wyrażony w mln zł aktywów na jednego zatrudnionego w dziale windykacji);
- wskaźnik 3 – stosunek należności od klientów banku do liczby zatrudnionych w dziale windykacji (wyrażony w mln zł należności na jednego zatrudnionego w dziale windykacji).

Średnia wartość wskaźnika 1 wyniosła dla badanych banków 27, co oznacza, że średnio na jednego zatrudnionego w dziale windykacji w badanych bankach przypadło 27 zatrudnionych w banku. Im wyższa wartość wskaźnika tym lepiej. Analizując wartość wskaźników przedstawionych w tabeli 2, można zauważyć, że stosunkowo najmniej osób zajmuje się windykacją w banku A i w banku C. Wartość tego wskaźnika w banku A jest związana z tym, że bank do tej pory korzystał tylko z windykacji zewnętrznej, a z windykacji mieszanej korzysta od niedawna. Pomijając ten skrajny przypadek, średnia wartość tego wskaźnika dla banków stosujących windykację mieszaną wynosiła 43 osoby na jednego zatrudnionego w windykacji. Wśród banków stosujących windykację wewnętrzną na jednego zatrudnionego w windykacji przypadło 17 osób zatrudnionych w innych działach banku. Wartość tego wskaźnika jest lepsza dla banków korzystających z windykacji mieszanej niż korzystających z windykacji wewnętrznej.

Średnia wartość wskaźnika 2, czyli wartość aktywów banku na jednego zatrudnionego w dziale windykacji, wyniosła dla wszystkich badanych banków 176 mln zł na jednego zatrudnionego w dziale windykacji. Wśród banków korzystających z windykacji mieszanej, z pominięciem banku A, wartość tego wskaźnika wyniosła 270 mln zł, a dla banków stosujących windykację wewnętrzną 85 mln zł. Warto zaznaczyć, że im wyższa wartość tego wskaźnika, tym lepiej.

Średnia wartość wskaźnika 3, czyli wartość należności od klientów przypadająca na jednego zatrudnionego w dziale windykacji, wyniosła dla wszystkich badanych banków 127 mln zł. Wśród banków korzystających z windykacji mieszanej, z pominięciem banku A, wartość tego wskaźnika wyniosła średnio 181 mln zł, a dla banków stosujących windykację wewnętrzną 73 mln zł. Podobnie jak w przypadku wskaźnika 2, im wyższa wartość wskaźnika 3, tym lepiej dla banku, ponieważ oznacza to, że bank efektywniej wykorzystuje pracę każdej osoby zajmującej się windykacją należności.

Wartość każdego z obliczonych wskaźników potwierdza, że zastosowanie windykacji mieszanej może przynosić bankowi korzyści w postaci obniżania kosztów zatrudnienia, które są kosztami stałymi.

6. Podsumowanie

Windykacja należności jest procesem złożonym i czasochłonnym. Wymaga od prowadzącego działania windykacyjne wiedzy z różnych dziedzin. Banki są instytucjami finansowymi, dla których działalność windykacyjna nie jest działalnością główną. Banki mają kompetencje związane z wykonywaniem czynności bankowych, a windykacja należności do takich czynności nie należy. W celu obniżania kosztów, a jednocześnie poprawy skuteczności windykacji, proces ten może być przekazywany podmiotom wyspecjalizowanym – firmom windykacyjnym. Ponieważ nie wszystkie sprawy są sprawami trudnymi, to bank jest w stanie odzyskiwać część wierzytelności bez większych nakładów. Sprawy trudniejsze mogą być przekazywane specjalistom zewnętrznym. Model windykacji mieszanej jest preferowany przez większość badanych banków. Dwa spośród badanych banków prowadzą windykację wewnętrzną, czyli nie korzystają z pomocy firm windykacyjnych. W obu tych bankach zatrudnienie w działach windykacji jest o wiele wyższe niż w pozostałych 5 bankach, które korzystają z outsourcingu działań w procesie windykacji. Efektem outsourcingu jest obniżenie kosztów stałych.

Bibliografia

1. Bekas M., *Rozwój rynku informacji gospodarczych w Polsce na przełomie XX i XXI wieku*, w: *Dorobek ekonomii, finansów i nauk o zarządzaniu oraz jego praktyczne wykorzystanie na przełomie XX i XXI wieku*, red. R. Bartkowiak, J. Ostaszewski, Oficyna Wydawnicza SGH w Warszawie, Warszawa 2012, s. 343–355.
2. *Diagnoza społeczna 2007. Warunki i jakość życia Polaków*, red. J. Czapiński, T. Panek, Wyższa Szkoła Finansów i Zarządzania w Warszawie, Warszawa 2007.
3. *Diagnoza społeczna 2011. Warunki i jakość życia Polaków*, red. J. Czapiński, T. Panek, „Contemporary Economics”, Quarterly of University of Finance and Management in Warsaw, Vol. 5, Issue 3, September 2011, Special Issue.
4. Gostomski E., Penczar M., Lepczyński B., Barembruch A., *Pośrednictwo kredytowe w Polsce. Podręcznik dla praktyków*, CeDeWu, Warszawa 2007.
5. Grodzki G., *Kryteria wyboru firmy windykacyjnej*, „Magazyn Business Centre Club” 2005, nr 3, s. 6.
6. Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, *Biznes i ryzyko dla banków w bankowości detalicznej i private banking w najbliższych pięciu latach*, Gdańsk 2007.
7. Jankowski P., *Modele windykacji w firmie. Windykacja*, t. 2, Helion, Gliwice 2006.

8. Krzyśko M., *Outsourcing zarządzania należnościami*, „Magazyn Business Centre Club” 2005, nr 1, s. 21.
9. Matusiak M., *Ewolucja definicji*, „Gazeta Bankowa” nr 41 (989), 8–14 października 2007, s. 8–9.
10. Matusiak M., *Kosztowna samodzielność*, „Gazeta Bankowa” nr 41 (989), 8–14 października 2007, s. 30.
11. Matusiak M., *Trzeba chcieć*, „Gazeta Bankowa” nr 41 (989), 8–14 października 2007, s. 33.
12. Osada Z., *Uprawnienia banku w dochodzeniu wierzytelności*, Wydawnictwo Zrzeszenia Prawników Polskich, Warszawa 2000.
13. *Raport o stabilności systemu finansowego*, red. P. Szpunar, NBP, Warszawa, grudzień 2011.
14. Ustawa z dnia 17 listopada 1964 r. Kodeks postępowania cywilnego, Dz.U. nr 43, poz. 296 z późn. zm.
15. Ustawa z dnia 20 lipca 2001 r. o kredycie konsumenckim, Dz.U. nr 100, poz.1081 z późn. zm.
16. Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe, Dz.U. nr 140, poz. 939 z późn. zm.
17. Wengerek E., *Sądowe postępowanie egzekucyjne w sprawach cywilnych*, PWN, Warszawa 1970.
18. Wodyńska A., *Modele windykacji należności i konsekwencje ich stosowania*, „Współczesna Ekonomia”, nr 1/2007 (1), s. 121–136.

Summary

Czesław Martysz

The Economic Miracle of the Third Reich. The Truth of Myth?

In the years 1933–1936 the National Product of the Third Reich grew annually by 9.5%, production by 17% and unemployment dropped down nearly to zero. What did the "Nazi economic miracle" consist in? Did it really occur? What contributed to the fact that Germany before World War II was perceived as the best economically developed country of the world? Was the war unavoidable then? Having analysed the most important events of the period 1933–1936, I will try to find answers to these and other questions bothering historians.

Hubert Słubik

Murray Newton Rothbard versus Joseph Alois Schumpeter. Synthetic Comparison of Economic Theories

Murray Newton Rothbard was one of the most outstanding representatives of the Austrian school. Thanks to the openness of mind and continual search for the objective truth in the economic science, he enriched the Austrian theory by the theory of American anarchists and the Schumpeter's analysis of the state system degeneration. Schumpeter initially linked with the Austrian school, abandoned its paradigm in favour of the search for theories examining the economic reality better. Eventually, Schumpeter returned to the cause-and-effect analysis, but he enriched it with the contribution of Marx and Max Weber. The comparison of the theory of Rothbard and Schumpeter is a comparison of some of the most interesting theories of the 20th century.

Małgorzata Mianowska

The Impact of Methodology and Selection of Market Data on Evaluation of REPO and BSB/SBB Transactions for the Need of Everyday Security of Open Positions

The article deals with the problem of evaluation of REPO, reverse REPO and SELL/BUY BACK (BUY/SELL BACK) transactions for the need of security agreements: *GMRA (Global Master Repurchase Agreement)*, *EMA (European Master Agreement)*, and in Poland with regard to the Framework Agreement recorded in the *Recommendation on concluding REPO and BUY/SELL BACK transactions on the Polish financial market*. It discusses the methodologies of calculation of exposition recorded in the aforementioned documents (for ordinary REPO and forward REPO transactions), the differences between them and also exemplified problems to be encountered during the evaluation of transactions. It presents the differences in the evaluation depending which agreement they are included in; they may occur when the sources of prices used for the evaluation and the ways of calculation of the security indicator are not precise or there will be no decisions concerning the list of transactions which will be basis for setting the exposition.

Mateusz Guzikowski, Bartosz Sternal

Savings Rate and Economic Growth

The present article reviews the literature with regard to the cause-effect relationship between the savings (investment) rate and growth rate. The authors point to a number of factors which have an impact on the role of savings rate in the growth (e.g. accumulation of human capital, foreign financial sources accessibility, the distance of economy from the world technological border or possibility of technological import) and discuss the durability of the impact of savings rate changes on the growth rate. There is also a reference to the discussion between researchers on the direction of the savings rate and economic growth relation. The literature confirms both hypotheses: the rise in savings causes economic growth (traditional accumulative approach) or economic growth results in the rise in savings (alternative approach) – which leads the authors to the conclusion that both the hypotheses do not exclude each other: they reflect the positive feedback between the savings rate and growth rate.

Monika Kubik-Kwiatkowska

The Significance of Annual and Quarterly Financial Reports in the Evaluation of Companies Listed at Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. (the Warsaw Securities Exchange).

The study is connected with the scientific trend of value relevance – examining whether the information in financial reports is reflected in the value of the listed companies. The research includes the annual and quarterly reports made by the companies listed at the Warsaw Securities Exchange from 2000 to early 2011. The results confirm the hypothesis that annual reports including audited financial reports explain the observed share prices considerably better than the information from non-audited quarterly reports.

Magdalena Walczak

Socially Irresponsible Investing – When it's good, it's very very good. When it's bad, it's better.

The article presents a new trend antagonistic to socially responsible investing (SRI). The present article is aimed the presentation of investing in sin stocks and sectors. The enthusiasts of the idea of socially irresponsible investing (SiRI) claim that the sectors which are commonly considered to be sin sectors are said to be resistant to crises and it is them which are the best way to multiply capital. The article presents arguments for and against this thesis. The article discusses the SiRI concept and analyses the definition of sin used by the quoted authors and outlines the characteristics of a sin investor. It shows the results of research on SiRI effectiveness. This article is a review of the research of sin investing conducted so-far.

Elwira Ziółkowska

The Idea of Corporate Social Responsibility as an Example of Social Aspects of the Banking Sector Operations from the Perspective of Banks' Responsibility for the Subprime Crisis

The idea of social responsibility of financial institutions in the era of the crisis which to a large extent was caused by the lack of this responsibility seems to be very important. The article is aimed at outlining the idea of CSR in the banking sector, the direction

of its development and the impact on the mitigation of the subprime crisis effects. The author intends to present different approaches to the idea of social responsibility in commercial and cooperative banks. Furthermore, the CSR idea in the banking sector is shown from the perspective of international standards (Global Compact, Global Reporting Initiative) and domestic standards (RESPECT Index). The ideas of CSR and the direction of its development is exemplified by selected initiatives. The author discerns the relation connected with the responsibility of banks for the subprime crisis in the CSR aspect. The analysis brings about a question: if banks had respected the idea of corporate social responsibility, would it have an impact of the financial crisis effects? Undoubtedly, the subprime crisis showed that there is a need to look for a new state of equilibrium, which may appear to result from the corporate social responsibility.

Katarzyna Kreczmańska-Gigol, Renata Nowak

Banks' Debts from Individual Customers and Their Recovery

The recovery of debts is a complex and time consuming problem. There are three recovery models: internal, external and mixed recovery. Banks' debt recovery from individual customers requires a lot of work due to their specificity. Banks outsource debt recovery services in order to reduce fixed costs and to improve the effectiveness of recovery. In order to check what recovery methods are preferred by banks, a survey was conducted among the people dealing with debt recovery in seven commercial banks in Poland. Most of the banks prefer a mixed recovery model. Two of them apply internal recovery. In both of them employment in the debt recovery departments is much higher than in the remaining five banks which make use of outsourcing.