

STUDIA I PRACE

Kolegium  
Zarządzania  
i Finansów

ZESZYT NAUKOWY 128



STUDIA I PRACE

Kolegium  
Zarządzania  
i Finansów

ZESZYT NAUKOWY 128

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**

Magdalena Kot

**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**

**Czasopismo ukazuje się w wersji papierowej (jest to wersja pierwotna) i elektronicznej**

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 123/VI/13

# Spis treści

Od Rady Naukowej .....	7
<i>Judyta Przyłuska</i> W poszukiwaniu nowych rozwiązań dla systemu finansowego .....	9
<i>Artur Mika</i> Stabilność finansowa a nowe międzynarodowe wyzwania wobec systemów gwarantowania depozytów .....	25
<i>Czesław Martysz</i> Zarys problematyki finansów islamskich .....	41
<i>Krzysztof Borowski</i> Analiza wybranych efektów sezonowości stóp zwrotu na przykładzie kursu walutowego USD/PLN w okresie 04.01.1993–30.06.2012 .....	61
<i>Monika Czerwonka, Magdalena Oleśniewicz</i> Racjonalność zjawiska zachowań stadnych wśród inwestorów indywidualnych .....	81
<i>Michał Polański</i> Behawioralna wycena aktywów kapitałowych .....	97
<i>Anna Wildowicz-Giegiel</i> Koncepcja kapitału intelektualnego z perspektywy teorii i praktyki rachunkowości ..	117
<i>Elwira Ziółkowska</i> Charakterystyka wybranych technik zarządzania gotówką w ramach zdywersyfikowanych podmiotów gospodarczych – <i>netting i cash pooling</i> .....	131
<i>Ludmiła Słobodzian</i> Polityka prywatyzacyjna w Rosji w pierwszej fazie transformacji .....	145
<i>Grażyna Kozuń-Cieślak</i> Efektywność – ewolucja koncepcji w retrospekcji teorii ekonomii .....	157
Summary .....	183



## 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.

Judyta Przyłuska w swoim artykule przedstawia projekt wprowadzenia cyberpieniądzka i zasady jego funkcjonowania. Omawia również wydarzenia sprzyjające idei e-waluty.

Celem artykułu Artura Miki jest identyfikacja, charakterystyka i ocena światowych trendów oraz nowych rozwiązań prawno-instytucjonalnych w zakresie SGD, których wystąpienie jest reakcją na światowy kryzys finansowy. Autor charakteryzuje dotychczasowe reformy SGD podjęte w reakcji na światowy kryzys finansowy. Identyfikuje także obszary przyszłych reform systemów gwarantowania depozytów.

Czesław Martysz w swoim artykule prezentuje podstawy funkcjonowania finansów islamskich. Autor przedstawia rys historyczny finansów islamskich, a także omawia najpopularniejsze islamskie produkty finansowe. Ponadto charakteryzuje działalność banku islamskiego i systemowe ograniczenia rozwoju rynku.

Krzysztof Borowski w swoim artykule dokonuje analizy wybranych efektów sezonowości stóp zwrotu na przykładzie kursu walutowego USD/PLN w okresie 04.01.1993–30.06.2012. Analiza ta dotyczy w szczególności obliczenia średniej arytmetycznej i średniej geometrycznej stopy zwrotu dla tej pary walutowej w poszczególne dni tygodnia, dni miesiąca oraz we wszystkich miesiącach roku.

Monika Czerwonka i Magdalena Oleśniewicz w swoim artykule poruszają zagadnienie racjonalności inwestora. Autorki odpowiadają na pytanie, na czym polega racjonalność i nieracjonalność zachowania inwestorów indywidualnych oraz jakie motywy zachowania i decyzje świadczą o ich racjonalności. Zwracają również uwagę na zachowania stadne inwestorów indywidualnych.

Michał Polański w swoim artykule omawia najważniejsze teorie wycen bazujące na systematycznych (w określonym horyzoncie czasowym) tendencjach behawioralnych inwestorów. Charakteryzuje także nowe modele, które dodatkowo łączą kwestie psychologiczne z problemem dywidend, co stanowi, zdaniem Autora, interesujący pomost łączący teorie bardziej behawioralne z teoriami klasycznymi.

Koncepcja kapitału intelektualnego z perspektywy teorii i praktyki rachunkowości jest zagadnieniem opisanym w artykule autorstwa Anny Wildowicz-Giegiel. Autorka prezentuje rozważania dotyczące istoty i pomiaru kapitału intelektualnego w przedsiębiorstwie, a także omawia zagadnienie kapitału intelektualnego w teorii rachunkowości. Charakteryzuje również wartości niematerialne w polskim prawie bilansowym i w świetle MSSF oraz przedstawia wyzwania związane z rachunkowością kapitału intelektualnego.

Celem artykułu Elwiry Ziółkowskiej jest przybliżenie specyfiki jednego z podstawowych rodzajów usługi *cash pooling*, tj. *notional cash pooling* – opartego na mechanizmie *nettingu*. Autorka wyjaśnia, czym jest zjawisko *nettingu* oraz strukturyzuje je w problematyce transakcji kompensacyjnych, wskazując jednocześnie na powiązania tego mechanizmu z usługą *notional cash pooling*. Nakreśla również związek interpretacyjny *cash pooling* opartego na *nettingu*, często utożsamianego z umową pożyczki.

Ludmiła Słobodzian w swoim artykule zajmuje się polityką prywatyzacyjną w Rosji w pierwszej fazie transformacji. Autorka charakteryzuje Państwowy Program Prywatyzacji. Opisuje uwarunkowania prawne i mechanizm prywatyzacji oraz przedstawia rezultaty prywatyzacji w Rosji.

Grażyna Kozuń-Cieślak w swoim artykule zaprezentowała etymologiczne korzenie pojęcia „efektywność” oraz przedstawiła zarys semantycznej ewolucji tej kategorii w historycznej perspektywie teorii ekonomii.

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



Judyta Przyłuska

Wydział Nauk Społecznych

Uniwersytet Lubelski Jana Pawła II

# W poszukiwaniu nowych rozwiązań dla systemu finansowego

## 1. Wprowadzenie

W ujęciu historycznym pieniądź był jedną z pierwszych instytucji kontrolowanych przez rząd, zaś wolnorynkowe „rewolucje” XVIII i XIX w. prawie tej sfery nie naruszyły<sup>1</sup>. Na przestrzeni lat wokół zagadnień dotyczących teorii pieniądza narosło wiele sporów i nieporozumień<sup>2</sup>. W ich wyniku zwolennicy wolnego rynku przekonują, że pieniądź jest czymś szczególnym i za jego podaż i regulacje prawne musi odpowiadać rząd<sup>3</sup>. Państwowej kontroli nad pieniądzem nie traktują jako interwencji na rynku i wolny rynek w sferze pieniądza jest dla nich sytuacją nie do przyjęcia. W czasach obowiązującego standardu złota występował sztywny kurs walut, który – w przeciwieństwie do dzisiejszego interwencjonizmu państwowego – nie był sterowany przez państwo, ale wynikał z faktu, że banknot był wymierny na złoto określonej wagi.

---

<sup>1</sup> Por. M.N. Rothbard, *Złoto, banki, ludzie – krótka historia pieniądza*, Fijor, Warszawa 2003.

<sup>2</sup> Szerzej omówione zagadnienia można znaleźć m.in. w publikacjach: J.M. Keynes, *Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003; I. Fisher, *Purchasing Power of Money*, Macmillan, New York 1913; M. Friedman, *Methodology of Positive Economics*, University of Chicago Press, Chicago 1953; L. Mises, *Human Action: a treatise on economics*, Foundation for Economic Education, Chicago 1996.

<sup>3</sup> Por. M. Maneli, *Historia doktryn polityczno-prawnych. Wiek XIX–XX, Część II. Liberalizm-pozytywizm, szkoły psychologiczna i socjologiczna*, Wydawnictwo Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 1964, s. 19–29.

Współczesne gospodarki z rozrośniętym sektorem finansowym oparte są na stałym generowaniu długu i różnych mechanizmach technicznych kreacji pieniądza. Może to być zwykła deprecjacja długu poprzez inflację albo bardziej złożony proces, jaki miał miejsce w działaniu FED w USA, gdzie w ciągu 2 lat bilans FED wzrósł o 200% (w wyniku ukrytej monetaryzacji poprzez pośrednie skupowanie długów przez bank centralny) czy działań EBC w strefie euro (ratowanie banków zagrożonych utratą płynności). Cała obecna kultura finansowa oparta jest na „przyspieszonej konsumpcji” z odroczonym terminem płatności. Naturalna granica hamująca wielkość zadłużenia uległa niebezpiecznemu rozmyciu zarówno dla długu prywatnego, jak i publicznego, a system *fiat money* walczył się do tego przyczynił. Zaufanie zostało poważnie naruszone, na co wskazują liczne dowody<sup>4</sup>.

Systematyczny wzrost cen surowców (od 2008 r.), a w szczególności złota i srebra oznacza, że oczekiwania inflacyjne są powszechne i inwestorzy poszukują bezpiecznej formy tezauryzacji aktywów finansowych. Problem pieniądza papierowego, opartego tylko na zaufaniu (ang. *fiat money*) coraz wyraźniej wskazuje, że obecnie brakuje pieniądza „pełnego”, który poza funkcjami wymiany i miernika wartości spełniałby – zgodnie z definicją – funkcję przechowywania wartości w czasie, jak kiedyś spełniał to pieniądz kruszcowy<sup>5</sup>.

Dodatkowo, międzynarodowe firmy obawiają się, że politycy nie powstrzymają rozprzestrzenienia się kryzysu zadłużenia, w związku z tym coraz częściej przygotowują plany awaryjne na wypadek upadku strefy euro, chcąc zabezpieczyć swoje przedsiębiorstwa przed zrealizowaniem się takiego scenariusza. Częściej także słyszy się, że waluty lokalne staną się koniecznością i będą najważniejszą podporą rozwoju stabilnych, zróżnicowanych regionalnych gospodarek. Zanim jednak potrzeba ta nie stała się koniecznością, warto zastanowić się nad reformą scentralizowanego systemu bankowego, który ma tak istotny wpływ na nasze życie – głównie za sprawą polityki kredytowej, określającej kształt i kierunki rozwoju gospodarki. Pomimo wysokiego poziomu zaufania publicznego, jakim dotychczas cieszyły się banki na całym świecie, na tle historii zdarzały się i zdarzają wielkie bankructwa i afery bankowe. Te o skali międzynarodowej są szczególnie nagłaśniane w mediach i znacznie osłabiają zaufanie publiczne do sektora. Ich przyczyny są diametralnie różne – od genialnych małwersacji do pomówień i plotek. A to, co jest dla nich wspólne, to luki systemu regulacji i błędy w zarządzaniu, które ułatwiają szkodliwe działania przez wiele miesięcy, a nawet lat<sup>6</sup>.

<sup>4</sup> Ibidem, s. 24–25.

<sup>5</sup> Ibidem, s. 23–24.

<sup>6</sup> Por. *Międzynarodowe bankructwa i afery bankowe*, red. P. Masiukiewicz, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009, s. 11.

Rozmiary obecnego kryzysu euro-amerykańskiego, a przede wszystkim zagrożenie utraty pieniędzy przez miliony klientów, zmusiły władze wielu państw do interwencji i działań pomocowych na dotychczas niespotykaną skalę. Wielotysięczna manifestacja w londyńskim City podczas szczytu G-20 w kwietniu 2009 r. pokazała, że społeczeństwo Europy Zachodniej buntuje się przeciw polityce bankierów, rządów i banków centralnych<sup>7</sup>. Ryzyko niewypłacalności państw, które początkowo dotknęło Grecję (w maju 2010 r.) i Irlandię (w listopadzie 2010 r.), a następnie Portugalię (w maju 2011 r.) i Włochy (w lipcu 2011 r.), w praktyce oznacza ogłoszenie bankructwa. Pomoc udzielona przez Komisję Europejską, obwarowana licznymi warunkami, rodzi wieloaspektowe konsekwencje; recesje, niepokoje społeczne i destabilizację<sup>8</sup>.

Wydarzenia te przyspieszają – od dłuższego czasu trwające – uzasadnione dyskusje na temat wadliwego systemu finansowego. Coraz częściej spotyka się propozycje rozwiązań, u podstaw których leżą możliwości Internetu, wykorzystywanego niemal w każdym obszarze naszego życia. Rozważaniom poddaje się zagadnienia dotyczące wirtualnego pieniądza, który mógłby zastąpić współczesne waluty i rozwiązać szereg dotychczasowych problemów. Czy jednak wirtualny pieniądz ma szansę powodzenia? Jak miałby funkcjonować ten „eksperymentalny” system i jakie rodzą się w związku z nim obawy?

## 2. Projekt cyberpieniądza i zasady jego funkcjonowania

Projekt wirtualnej waluty, tzw. *bitcoin* (BTC), po raz pierwszy pojawił się w 2009 r., ale sam pomysł zbudowania niezależnego, bezpiecznego pieniądza zrodził się już w latach 90. XX w., m.in. w postaci idei DigiCash autorstwa jednego z najbardziej znanych kryptografów świata, Davida Chaumana. Z czasem powstawały dalsze, coraz doskonalsze e-waluty, aż do powstania systemu *e-gold*, w 1996 r. Gdy projekt zaczął odnosić sukcesy i liczba posiadaczy kont sukcesywnie rosła (z 1 mln w 2003 r. do 5 mln w 2008 r.), twórcami systemu *e-gold* zainteresował się amerykański Departament Sprawiedliwości, oskarżając ich o pranie brudnych pieniędzy przy wykorzystaniu innowacyjnego projektu. W wyniku oskarżeń i wyroku sądu w 2009 r. system *e-gold* został zlikwidowany, ale mimo to w jego miejsce zaczęły powstawać nowe, jeszcze doskonalsze projekty<sup>9</sup>.

---

<sup>7</sup> Ibidem, s. 14.

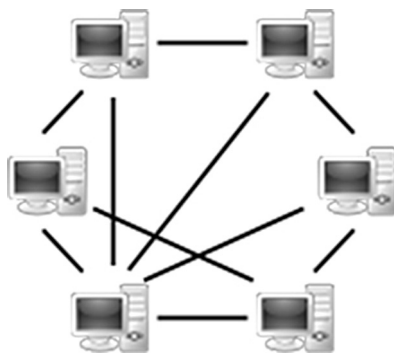
<sup>8</sup> Por. S. Wyciślak, *Efekt zarażania. Rozprzestrzenianie się kryzysu finansowego. Contagion effect*, [http://www.audytryzyka.com/index.php?inc=14&id\\_arty=12908512587270](http://www.audytryzyka.com/index.php?inc=14&id_arty=12908512587270).

<sup>9</sup> [http://forsal.pl/artykuly/522383,bitcoin\\_waluta\\_hakerow\\_przyszloscia\\_gospodarki.html](http://forsal.pl/artykuly/522383,bitcoin_waluta_hakerow_przyszloscia_gospodarki.html).

Kolejną falę rozwoju cyberpieniądza przyniosła ekspansja portali społecznościowych opartych na ruchu otwartych źródeł (ang. *open-source*), będącym odłamem ruchu wolnego oprogramowania (ang. *free software*). Jego funkcjonowanie umożliwił rozwój darmowego dostępu do oprogramowania w sposób przenoszący uprawnienia na wszystkich użytkowników sieci. Zalety wynikające z wolności i swobody takiego rozwiązania sprawiają, że ich popularność ciągle wzrasta. Powstałe dotychczas koncepcje cyberwaluty łączy nie tylko hermetyczne środowisko komputerowych hakerów. Doskonalenie projektu ewoluuje także w coraz większym sprzeciwie wobec władzy banków – w proteście przeciwko kształtowi obecnego systemu finansowego<sup>10</sup>.

Za twórcę idei *bitcoin* podaje się niejaki Satoshi Nakamoto<sup>11</sup>, choć całe przedsięwzięcie reprezentuje prawdopodobnie kilku e-kryptografów z różnych krajów świata. Celem projektu jest stworzenie czysto elektronicznej waluty działającej w sposób zdecentralizowany (por. rysunek 1).

**Rysunek 1. Schemat sieci typu *Peer-to-Peer* (P2P) – model komunikacji w sieci komputerowej, zapewniający wszystkim hostom te same uprawnienia, w odróżnieniu od architektury *klient-serwer***



Źródło: <http://pl.wikipedia.org/wiki/P2P>.

Fizycznie, *bitcoin* nie jest monetą ani wirtualną sumą zapisaną na koncie bankowym. Od innych walut, dolara, euro czy złotego odróżnia go to, że nie emituje go bank centralny, ani amerykański FED, ani europejski EBC, ani żaden inny, pomniejszy. Nikt odgórnie nie ustala kursu *bitcoina* ani nie gwarantuje poziomu jego wartości. Nie ma utworzonego centralnego organu emisji nowych pieniędzy ani też organu

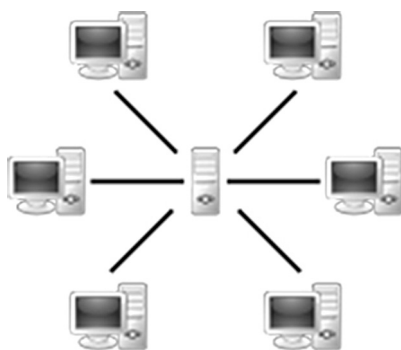
<sup>10</sup> Por. J. Przyłuska, *Wirtualny pieniądz*, „Gazeta Bankowa” maj 2012, nr 5/1133, s. 97–100.

<sup>11</sup> [http://www.wired.com/magazine/2011/11/mf\\_bitcoin/all/1](http://www.wired.com/magazine/2011/11/mf_bitcoin/all/1).

śledzenia zawieranych transakcji. Zamiast tych instytucji, *bitcoin* jest zarządzany wspólnie przez tzw. węzły sieci<sup>12</sup>.

Ta cyberwaluta może być zapisana na komputerze osobistym w formie „pliku portfela” lub przetrzymywana w prowadzonym przez osoby trzecie, zewnętrznym serwisie zajmującym się przechowywaniem takich „portfeli”. W każdym przypadku, bitmonety mogą zostać przesłane przez Internet do dowolnego posiadacza „adresu *Bitcoin*”, którym jest unikalny ciąg cyfr zapisywany w postaci algorytmu, np. *1EQo-dj<sup>2</sup>MkD6iL5X4MZ7Pc6kWMARF7mW6E*. Cała operacja wymiany odbywa się na tej samej zasadzie co ściąganie muzyki z sieci w systemie *peer-to-peer* (P2P), gdzie komputery zwykłych użytkowników połączone są darmowym oprogramowaniem (ang. *open source*) zastępującym bazy danych utrzymywane przez banki i inne firmy obsługujące karty kredytowe (por. rysunek 2).

**Rysunek 2. Schemat sieci z jednym, centralnym serwerem. Model architektury klient-serwer**



Źródło: <http://pl.wikipedia.org/wiki/P2P>.

Na podstawie wyżej wspomnianego algorytmu, komputery zapisują „wędrówkę” cyberpieniądza od użytkownika A, który przekazał pieniądze użytkownikowi B, a ten dalej – użytkownikowi C. Przy każdej płatności kod w postaci ciągu cyfr użytej monety zostaje zapisany na komputerze sprzedawcy, a system automatycznie sprawdza, czy kombinacja liczb należała do tego właśnie komputera. Przy najmniejszej różnicy matematycznej transakcja zostanie odrzucona. Ta weryfikacja sprawia, że *bitcoiny* są całkowicie odporne na fałszerstwa, są anonimowe i nie do prześledzenia. Ujmując rzecz prościej, komputery podłączone do sieci obliczają zaszyfrowane ciągi

<sup>12</sup> *The FED's Real Monetary Problem* by Thomas Luongo, <http://www.lewrockwell.com/orig6/luongo7.1.1.html>.

matematycznych warunków, którym muszą sprostać (przy „tworzeniu” nowego pieniądza i przy weryfikacji transakcji), z których składają się wirtualne pieniądze.

Pojedynczy *bitcoin* zawiera nie tylko stały ciąg znaków, lecz ciągnie za sobą całą historię. Każda transmisja (przeniesienie) od jednego posiadacza do następnego jest częścią kodu. W ten sposób algorytm gwarantuje autentyczność wirtualnych monet, których nie można skopiować. System sprawdza rozwinięte transakcje, czy nie pojawiają się w nich jakiegokolwiek niespójności. Przy najmniejszej matematycznej niedokładności przelew nie zostanie pozytywnie zweryfikowany i nie dojdzie do zawarcia transakcji. Należy dodać, iż podczas procesu tzw. „wydobycia”, a więc tworzenia nowych *bitcoinów*, niezbędne są duże moce obliczeniowe sprzętu komputerowego.

Sam system tworzenia cyberpieniądza jest dla laików bardzo skomplikowany, mimo iż kod źródłowy *open source* jest łatwy w obsłudze. Ale przecież także dziś nikt nie pyta, jak funkcjonuje system przetwarzania danych z plastikowych kart płatniczych, którymi posługujemy się na co dzień i które mają być proste w użyciu.

Odkąd funkcjonuje *bitcoinowy* system, osoby z zamiłowaniem zajmujące się zagadnieniem cyberpieniądza poszukują słabych ogniw i próbują odkryć wady w systemie kreacji wirtualnego pieniądza. Do tej pory jednak nic nie znaleziono.

System *bitcoina* zaprojektowano jako cyfrową analogię do wydobywania złota i srebra. Stąd generowanie bitmonet jest często nazywane „wydobyciem” lub „górnictwem”<sup>13</sup>. Szybkość generowania *coinów* jest znormalizowana w taki sposób, żeby uzyskać niezależność wobec liczby użytkowników pracujących przy komputerach. Kosztem wytworzenia bitmonet jest energia elektryczna zużywana przez procesor oraz koszt alternatywny możliwości wykorzystywania komputera. Zwiększenie rozmiaru sieci za pomocą nowych użytkowników zwiększa tempo niezależnej weryfikacji transakcji, w której są one wykonywane<sup>14</sup>. Proces postępowania w tym zakresie ilustrują doświadczenia użytkownika „Molekular”, posiadacza jednej z takich maszyn do generowania pieniędzy, która stoi na balkonie w Hamburgu. Miejsce usytuowania takiego „bolide” wiąże się z wyposażeniem sprzętu w dużą moc obliczeniową i super szybką kartę graficzną, gdyż musi być on chłodzony podczas intensywnej pracy i towarzyszącemu przy tym hałasowi. Taki komputer pracuje od miesięcy, tworząc *bitcoiny* – pieniądze „z prądu”<sup>15</sup>.

Prawdopodobieństwo, iż dany użytkownik otrzyma partię bitmonet na własny komputer, zależy od stosunku ilości mocy obliczeniowej wniesionej do sieci za jego

<sup>13</sup> <http://pl.wikipedia.org/wiki/Bitcoin>.

<sup>14</sup> <http://www.lewrockwell.com/orig6/luongo7.1.1.html>.

<sup>15</sup> <http://www.spiegel.de/netzwelt/netzpolitik/0,1518,765382,00.html>.

pośrednictwem, do sumy mocy obliczeniowej wniesionej przez wszystkie węzły. Sieć *bitcoina* tworzy i dystrybuuje porcje nowych bitmonet szacunkowo 6 razy na godzinę w losowych odstępach czasu do jednego z użytkowników sieci. Potencjalnie każdy użytkownik może otrzymać partię tej cyberwaluty dzięki użyciu aplikacji lub ekwiwalentnego oprogramowania dostosowanego do posiadanego przez siebie wyposażenia<sup>16</sup>. Liczba bitmonet stworzona w takiej partii nigdy nie jest większa niż 50 BTC, a nagrody (za „wydobycie”) są zaprogramowane na zmniejszanie się w czasie aż do zera, w taki sposób, aby nie więcej niż 21 milionów monet mogło kiedykolwiek zaistnieć. Wielkość ta ewoluuje zgodnie z deterministycznym szeregiem geometrycznym i szacuje się, że w 2033 r. pełna ich liczba zostanie osiągnięta, a po niej nie będą generowane żadne dalsze jednostki. W miarę jak wypłaty będą się zmniejszać oczekuje się, iż zbieranie opłat transakcyjnych będzie motywacją dla użytkowników do uruchamiania dalszych węzłów generujących<sup>17</sup>.

W niemieckim magazynie „Spiegel” z maja 2011 r. można przeczytać, że największy *bitcoinowy* „Miner” (wydobywca) dysponuje ok. 300 tys. sztuk cyberwaluty, co w przeliczeniu na ówczesny kurs daje wartość ok. 2,4 mln dolarów. Dodatkowo, maksymalną liczbę *bitcoinów* można podzielić na  $10^{-8}$ , co oznacza, że każdy *bitcoin* dzieli się na bardzo małe części ułamkowe, zajmujące ósme miejsce po przecinku, a to daje łącznie 2 100 000 000 000 000 odrębnych jednostek.

### 3. *Bitcoin* w obrocie płatniczym

Przy użyciu bitmonet można szybko i pewnie dokonywać przelewów w sklepach *online*. W ciągu ostatnich dwóch lat ta cyfrowa waluta zyskuje coraz większą popularność jako środek płatniczy. Wielu użytkowników jest przekonanych o jej zaletach, niektórzy z nich nawet tak bardzo, że mają znaczną część swoich płynnych aktywów zamienionych w *bitcoiny*. Inni pozostają sceptyczni i pytają, w czym dokładnie tkwi wartość dodana waluty, której nie daje się bezpośrednio w ręce uchwycić i której spektrum zastosowania jest jeszcze znacznie ograniczone. Decentralizacja, szybkość i dostępność dla każdego – jest czymś szczególnym w *bitcoinie*, na co głównie zwraca się uwagę. *Bitcoiny* oferują liczne korzyści w obrocie płatniczym i – co nie mniej ważne – potwierdzają to poprzez ciągłe rosnącą liczbę użytkowników.

Zanim jednak przyszedł użytkownik zainwestuje w produkt, chciałby możliwie dokładnie, bardzo precyzyjnie poznać wrażenia innych użytkowników posiadających

<sup>16</sup> <http://pl.wikipedia.org/wiki/Bitcoin>.

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



pożądany przedmiot inwestycji. Nowy nabywca zachowuje się podobnie, zarówno przy towarach i usługach, jak i przy walutach. Wiele osób, które słyszą o wirtualnym pieniądzu, zapytuje, w czym właściwie leży jego większa wartość i korzyści?

Na początek zwraca się uwagę na niskie opłaty za transakcje, które wynoszą tylko ułamek tego, co występuje w zwyczajnych transakcjach bankowych. Dodatkowo, *bitcoin* tworzy pewne możliwości, które w przypadku normalnej waluty nie są jeszcze możliwe, choć w świetle rozwoju technologicznego powinny być już wykorzystywane w praktyce. Przykładem mogą być wykonywane przelewy pieniężne w najkrótszym możliwie czasie, które w przypadku *bitcoina* są jednym z najprostszych zadań. Gdzie normalny przelew bankowy wymaga czasem realizacji kilku dni, *bitcoin* przekonuje do siebie wykonywaniem ich w czasie znacznie krótszym (do kilku godzin czy minut). To przyspiesza handel, nie tylko poprzez sklepy internetowe, a do tego czyni go jeszcze bardziej bezpiecznym. Poza tym *bitcoiny* są lepiej zabezpieczone przed fałszerstwem aniżeli systemy bankowe. Ich szyfrowanie gwarantowane jest przez 1024 bity, co odpowiada ośmiokrotności bankowych standardów bezpieczeństwa.

Cyberpieniądz zachwyca tych sprzedawców, dla których oparcie na nim modelu płatniczego oznaczałoby uniezależnienie się od obecnie obsługujących transakcje banków i innych pośredników. Redukcja kosztów mogłaby dać im pole do dalszego obniżania cen i dopomóc w zdobywaniu nowych klientów. To idealny środek wsparcia drobnych internetowych przedsięwzięć, z którego już korzystają blogerzy (szukający środków finansowych na swoją sieciową działalność) oraz organizacje pozarządowe.

Kolejną zaletę *bitcoina* upatruje się w obszarze systemowym. *Bitcoin* nie cierpi na problemy, które przynoszą inne środki lub systemy płatnicze (inflacje, deflacje). Maksymalnie, z góry ograniczona kwota *bitcoinowych* monet tworzy skuteczną ochronę przed inflacją i jednocześnie stabilizuje wartości, czego inne waluty nie mogą zaoferować. W porównaniu z bankami i pozostałymi systemami płatności, *coiny* oferują dostęp do systemu dla każdego i gwarantują, że nikt przez jakąś centralną instancję nie zostanie z niego wykluczony. Wirtualny pieniądz jest wspierany przez tę część przekonanej już społeczności, która przygotowuje się do rozwijania środków płatniczych w przyszłości. Z tymi zaletami, jakie *bitcoin* oferuje swoim użytkownikom, obrót tą walutą jest na drodze do dalszego rozwoju.

Bitmonety można wymieniać na cyfrowej platformie aukcyjnej lub na specjalnej stronie internetowej, zorganizowanej w postaci kantoru wymiany walut (por. rysunki 3 i 4).

Na tej platformie i jej podobnych można kontrolować wolumen obrotu, oferty kupna i sprzedaży, ceny, a także historię w wybranej przez siebie jednostce czasu. Organizacje, takie jak *Free Software Foundation* i *Electronic Frontier Foundation*



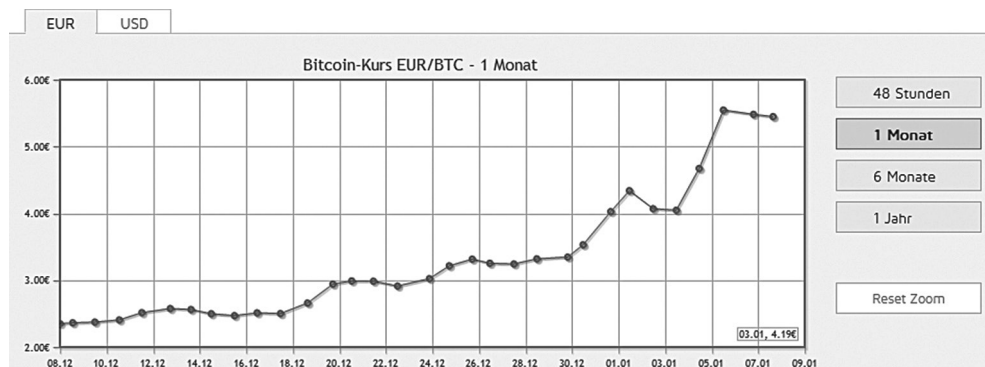
przyjmowały już darowizny w postaci cyberpieniądz. Powstały także różne platformy oferujące wymianę cyfrowych monet w dolarach amerykańskich, euro, a nawet w złotych, gdzie na bieżąco aktualizowane są kursy walut.

Rysunek 3. Schemat platformy obrotu *bitcoin*

Kaufen					Verkaufen				
Menge (min.)	Preis/BTC	Volumen	Zahlungsart	Kaufen	Menge (min.)	Preis/BTC	Volumen	Zahlungsart	Verkaufen
20 (10)	2.23 €	44,60 €	☒	KAUFEN	2 (1)	2.15 €	4,30 €	☒	VERKAUFEN
9,81275619 (2)	2.23 €	21,88 €	☒	KAUFEN	50 (25)	2.12 €	106,00 €	☒ ☒	VERKAUFEN
50 (10)	2.25 €	112,50 €	☒ ☒	KAUFEN	16,86989456 (4,21747364)	2.11 €	35,59 €	☒ ☒	VERKAUFEN
12 (6)	2.26 €	27,12 €	☒	KAUFEN	14 (7)	2.08 €	29,12 €	☒ ☒	VERKAUFEN
194 (4,87437186)	2.29 €	444,26 €	☒ ☒	KAUFEN	5 (5)	2.02 €	10,10 €	☒	VERKAUFEN
5 (1,25)	2.37 €	11,85 €	☒	KAUFEN	40 (10)	2.01 €	80,40 €	☒ ☒	VERKAUFEN

Źródło: [https://www.bitcoin.de/de?sj\\_cultrue=de](https://www.bitcoin.de/de?sj_cultrue=de).

Rysunek 4. Miesięczne notowania grudzień 2011–styczeń 2012



Źródło: [https://www.bitcoin.de/de?sj\\_cultrue=de](https://www.bitcoin.de/de?sj_cultrue=de).

Tysiące ludzi na całym świecie korzysta już z tej cyfrowej waluty, a jej wartość ciągle rośnie. Kto w zeszłym roku zaangażował się i pozyskał *bitcoiny* a teraz chciałby je sprzedać, zwiększyłby swój wkład początkowy przynajmniej dwudziestokrotnie.

*Bitcoin* po raz pierwszy debiutował na portalu MtGox 17 sierpnia 2010 r. z ceną 0,063 USD/BTC. Do października cena pozostawała praktycznie bez zmian, ale wkrótce zaczęła rosnąć i w kwietniu ustabilizowała się na poziomie 1 USD/BTC, po czym ponownie nastąpił wzrost, który stał się jeszcze bardziej dynamiczny

i 8 czerwca 2011 r. cena osiągnęła 31,91 USD/BTC, a wkrótce potem nastąpił spadek trwający do 19 października 2011 r. z ceną 2,04 USD/BTC. Wahania te pokazują, że ze względu na niewielką jeszcze głębokość rynku, cena *coinów* ulega wciąż gwałtownym zmianom.

Bitomat, polski kantor wymiany zdecentralizowanej waluty internetowej, został przejęty przez Tibanne Co.Ltd., właściciela kantoru MtGox. Na tej platformie można dokonywać transakcji także w polskich złotych. Platforma umożliwia użytkownikom łatwe deponowanie i wycofywanie środków z MtGox oraz handel na największym na świecie *bitcoinowym* rynku.

W znajdującej się tam zakładce Market Depth można przeglądać nie tylko najlepsze składane oferty kupna-sprzedaży, lecz także to, kto i za ile sprzedaje swoje BTC.

Przytoczony wyżej przykład hamburskiego „bolide” jest prawdopodobnie jednym z tysięcy komputerów, które przez swoją ciągłą pracę gwarantują, że wszystko – zgodnie z prawem natury – nadejdzie i że nowe, regularnie, mozolnie wyliczane bitmonety wpłyną do systemu. Ten, kto uczestniczy w tych obliczaniach będzie regularnie wynagradzany nowymi *bitcoinami*, powstającymi w procesie „wykopywania”.

Tematowi nowej waluty poświęca się wiele stron internetowych. Są to *bitcoin*-blogi, poradniki dla wydobywców, wymiana giełdowa, fora dyskusyjne, wiki, statystyki i strony o rynku. Następuje tam wymiana spostrzeżeń i uwag dotyczących zalet i wad nowej cyberwaluty. Pojawiają się też obawy. Czy są one uzasadnione? Czy cały ten system jest czymś więcej niż tylko skomplikowanym efektem kuli śnieżnej?<sup>18</sup> Czy może *bitcoin* to niebezpieczny projekt, który zagraża rządowi i zdestabilizuje światową gospodarkę? Czy może to krok do większej niezależności wobec banków i rządów? Odpowiedzi na te pytania nie są łatwe.

Ale projekt nowego pieniądza jest poważnym zagadnieniem. Zwłaszcza, że tą cyfrową walutą interesuje się także CIA, a niektórzy stają się dzięki niej bogatsi. Dotychczas odbyły się dwie międzynarodowe konferencje w Pradze (2011 r.) i w Londynie (2012 r.), poświęcone problematyce tworzenia nowego systemu finansowego przy pomocy *bitcoina*. Mając do czynienia z kryptowalutą w proponowanej postaci, wszelkie podróbki i fałszerstwa wydają się praktycznie niemożliwe, gdyż nie ma możliwości obrotu skradzionym pieniądzem. Nikt nikomu nie wyjmie banknotu z portfela i nie zapłaci nim w sklepie, jak własnym. Czy są to wystarczające argumenty przemawiające na korzyść nowego systemu?

---

<sup>18</sup> <http://www.spiegel.de/netzwelt/netzpolitik/0,1518,765382,00.html>.

## 4. Wydarzenia sprzyjające idei e-waluty

Utrzymujący się kryzys finansowy ostatnich lat pokazuje, że scentralizowane systemy nie służą odpowiednio człowiekowi. Doprowadziły w swym obecnym kształcie do drastycznej nierówności bogactwa wobec ubóstwa. Ze względu na ciągłą potrzebę rozszerzania rynku przyspieszają procesy centralizacji na wielu płaszczyznach, globalizacji i unifikacji oraz upowszechniania obrotu bezgotówkowego, na których same wyrosły. W wyniku stopniowej reformy systemu monetarnego zakłada się stworzenie nowego, lepszego rozwiązania, które wyeliminuje negatywne efekty obecnego, scentralizowanego systemu. Kreowanie walut lokalnych umożliwia tylko w określonym zakresie odizolowanie gospodarki małych społeczności od niepożądanego wpływu centralnego systemu finansowego<sup>19</sup>.

W wyniku obserwowanych wydarzeń zachodzących w świecie finansów i nagłaśnianych w mediach, wzmocniło się pozytywne myślenie o nowej cyfrowej walucie. Przyczynił się do tego głęboki kryzys bankowy i finansowy na rynkach wielu krajów obrazujący, jak szybko pieniądze mogą stracić na wartości i jak są wrażliwe na tymczasowe rozwiązania, które nie gwarantują sukcesu.

Wyraźnym przykładem jest przypadek WikiLeaks, w którym PayPal, MasterCard czy Visa próbowały zablokować przepływ pieniędzy pochodzących z darowizn<sup>20</sup>. W odpowiedzi na takie działania, grupa cyberaktywistów „Anonymous” przeprowadziła ataki na system DDoS i na PayPal (wobec zaprzestania obsługi darowizn na rzecz WikiLeaks) oraz na bank PostFinance.ch (wobec zamrożenia konta Juliana Assange’a). Ataki te doprowadziły do unieruchomienia serwisu PayPal powyżej 8 godzin, a serwisu banku powyżej 11 godzin. Jako dalsze ofiary ataków padły strony instytucji, które oświadczyły, że nie będą pośredniczyć w finansowaniu portalu WikiLeaks<sup>21</sup>. Renoma PayPala z pewnością ucierpiała. Natomiast wydarzenia związane z Julianem Assange zbiegły się w czasie z ukazaniem się atykułów o *bitcoinie* – alternatywnej cyberwalucie. „Keir Thomas na łamach PCWorld napisał o dyskusji toczonej w różnych miejscach w sieci dotyczących poszukiwania rozwiązań alternatywnych względem PayPala i w tym kontekście zauważył, że jeśli darowizny dla WikiLeaks płatne byłyby w *bitcoinach* – serwis otrzymywałby je niezwłocznie i bez

<sup>19</sup> <http://www.zb.eco.pl/bzb/19/izolacja.html>; J. Reichel, *Rzecz o pieniądzu dla lokalnych społeczności, czyli małe jest najpiękniejsze*, Wydawnictwo Zielone Brygady, Kraków 1997, nr 19.

<sup>20</sup> <http://www.topdealz.de/bitcoins/bitcoins-wahrung-der-zukunft/15079>.

<sup>21</sup> <http://hacked.com.pl/category/serwisy/>.

żadnych problemów”<sup>22</sup>. Dodatkowo zwrócił uwagę na fakt, że prawie każdy w niemal dowolnym miejscu na Ziemi mógłby wysłać i otrzymywać *bitcoiny* w zasadzie bez jakiegokolwiek i kogokolwiek kontroli.

W konsekwencji kolejnych wydarzeń, tym razem dotyczących ACTA (Anti-Counterfeiting Trade Agreement), „Anonymous” ogłosili na Twitterze początek „polskiej rewolucji”, zapowiadając serię ataków na strony prezydenta, premiera, sejmu, Agencji Bezpieczeństwa Wewnętrznego i Ministerstwa Sprawiedliwości. W ten sposób hakerzy protestują, a w ślad za nimi inni użytkownicy Internetu demonstrują przeciwko rządowym planom podpisania w Tokio międzynarodowego porozumienia walki z piractwem<sup>23</sup>.

Te wydarzenia i incydenty pokazują, że dowodów na poparcie i zadowolenie z nowego rozwiązania finansowego znajduje się coraz więcej. Świadczy o tym pozytywne nastawienie i optymistyczny odbiór ze strony użytkowników sieci oraz doświadczenia, którymi się dzielą. „Molekular” i jemu podobni, są zachwyceni nowym projektem. Projekt został natychmiast wsparty i wprowadzony w rzeczywistość, choć wiadomo, że nie każdy komputer może obliczać *bitcoiny*. Im więcej ich powstaje, tym więcej mocy obliczeniowej musi posiadać komputer, a więc ten, kto nie posiada odpowiedniego sprzętu powinien kupić cyfrowe monety na platformie, zamiast je wydobywać.

Walutę można nabyć na dwa sposoby. W sposób pierwotny – poprzez wygenerowanie nowych *coinów* lub wtórny – poprzez ich nabycie drogą wymiany bądź darowizny. Można też otrzymać *gratisowe bitcoiny* na stronie: <http://freebitcoins.appspot.com>, w porcjach po 0,05 BTC<sup>24</sup>. Wydobywając, system oblicza po 50 BTC w jednostce czasu (średnio co 10 min.), ale w przyszłości, co 4 lata będzie się ta stawka dzielić o połowę. Dzięki temu rynek nie zostanie zalany walutą, co zapobiegnie inflacji. Aby całociowy system został uczciwie i stabilnie zbudowany, na „Minerów” (zdolnych do wydobywania) nałożona jest wzrastająca opłata za każdego wydobytego *bitcoina*. Dzięki tej metodzie, gwarantuje się nie tylko dalsze produkowanie monet (ograniczone górną granicą), lecz również ich rozproszenie wśród użytkowników sieci.

Jeśli wszystko pójdzie zgodnie z planem, to po osiągnięciu pełnej liczby monet wystąpi deflacja oznaczająca, że każda z monet powinna wzrosnąć na wartości. To jednak nie wywoła większego problemu, gdyż możliwy jest dalszy podział cybermonet. Jeśli zaś i ten limit okaże się niewystarczający, twórcy oprogramowania sieciowego przekonują, że mogą przesunąć do tyłu kolejne miejsce po przecinku.

<sup>22</sup> <http://www.libertarian.pl/paypal-polegnie-z-powodu-wikileaks>.

<sup>23</sup> *Rozpoczyna się polska rewolucja – Anonimowi atakują*, <http://wiadomosci.wp.pl/title>, 22.01.2012.

<sup>24</sup> <http://www.libertarian.pl/bitcoin-e-waluta-drugiej-generacji>.

Są też przekonani, że system wytrzyma zarówno ataki włamań, jak i próby dokonywania fałszerstw.

Mimo tych wielu zalet i zapewnień, nadal rodzi się wiele pytań. Co w przypadku śmierci posiadacza *coinów* albo zapomnienia o posiadanym portfelu, zwłaszcza jeśli jest on niewielkiej wartości? Jak zapobiec awarii dysku twardego i utracie w związku z tym posiadanych *coinów*? Choć według znawców, to ostatnie nie stanowi problemu<sup>25</sup>.

## 5. Podsumowanie

Dziś rządy państw posiadają monopol na emisję pieniądza i zarządzanie nim poprzez banki centralne. Korzystając z tego przywileju, ciągle zwiększają dług publiczny i pośrednio wymuszają nieustanną kreację pieniądza (gdy przyrost długu jest szybszy niż przyrost PKB). Coraz większe wydatki publiczne generują coraz większy dług, który musi być spłacony w przyszłości. Dług ten może być regulowany tylko nowym pieniądzem, którego jeszcze nie ma. Teoretycznie – pieniądz powinien mieć pokrycie we wzroście PKB i pochodzić z podatków, ale problem współczesnej piramidy długów publicznych pokazuje, że dług narasta znacznie szybciej aniżeli PKB. W tej sytuacji ściągnięcie większych podatków na potrzeby spłaty długu oznacza przymusowe wywłaszczenie obywateli, co wiąże się z wysokimi kosztami politycznymi. W konsekwencji, wzrost wydatków publicznych i zaciąganie coraz większych zobowiązań oznacza nieuniknioną kreację pieniądza<sup>26</sup>. To z kolei wywołuje nieuchronną, pełzającą inflację, rosnące deficyty budżetowe oraz długi, które w przypadku wielu państw stają się niemożliwe do spłacenia. Niektórzy ekonomiści mówią nawet o hiperinflacji na światową skalę.

Naczelną przesłankę upadku pieniądza papierowego wielu upatruje w dzisiejszych, głównych poglądach na temat pieniądza, uważając je za błędne. Zasadnicza różnica między pieniądzem towarowym a pieniądzem papierowym polega na elastycznej ilości pieniądza w obiegu. W przypadku pierwszym, pieniądz (złoto) jest zasadniczo nieelastyczny, a w drugim, (papier) jest całkowicie elastyczny. Ta elastyczność jest dla rządów wielką zaletą, gdyż pozwala władzom monetarnym na ustabilizowanie gospodarki. Podaż pieniądza w systemie *fiat money* i ciągła ekspansja ilości pieniądza w obiegu – przy obecnych uregulowaniach – powodują systematyczne zniekształcenia cen i dezorientację uczestników rynku oraz destabilizację gospodarki w czasie. Brak równowagi zakłóca wzrost, który spotyka się z nieefektywnymi działaniami banków

<sup>25</sup> <http://www.topdealz.de/bitcoins/bitcoins-wahrung-der-zukunft/15079>.

<sup>26</sup> Por. T. Gruszecki, *Świat na długi*, KUL, Lublin 2012, s. 24.

centralnych, co dalej pogłębia rozchwianie systemu finansowego. Elastyczny pieniądz staje się niepotrzebny, nieotymalny, niestabilny i ostatecznie – nie do utrzymania. Nadmierne zadłużenie na całym świecie, słabe banki, zawyżone ceny aktywów są nieuniknionym wynikiem ciągłej kreacji pieniądza i sztucznie zaniżanych stóp procentowych objawionych w postaci „gnijącego” systemu pieniądza papierowego. Z kolei likwidacja tych podstaw jest obecnie uznawana politycznie za nie do przyjęcia i w związku z tym spotyka się z coraz bardziej agresywnymi zastrzykami wsparcia pieniężnego. Trwający w ostatnich latach kryzys jest daleki od zakończenia, a kompletna katastrofa waluty wydaje się „w zasięgu ręki”<sup>27</sup>.

Powszechnie uważa się, że ten system finansowy nie sprawdził się. Jest on postrzegany nie tylko jako niemoralny, lecz także wadliwy w swych podstawach. Od dłuższego czasu politycy szukają rozwiązań „uzdrowienia” globalnych finansów. Coraz częściej przeiduje się, iż niebawem nastąpi wielka zmiana w światowym systemie finansów. Czy tym rozwiązaniem będzie eksperyment z udziałem *bitcoinowej* waluty?

Konsekwencją ogólnej akceptacji wirtualnego pieniądza byłaby jego wymiana na całym świecie w sposób darmowy, anonimowy i nie do prześledzenia. Mocną stroną proponowanego systemu jest zaufaniowy (fiducyjny) charakter waluty, który znacznie utrudnia zaatakowanie systemu przez organy władzy, a brak jakichkolwiek wyróżnionych elementów w sieci (np. magazynów ze złotem), w praktyce uniemożliwia jej zniszczenie. Nie oznacza to, że nie ma możliwości nielegalnego finansowania wymiany towarów i usług (np. narkotyków i działań terrorystycznych) za pomocą cyberwaluty, ale taką ewentualność wskazuje się jako jedyny słaby punkt *bitcoinowej* strony medalu. Podkreśla się przy tym, że sytuacje tego rodzaju są nieuniknione i także obecnie zdarzają się anonimowe procesy transakcyjne oraz przestępstwa dotyczące pieniężnych transferów przy użyciu dzisiejszych walut. Wiadomo też, iż to centralizacja stała się główną przeszkodą w ekspansji e-walut pierwszej generacji (upadek e-gold).

Czy tym razem będzie inaczej? Czy w zglobalizowanym świecie utrzyma się system *bitcoina*? Czy wirtualny pieniądz stanie się jednostką transakcyjną? – te pytania pozostają na razie jeszcze bez odpowiedzi. Ale jedno jest pewne: jedni ciężko pracują nad tym, by system sprawdził się w zwykłej ludzkiej codzienności, a drudzy – by uniemożliwić jego legalne funkcjonowanie.

---

<sup>27</sup> D.S. Schlichter, *Paper Money Collapse, The Folly of Elastic Money and the Coming Monetary Breakdown*, John Wiley & Sons, New York 2011.



## Bibliografia

1. *Aus der Steckdose ins Portemonnaie – Bitcoins, die Währung der Zukunft?*, <http://www.topdealz.de/bitcoins/bitcoins-wahrung-der-zukunft/15079>.
2. *Bestes Zahlverfahren 2011 – Dritter Platz für den Bitcoin*, <http://www.bitcoin.de/?gclid=CLz2qYCW6awCFQJO3godrDuIMw>.
3. Binswanger H.Ch., *Spirala wzrostu. Pieniądz, energia i kreatywność w dynamice procesów rynkowych*, Zysk i S-ka, Poznań 2011.
4. *Bitcoin Charts*, [http://bitcoincharts.com/markets/mtgoxUSD\\_depth.html](http://bitcoincharts.com/markets/mtgoxUSD_depth.html).
5. *Bitcoin, e-waluta drugiej generacji*, <http://www.libertarian.pl/>.
6. *Bitcoin gefährliste open source Project aller Zeiten*, <http://t3n.de/news/>.
7. Duronio B., *And Neu Europeans Are Dumping Euros For Bitcoin*, Business Insider, czerwiec 2012.
8. Fisher I., *Purchasing Power of Money*, Macmillan, New York 1913.
9. Friedman M., *Methodology of Positive Economics*, University of Chicago Press, Chicago 1953.
10. Galbraith J.K., *Pieniądz. Pochodzenie i losy*, PWE, Warszawa 1982.
11. Gruszecki T., *Świat na długi*, KUL, Lublin 2012.
12. *Hacker-Währung Bitcoin. Geld aus der Steckdose von Christian Stöcker*, <http://www.spiegel.de/netzwelt/netzpolitik/0,1518,765382,00.html>.
13. Keynes J.M., *Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2003.
14. Maneli M., *Historia doktryn polityczno-prawnych. Wiek XIX–XX. Część II. Liberalizm-pozytywizm, szkoły psychologiczna i socjologiczna*, Wydawnictwo Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 1964.
15. *Międzynarodowe bankructwa i afery bankowe*, red. P. Masiukiewicz, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009.
16. Mises L., *Human Action: a treatise on economics*, Foundation for Economic Education, Chicago 1996.
17. *Paypal polegnie z powodu WikiLeaks*, <http://www.libertarian.pl/>.
18. Przyłuska J., *Wirtualny pieniądz*, „Gazeta Bankowa” maj 2012, nr 5/1133.
19. Reichel J., *Rzecz o pieniądzu dla lokalnych społeczności, czyli małe jest najpiękniejsze*, Wydawnictwo Zielone Brygady, BZB, Kraków 1997, nr 19.
20. Rothbard M.N., *Złoto, banki, ludzie – krótka historia pieniądza*, Fijor, Warszawa 2003.
21. Schlichter D.S., *Paper Money Collapse, The Folly of Elastic Money and the Coming Monetary Breakdown*, John Wiley & Sons, New York 2011.

22. Smith A., *Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów*, t. I i II, PWN, Warszawa 1954.
23. *The FED's Real Monetary Problem by Thomas Luongo*, <http://www.lewrockwell.com/orig6/luongo7.1.1.html>.
24. *The Rise and Fall of Bitcoin*, [http://www.wired.com/magazine/2011/11/mf\\_bitcoin/all/](http://www.wired.com/magazine/2011/11/mf_bitcoin/all/).
25. *Why I'm Putting All My Savings Into Bitcoin*, <http://falkvinge.net/2011/05/29/why-im-putting-all-my-savings-into-bitcoin/>.
26. Wyciślak S., *Efekt zarażania. Rozprzestrzenianie się kryzysu finansowego. Contagion effect*, [http://www.audytryzika.com/index.php?inc=14&id\\_arty=12908512587270](http://www.audytryzika.com/index.php?inc=14&id_arty=12908512587270).
27. *Zahlungsart Bitcoin als Chance für Unternehmen*, <http://blog.bitcoin.de/zahlungsart-bitcoin-unternehmen>.



*Artur Mika*

Kolegium Zarządzania i Finansów

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

# Stabilność finansowa a nowe międzynarodowe wyzwania wobec systemów gwarantowania depozytów

## 1. Wprowadzenie

Kryzys finansowy 2007+ w pełni odsłonił niedoskonałości w systemach gwarantowania depozytów (SGD) niektórych krajów. Szczególnie jaskrawym przykładem tych niedoskonałości stał się SGD Islandii, który, jak się okazało, nie dysponował wystarczającymi zasobami do wypłaty gwarantowanych środków klientom islandzkich banków<sup>1</sup> w Wielkiej Brytanii i Holandii, co doprowadziło nawet do konfliktu dyplomatycznego. Celem niniejszego artykułu jest identyfikacja, charakterystyka i ocena najbardziej aktualnych światowych trendów oraz nowych rozwiązań prawno-instytucjonalnych w zakresie SGD, których wystąpienie jest reakcją na światowy kryzys finansowy. Zakres przedmiotowy artykułu obejmuje problematykę gwarantowania depozytów *sensu stricte*, natomiast ze względu na ograniczenia objętościowe nie dotyczy nowych, dodatkowych funkcji powierzanych systemom gwarantowania depozytów, obejmującym uporządkowaną likwidację banków. Opracowanie złożone jest z dwóch zasadniczych części. Część pierwsza poświęcona jest dotychczas podjętym reformom SGD, wprowadzonym przez członków Izby Stabilności Finansowej (ang. *Financial Stability Board* – FSB) i UE. Część druga zawiera natomiast identyfikację obszarów, w których istnieje konieczność podjęcia dalszych reform. Główna teza wyłaniająca się z przeprowadzonej analizy wskazuje, że w wyniku światowego kryzysu finansowego nastąpiło znaczące rozszerzenie uprawnień SGD oraz oferowanego

---

<sup>1</sup> W szczególności chodzi o bank Landsbanki, który świadczył swe usługi pod marką Icesave.

przez nie poziomu ochrony, co z jednej strony stanowi krok ku bardziej efektywnemu utrzymywaniu stabilności finansowej, ale z drugiej – wiąże się z dodatkowymi obciążeniami dla banków. Ma to szczególne znaczenie w świetle tego, że muszą one sprostać zwiększonym wymogom kapitałowym oraz płynnościowym narzuconym przez system Bazylea III i dyrektywę CRD IV, a to z kolei może skutkować negatywnymi konsekwencjami, tj. przerzucanie przez nie dodatkowych kosztów na klientów czy potencjalne ograniczenie akcji kredytowej (czego rezultatem może być z kolei spadek PKB). Zwiększony poziom ochrony deponenta może też wiązać się z ryzykiem pokusy nadużycia (hazardu moralnego), a więc podejmowaniem ryzykowej działalności przez banki świadome ochrony w przypadku trudności finansowych.

## 2. Dotychczasowe reformy SGD podjęte w reakcji na światowy kryzys finansowy

W odpowiedzi na kryzys finansowy 2007+ w 15 z 24 jurysdykcji członkowskich FSB wprowadzono nadzwyczajne środki, którym następnie nadano charakter trwały. Środki te przejawiały się m.in.<sup>2</sup>:

- wprowadzeniem sformalizowanego SGD (Australia),
- rozszerzeniem limitów gwarancji (członkowie UE, Rosja, Szwajcaria, USA),
- objęciem gwarancjami niektórych typów depozytów wcześniej nieubezpieczonych (Korea Płd., Szwajcaria),
- przyspieszeniem procesu wypłat (członkowie UE),
- eliminacją tzw. koasekuracji (ang. *co-insurance*), czyli ustalania składek w niepełnym wymiarze, a więc funkcjonowania wkładu własnego deponenta w kosztach ubezpieczenia depozytów, przez co narażony był on na część ryzyka (Niemcy, Rosja, Wielka Brytania),
- zniesieniem wzajemnych kompensat dokonywanych pomiędzy rachunkami bankowymi przedsiębiorstw powiązanych (ang. *netting*) oraz korygowaniem (ang. *offsetting*) wypłat gwarantowanych środków o zobowiązania klientów wobec banków<sup>3</sup> (Holandia, Singapur, Wielka Brytania),
- modyfikacjami podstawy wymiaru składki na SDG (ang. *assessment base*) (USA),
- wdrożeniem finansowania *ex ante* (Holandia),

---

<sup>2</sup> Financial Stability Board, *Thematic Review on Deposit Insurance Systems. Peer Review Report*, Basel, February 2012, s. 13.

<sup>3</sup> W szczególności chodzi o korygowanie zobowiązań banków z tytułu depozytów należnościami od klientów z tytułu udzielonych im kredytów.

- wprowadzeniem lub ulepszeniem specjalnego systemu uporządkowanej likwidacji banków (Kanada, Wielka Brytania), w tym systemowo istotnych instytucji finansowych (ang. *systemically important financial institutions* – SIFI).

Powyższe środki były jednak wprowadzane w sposób sekwencyjny, przy braku międzynarodowej koordynacji, co groziło odpływem depozytów z jurysdykcji, w których były one mniej korzystnie ubezpieczone i w konsekwencji – eskalacją kryzysu finansowego w tych jurysdykcjach. Co więcej, wyżej wskazane działania zaradcze były wprowadzane w wyniku konkurowania krajów między sobą o depozyty, co groziło dalszą destabilizacją finansową.

W wyniku kryzysu można zaobserwować trend rozszerzania mandatów podmiotów zarządzających SGD (ang. *deposit insurance authority* – DIA) z modelu *paybox* obejmującego wyłącznie wypłatę gwarantowanych środków do modelu *loss minimizer*, który obejmuje również działania z zakresu restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji banków. Tendencja ta jest skutkiem opracowania przez FSB w październiku 2011 r. standardów w tym zakresie, zawartych w publikacji *Kluczowe atrybuty skutecznych systemów restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji instytucji finansowych<sup>4</sup>, w świetle których DIA może pełnić funkcję organu uporządkowanej likwidacji* (ang. *resolution authority* – RA). W przypadku Polski, 26 lipca 2012 r. Bank Światowy zarekomendował powierzenie funkcji RA Bankowemu Funduszowi Gwarancyjnemu (BFG)<sup>5</sup>. Projektu zmian prawnych w tym zakresie należy się spodziewać do końca 2012 r.

Na poziomie UE również podjęto reformy odnośnie SGD przeprowadzone w odpowiedzi na światowy kryzys finansowy. Unormowania dotyczące SGD były początkowo dokonane za pomocą dyrektywy 94/19/WE<sup>6</sup>. Miała ona charakter ogólny i wprowadzała m.in. obowiązek istnienia SGD oraz maksymalnych terminów wypłaty, a także ustalała minimalny poziom gwarancji w wysokości 20 000 EUR. Ponadto, zakres celów SGD został rozszerzony o stabilność systemu bankowego. Zmiany

---

<sup>4</sup> Financial Stability Board, *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions*, Basel 2011.

<sup>5</sup> 26 lipca 2012 r. w siedzibie BFG został zaprezentowany raport Banku Światowego *Issues and Assumption Paper for the Design of Upgraded Bank Resolution Framework*, który jest sporządzony we współpracy z Grupą Roboczą ds. Restrukturyzacji i Uporządkowanej Likwidacji Banków powołaną przez Komitet Stabilności Finansowej. Raport został przygotowany na zlecenie Ministerstwa Finansów w ramach programu Banku Światowego *Technical Advisory Work for the Government of Poland*. Zawiera on zgodne z powyższymi przedstawionymi atrybutami restrukturyzacji i uporządkowanej likwidacji instytucji finansowych rekomendowane zmiany legislacyjne, w szczególności w zakresie prawa bankowego oraz prawa upadłościowego i naprawczego.

<sup>6</sup> Dyrektywa 94/19/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 30 maja 1994 r. w sprawie systemów gwarancji depozytów, Dz. U. UE nr L 135/5 z 31.05.1994 r.

podjęte w reakcji na kryzys finansowy zostały ujęte w dyrektywie 2009/14/WE<sup>7</sup>. Wprowadza ona następujące reformy w zakresie SGD:

- podwyższenie minimalnego limitu gwarancji do 50 000 EUR, a od 1 stycznia 2011 r. do 100 000 EUR,
- skrócenie okresu spłaty z 3 miesięcy do 20 dni roboczych (przy czym okres ten może zostać przedłużony o 10 dni roboczych, ale tylko w wyjątkowych okolicznościach),
- wyeliminowanie koasekuracji,
- rozszerzenie gwarancji na depozyty w walutach obcych.

Implementacja powyższej dyrektywy do polskiego porządku prawnego nastąpiła poprzez nowelizację ustawy o BFG, 16 grudnia 2010 r.<sup>8</sup>

Spśród powyższych postanowień największe kontrowersje budzi harmonizacja limitu gwarancji do 100 000 EUR. Z jednej strony, ujednoczenie poziomu ubezpieczenia zapobiega odpływowi depozytów z krajów oferujących niższy poziom ochrony, do krajów oferujących wyższy (tzw. raje depozytowe)<sup>9</sup>, co z kolei mogłoby grozić załamaniem finansowym i eskalacją kryzysu w pierwszych z wymienionych krajów. Z drugiej jednak strony, limit w wysokości 100 000 EUR oznacza dla niektórych krajów obniżenie poziomu gwarancji, a tym samym – potencjalne zmniejszenie zaufania klientów do systemu bankowego, czyli rezultat wręcz odwrotny do założeń dyrektywy. Sytuacja taka ma miejsce np. w przypadku niemieckich banków prywatnych, które zapewniały dobrowolną ochronę depozytów do wysokości 30% obowiązkowego kapitału własnego, natomiast banki oszczędnościowe oraz spółdzielcze oferowały praktycznie nieograniczony poziom gwarancji, odpowiadając nawzajem za zgromadzone u siebie depozyty<sup>10</sup>. Ponadto, harmonizacja limitów gwarancji będzie wiązać się z dodatkowymi kosztami dla banków, związanymi z wyższymi składkami na SGD. Przewiduje się, że łączna kwota składek *ex ante* wzrośnie z 1,8 mld EUR (stan na 2008 r.) do 9,4 mld EUR, a co więcej, nastąpi zmniejszenie z tego tytułu

---

<sup>7</sup> Dyrektywa 2009/14/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 11 marca 2009 r. zmieniająca dyrektywę 94/19/WE w sprawie systemów gwarancji depozytów w odniesieniu do poziomu gwarancji oraz terminu wypłaty, Dz. U. UE nr L 68/3 z 13.03.2009 r.

<sup>8</sup> Ustawa z dnia 16 grudnia 2010 r. o zmianie ustawy o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym oraz niektórych innych ustaw, Dz.U. z 2010 r., nr 257, poz. 1724.

<sup>9</sup> Są za nie uznawane np. Irlandia i Cypr.

<sup>10</sup> Centrum für Europäische Politik, *Deposit Guarantee Schemes*, [http://www.cep.eu/fileadmin/user\\_upload/Kurzanalysen/Einlagensicherung\\_Neufassung/PB\\_Deposit\\_Guarantee\\_Schemes.pdf](http://www.cep.eu/fileadmin/user_upload/Kurzanalysen/Einlagensicherung_Neufassung/PB_Deposit_Guarantee_Schemes.pdf), s. 2 [dostęp: 21.08.2012].

zysków operacyjnych banków na poziomie całej UE szacunkowo o 2,5%<sup>11</sup>. Ponadto, szacuje się, że ewentualne przerzucenie tych kosztów na deponentów będzie skutkowało zmniejszeniem oprocentowania lokat o 0,1% i podwyższeniem rocznych opłat bankowych o ok. 7 EUR<sup>12</sup>. Dodatkowe koszty dla banków w UE byłyby tym bardziej dotkliwe, że w reakcji na kryzys finansowy, w systemie Bazylea III oraz w dyrektywie CRD IV zostały zaostrzone również wymogi kapitałowe oraz płynnościowe i dotyczące dźwigni finansowej<sup>13</sup>. Warto podkreślić, że w Polsce, według szacunków, wzrost obciążeń banków związanych z SGD nastąpił z łącznej kwoty ok. 300 mln zł w latach 2009–2010 do ok. 720 mln zł w 2011 r.<sup>14</sup>

12 lipca 2010 r. Komisja Europejska przedstawiła projekt kolejnej nowelizacji dyrektywy w sprawie systemów gwarantowania depozytów<sup>15</sup>. Projekt ten przewiduje m.in.:

- skrócenie okresu wypłat kwot gwarantowanych depozytów do 7 dni,
- osiągnięcie do końca 2020 r. docelowej wysokości środków SGD w danym kraju członkowskim wpłacanych *ex ante* na poziomie co najmniej 1,5% wartości ubezpieczonych depozytów,
- wprowadzenie składek opartych na ryzyku wg kryteriów, tj.: wielkość kwalifikowanych depozytów, adekwatność kapitałowa, jakość aktywów, rentowność i płynność banku,
- wprowadzenie od 2021 r. mechanizmu wzajemnych pożyczek pomiędzy krajowymi SGD,
- umożliwienie pozyskiwania przez SGD krótkoterminowego finansowania alternatywnego np. na rynku kapitałowym,

---

<sup>11</sup> European Commission, *Impact assessment – accompanying document to the proposal for a directive of the European Parliament and the Council on Deposit Guarantee Schemes*, Commission Staff Working Document, Brussels 2010, s. 57.

<sup>12</sup> Ibidem.

<sup>13</sup> Minimalne wymogi kapitałowe systemu Bazylea III w odniesieniu do kapitałów najwyższej jakości (ang. *Common Equity Capital – CET 1*) wynoszą 4,5% aktywów ważonych ryzykiem (podczas gdy w systemie Bazylea II wynosiły 2,5%), natomiast dyrektywa CRD IV przewiduje dodatkowy bufor w wysokości 2,5%. Kraje członkowskie mogą jednak podwyższyć wysokość dodatkowego bufora ponad wspomniane minimum, ale maksymalnie do 3%. W przypadku przekroczenia tego pułapu, konieczne będzie uzyskanie dodatkowej zgody Komisji Europejskiej i opinii Europejskiej Rady ds. Ryzyka Systemowego, natomiast ostateczny głos będzie miał Europejski Urząd Nadzoru Bankowego.

<sup>14</sup> Warszawski Instytut Bankowości, *Banki 2010. Raport o sytuacji ekonomicznej banków*, Warszawa 2011, s. 6.

<sup>15</sup> Komisja Europejska, *Wniosek w sprawie dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie systemów gwarancji depozytów*, Bruksela, 12.07.2010 r.

- wprowadzenie zasady, że środki gwarantowane wypłacane klientom oddziału danego banku w państwie przyjmującym ze środków SGD tego państwa muszą następnie zostać zrefundowane przez SGD państwa macierzystego tego banku,
- rozciągnięcie SGD na depozyty przedsiębiorstw,
- zniesienie kompensowania wierzytelności,
- brak możliwości zwolnienia danego banku spod SGD (dla przykładu, w Niemczech takie zwolnienie mogło obowiązywać w stosunku do banków oszczędnościowych i spółdzielczych, które objęte były prywatnym, tzw. „instytucjonalnym”, systemem gwarancji)<sup>16</sup>,
- wprowadzenie wobec banków obowiązku informowania klientów na temat przynależności do SGD lub braku tej przynależności, przy czym gwarancje SGD nie mogą być wykorzystane do celów reklamowych,
- do 2014 r. poddanie SGD *stress*-testom, a następnie wykonywane takich testów co trzy lata lub w wyjątkowych sytuacjach – częściej.

Nowe rozwiązania zaproponowane w projekcie dyrektywy mają być w większości wdrożone przez państwa członkowskie UE najpóźniej do końca 2012 r.

Wprowadzenie finansowania *ex ante* należy uznać za rozwiązanie korzystne, w porównaniu z finansowaniem *ex post*, rodzącym ryzyko procykliczności (w czasie kryzysu składki nakładane na banki stanowią bowiem dla nich dodatkowe obciążenie w i tak trudnej sytuacji). Tym niemniej, po pierwsze, w proponowanych regulacjach wątpliwości może budzić wprowadzony mechanizm udzielania sobie wzajemnych pożyczek przez SDG. Z jednej strony, SGD w danym kraju będzie zaopatrywany w razie potrzeby w dodatkową płynność bez konieczności zaangażowania środków pomocy publicznej, jednak z mechanizmem tym wiąże się również ryzyko „efektu domina”, w sytuacji gdy SGD-pożyczkobiorca staje się niewypłacalny. Po drugie, wątpliwości może budzić wprowadzony siedmiodniowy okres wypłaty gwarantowanych środków, co może okazać się trudne do wykonania ze względu na złożoność procesu wypłaty, w tym pozyskanie środków od banków oraz może rodzić dodatkowe koszty związane np. z koniecznością zwiększenia personelu DIA. Po trzecie, wdrożenie składek opartych na ryzyku wiąże się z problemem braku uniwersalnych i zharmonizowanych metod pomiaru ryzyka portfela banku. Dla przykładu, analogiczny problem miał miejsce przed kryzysem finansowym w odniesieniu do kalkulowania wymogów kapitałowych – banki, mając prawo stosowania wybranych przez siebie metod pomiaru ryzyka, wybierały takie metody, które pozwalały im wykazać zaniżony jego poziom, a tym samym – obliczyć niższe wymogi kapitałowe.

---

<sup>16</sup> Zgodnie z nowelizacją dyrektywy, ubezpieczenie prywatne będzie dopuszczalne po spełnieniu wymogu dotyczącego limitu gwarancji wynoszącego 100 000 EUR.

Po czwarte, wskazane powyżej wskaźniki, które mają być stosowane przy kalkulacji składek opartych na ryzyku nie odzwierciedlają w dostatecznym stopniu hazardu moralnego, którego prostą miarą mogłaby być np. różnica pomiędzy stopą zwrotu z zainwestowanego kapitału a średnim ważonym kosztem kapitału (bez wliczania kapitału otrzymanego w formie pomocy publicznej lub ze strony banku centralnego)<sup>17</sup>. Jeśli stopa zwrotu z kapitału jest mniejsza niż jego koszt, stanowi to jasny sygnał o zaistnieniu piramidy finansowej. Wreszcie, funkcjonowanie składek opartych na ryzyku może wiązać się ze zjawiskiem ich procykliczności, bowiem w sytuacji bessy na rynku finansowym ryzyko wzrasta, przez co wzrastają również składki na SGD, co stanowi dla banków dodatkowe obciążenie w trudnych czasach.

Jeszcze inny problem dotyczy zakazu kompensowania należności klienta wobec banku jego zobowiązaniami, gdyż wypłata środków wiążąca się ze zgromadzonymi w banku depozytami bez potrącenia ich o udzielone klientom kredyty i inne ich zobowiązania wobec banku może prowokować kredytobiorców do unikania spłaty kredytów, co rodzi dodatkowe ryzyko pogorszenia sytuacji danej instytucji finansowej, która popadła w trudności<sup>18</sup>.

Ponadto, zarówno dyrektywa 2009/14/WE, jak i projekt dyrektywy z 12 lipca 2010 r. nie uwzględniają ryzyka „wojen depozytowych”. Warto bowiem mieć na uwadze, że skoro po ujednoczeniu limitu gwarancji do 100 000 EUR ryzyko dla deponenta związane z oszczędzaniem w różnych bankach jest takie samo, to deponenti będą preferować utrzymywanie depozytów w bankach oferujących najwyższe oprocentowanie lokat, co może skłonić banki do konkurowania wysokością tego oprocentowania („wojny depozytowe”) i może również powodować<sup>19</sup>:

- ryzyko odpływu depozytów z banków oferujących niższy poziom oprocentowania, a w konsekwencji – utratę ich stabilności finansowej, a nawet bankructwo oraz konieczność wypłat gwarantowanych środków ze strony SGD,
- hazard moralny – przrzucanie ryzyka niewypłacalności banków biorących udział w wojnie depozytowej na SGD i podatników.

Ryzyko wojen depozytowych mogłoby zostać zredukowane poprzez wprowadzenie regulacji, w świetle których SGD nie mogłyby udzielać gwarancji depozytom oprocentowanym powyżej ustalonego poziomu, zgodnie z rekomendacją IV

---

<sup>17</sup> European Financial Congress, *Recommendations 2012*, Sopot, May 2012, <http://www.efcongress.com/?page=rekomendacje2012#>, [dostęp: 23.08.2012].

<sup>18</sup> J. Tylińska, *System gwarantowania depozytów*, <http://www.zbp.pl/site.php?s=MTMzNTMyOTY=>, [dostęp: 21.08.2012].

<sup>19</sup> European Financial Congress, *Recommendations...*, op.cit.



Kongresu Bankowości Detalicznej, który miał miejsce w Polsce w listopadzie 2011 r.<sup>20</sup> Alternatywnie, postuluje się uzależnienie składek opartych na ryzyku uiszczanych na SGD od oprocentowania lokat o charakterze dumpingowym<sup>21</sup>. Obu możliwości nie przewiduje jednak dyrektywa 2009/14/WE ani projekt jej nowelizacji z lipca 2010 r.<sup>22</sup> Ryzyko wojen depozytowych w Polsce jest tym bardziej realne, że banki będą ze sobą konkurować oprocentowaniem depozytów w świetle likwidacji lokat antybelkowych i zwiększonym zapotrzebowaniem na źródła finansowania wynikającym z systemu Bazylea III i dyrektywy CRD IV, natomiast w Europie ryzyko to jest zwiększone w świetle zaopatrywania sektora bankowego przez banki centralne w tanie, długoterminowe pożyczki (ang. *quantitative easing*), co zmniejsza średni ważony koszt kapitału i prowokuje dumping na rynku depozytowym<sup>23</sup>. Komisja Nadzoru Finansowego (KNF) potencjalnie może jednak przeciwdziałać wojnom depozytowym, poprzez zwiększenie norm ostrożnościowych oraz wymogów kapitałowych<sup>24</sup>.

### 3. Obszary przyszłych reform systemów gwarantowania depozytów

Obecnie istnieje szereg obszarów stanowiących znaczące wyzwania dla SGD w zakresie przestrzegania *Podstawowych zasad efektywnego gwarantowania depozytów*, opublikowanych w czerwcu 2009 r. wspólnie przez Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego (ang. *Basel Committee of Banking Supervision* – BCBS) i Międzynarodowe Zrzeszenie Gwarantów Depozytów (ang. *International Association of Deposit Insurers* – IADI)<sup>25</sup>. Obszary te zostaną przeanalizowane w poniższych punktach.

1. W każdej jurysdykcji członkowskiej FSB, zgodnie z ogłoszonymi zasadami, powinien być wdrożony jawny, sformalizowany SGD. Obecnie 21 z 24 jurysdykcji członkowskich FSB posiada tego typu system<sup>26</sup>. Jako ostatnia wprowadziła go Australia w 2008 r., co było wymuszone kryzysem finansowym. Mimo to,

---

<sup>20</sup> <http://www.gab.com.pl/rekomendacje/256-rekomendacje-iv-kongresu-bankowosci-detalicznej> [dostęp: 21.08.2012].

<sup>21</sup> European Financial Congress, *Recommendations...*, op.cit.

<sup>22</sup> M. Wierzbicki, *Opinia prawna w sprawie dopuszczalnych sposobów wdrożenia rekomendacji IV Kongresu Bankowości Detalicznej dotyczącej możliwości wyłączenia spod ustawowego systemu gwarantowania wysokooprocentowanych depozytów*, Warszawa, 12.01.2012.

<sup>23</sup> Z. Jagiełło, L. Pawłowicz, *Hazard moralny i wojny depozytowe*, „Rzeczpospolita” 08.02.2012.

<sup>24</sup> European Financial Congress, *Recommendations...*, op.cit.

<sup>25</sup> Basel Committee of Banking Supervision, International Association of Deposit Insurers, *Core Principles for Effective Deposit Insurance Systems*, BIS, IADI, Basel, June 2009.

<sup>26</sup> Financial Stability Board, *Thematic Review...*, op.cit., Basel, February 2012, s. 28.



niektóre jurysdykcje nie posiadają obecnie SGD. Ma to miejsce w przypadku krajów, tj. Chiny<sup>27</sup>, RPA i Arabia Saudyjska.

2. W jurysdykcjach członkowskich FSB powinno mieć miejsce objęcie gwarancjami SGD wszystkich instytucji finansowych przyjmujących lokaty. Tymczasem, np. w Szwajcarii niektóre niebankowe instytucje finansowe, którym deponenci powierzają środki pieniężne nie są objęte SGD. Chodzi w szczególności o Post-Finance (podmiot zależny szwajcarskiej poczty państwowej świadczący usługi finansowe, który objęty jest gwarancjami państwa) oraz spółdzielcze kasy pracownicze (ang. *co-operatives*).
3. Problemem pozostaje występowanie różnic w limitach gwarancji oferowanych przez poszczególne SGD w ramach jednej jurysdykcji, co może przyczynić się do spadku efektywności tych systemów i zaburzeń konkurencji między bankami. Obecnie różnice w poziomie ochrony deponentów w ramach jednej jurysdykcji mają miejsce np.:
  - pomiędzy poszczególnymi prowincjami Kanady – istnieją różnice w poziomie ochrony klientów unii kredytowych<sup>28</sup>;
  - w Niemczech, gdzie banki komercyjne, oprócz tzw. statutowego SDG, dobrowolnie mogą zostać objęte dodatkową ochroną deponenta oferowaną przez zrzeszenia banków<sup>29</sup>, co ma zrównoważyć pełne ubezpieczenie oferowane bankom spółdzielczym i kasom oszczędnościowym;
  - w Szwajcarii, gdzie niektóre banki kantonalne, oprócz partycypowania w SGD, posiadają również pełne gwarancje udzielone przez władze kantonów<sup>30</sup>.
4. Powinno zostać wyeliminowane nakładanie się SGD na siebie, czyli sytuacja, gdy ta sama instytucja finansowa jest ubezpieczana przez różne systemy. Obecnie po kilka SGD funkcjonuje w sześciu jurysdykcjach, tj. Brazylia, Japonia, Kanada, Niemcy, USA, Włochy<sup>31</sup>. Zaleca się konsolidację SDG w obrębie jednej jurysdykcji, jak miało to miejsce np. w Hiszpanii<sup>32</sup>.

---

<sup>27</sup> Wprowadzenie jawnego, sformalizowanego SGD ma szczególne znaczenie w tym kraju ze względu na ekspansję chińskiej bankowości. Dla polskiego systemu finansowego w tym kontekście niezwykle znaczące jest otwarcie oddziału Bank of China oraz planowane otwarcie oddziału Industrial and Commercial Bank of China (ICBC) Europe, mającego formalnie siedzibę w Luksemburgu, ale w pełni zależnego od chińskiego ICBC. Aktywa tego ostatniego wielokrotnie przewyższają aktywa całego polskiego sektora bankowego. Na podstawie: <http://m.obserwatorfinansowy.pl/2012/03/27/chinczycy-wchodza-do-europy-aby-wspierac-chinski-biznes/> [dostęp: 21.08.2012].

<sup>28</sup> <http://www.cudgc.sk.ca/faq/index.html> [dostęp: 21.08.2012].

<sup>29</sup> <http://www.germanbanks.org/service/deposit-protection-scheme> [dostęp: 21.08.2012].

<sup>30</sup> <http://www.bis.org/bcbs/events/oslo/hnel.pdf> [dostęp: 21.08.2012].

<sup>31</sup> Financial Stability Board, *Thematic Review...*, op.cit., s. 22.

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

5. Niezwykle istotne jest przeprowadzanie przeglądów i ocen efektywności limitów gwarancji. Oceny takie powinny być dokonywane w szczególności w jurysdykcjach, gdzie<sup>33</sup>:
  - obowiązują wysokie limity pokrycia depozytów (np. USA, Niemcy, Japonia),
  - jest wysoki odsetek ubezpieczonych depozytów w całości depozytów (np. powyższe kraje),
  - stosowane są gwarancje depozytów w pełnej wysokości (np. w przypadku kanadyjskich unii kredytowych o licencji obejmującej daną prowincję),
  - gwarancje dotyczą płynności i wypłacalności instytucji finansowych, nie depozytów (np. w przypadku niemieckich banków spółdzielczych i niektórych szwajcarskich banków kantonalnych).
6. Kluczową sprawą pozostaje zapewnienie niezbędnych środków finansowych dla SGD. Dla przykładu, w Szwajcarii obowiązuje zbędny limit łącznej wysokości składek, ustalony na kwotę 6 mld CHF<sup>34</sup>, co może rodzić uzasadnione obawy deponentów, zwłaszcza, że finansowanie odbywa się na zasadzie *ex post*. Rekomendowane jest zapewnienie awaryjnych źródeł finansowania dla SGD (ang. *back-up funding*), które mogłyby być zapewnione ze strony rządów lub banków centralnych i działać na z góry określanych zasadach, a nie procedurach ustalanych *ad hoc*. Rozwiązanie takie zostało wprowadzone np. w Hongkongu.
7. Kluczowe jest zapewnienie sprawnego funkcjonowania wypłat gwarantowanych środków. W tej sferze istnieją znaczące różnice w poszczególnych jurysdykcjach. Dotyczą one w szczególności szybkości dokonywania wspomnianych wypłat. Dla przykładu, w Kanadzie i USA zgodnie z prawem powinny być one dokonywane „niezwłocznie”<sup>35</sup>, podczas gdy w Turcji przewiduje się okres oczekiwania do 1 roku<sup>36</sup>. Ponadto, należy wprowadzić obowiązek zastosowania w każdym państwie ram czasowych dotyczących wypłaty gwarantowanych środków, a także ogłoszenie tych ram do publicznej wiadomości. Obecnie w niektórych

---

<sup>33</sup> W tych jurysdykcjach, ze względu na znaczący poziom ochrony, istnieje podwyższone ryzyko hazardu moralnego. Aby je ograniczyć, zaleca się stosowanie uzupełniających względem SGD środków na rzecz stabilności finansowej, tj.:

- zintensyfikowany nadzór,
- wyłączenie spod SGD niektórych rodzajów depozytów, w szczególności międzybankowych,
- wprowadzenie składek opartych na ryzyku.

<sup>34</sup> Ibidem, s. 29.

<sup>35</sup> [http://www.fdic.gov/bank/analytical/quarterly/2010\\_vol4\\_2/claims.html](http://www.fdic.gov/bank/analytical/quarterly/2010_vol4_2/claims.html) [dostęp: 20.08.2012].

<sup>36</sup> International Association of Deposit Insurers, *International deposit insurance survey 2008*, [http://www.iadi.org/surveys/idis\\_survey2008/completed\\_full\\_text/Savings%20Deposit%20Insurance%20Fund%20\(SDIF\)%20Turkey.pdf](http://www.iadi.org/surveys/idis_survey2008/completed_full_text/Savings%20Deposit%20Insurance%20Fund%20(SDIF)%20Turkey.pdf), s. 14 [dostęp: 20.08.2012].

- jurysdykcjach (Australia, Brazylia, Hongkong, Kanada, Korea Płd., Singapur) SGD nie jest prawnie zobligowany do przestrzegania ram czasowych<sup>37</sup>.
8. Wyzwaniem jest również podniesienie efektywności prowadzonych przez banki baz danych, dotyczących deponentów, co umożliwi SGD szybki dostęp do niezbędnych informacji i znacząco przyspieszy wypłatę gwarantowanych środków. DIA powinny zatem opracować wytyczne dla banków w zakresie posiadania przez nie efektywnych systemów informacji dotyczących deponentów, a także dokonywać audytów banków pod tym kątem. Dobre praktyki w zakresie wydawania wspomnianych wytycznych przez podmioty zarządzające SGD mają miejsce w krajach tj. Holandia, Hongkong, Kanada, Rosja, Singapur, Wielka Brytania, USA<sup>38</sup>. Z kolei dobre praktyki w zakresie ww. audytów występują w jurysdykcjach tj. Holandia, Hongkong, Meksyk, Rosja, Singapur i Turcja<sup>39</sup>. Aby zwiększyć szybkość wypłaty środków gwarantowanych poprzez uzyskanie przez banki i SGD błyskawicznego dostępu do informacji, postuluje się wprowadzenie przez depozytariuszy rozwiązania wdrożonego w USA – karty klienta (ang. *Single Customer View* – SCV), na której w jednym miejscu będą zawarte dotychczas często rozproszone informacje dotyczące depozytów i innych usług świadczonych na rzecz klienta<sup>40</sup>.
  9. Kolejnym obszarem, w którym należy zreformować SGD, jest transformacja systemów wypłat z płatności netto do płatności brutto (a więc nie kompensowanej wysokością zobowiązań deponentów wobec banków), co ma szansę przyspieszyć i uprościć wypłatę środków gwarantowanych, a tym samym – podnieść poziom transparentności SGD oraz wzmocnić zaufanie deponentów do systemu bankowego. Zmiana taka miała miejsce w wyniku kryzysu finansowego np. w Holandii, Singapurze i Wielkiej Brytanii<sup>41</sup>. Obecnie mechanizm kompensacji funkcjonuje jeszcze w połowie jurysdykcji członkowskich FSB<sup>42</sup>.
  10. Niejednokrotnie, aby usprawnić działanie SGD, niezbędne jest przeformułowanie modelu zarządzania DIA. Model ten powinien bowiem uwzględniać cele wszystkich interesariuszy (zarówno interesy prywatne, jak i interes publiczny,

---

<sup>37</sup> Financial Stability Board, *Thematic Review on...*, op.cit, s. 24.

<sup>38</sup> Ibidem.

<sup>39</sup> Ibidem.

<sup>40</sup> D. Bannister, *Single Customer View: Keeping One Eye on the Ball*, Banking Technology, 7 September, <https://bankingtech.com/bankingtech/single-customer-view-keeping-one-eye-on-the-ball/20000186662.htm?jsessionid=343059201690E8054AC34A446423717C.f11b1cefac76ad-95c7627468fee9bde7e866d022>, [dostęp: 20.08.2012].

<sup>41</sup> Financial Services Authority, *Banking and Compensation Reform*, London 2009.

<sup>42</sup> Financial Stability Board, *Thematic Review on...*, op.cit, s. 30.

wyrażający się w stabilności finansowej). Jest to tym bardziej istotne, że podkreśla się, iż zarządy niektórych DIA zdominowane są przez przedstawicieli rządu (np. Rosja), czy też sektora bankowego (Argentyna, Brazylia, Niemcy, Szwajcaria, Włochy)<sup>43</sup>.

11. Rekomenduje się wzmożony publiczny nadzór nad prywatnie administrowanymi SGD. Dla przykładu, na chwilę obecną niemieckie SGD tego typu nie są objęte nadzorem ze strony niemieckiego nadzorca (niem. *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* – BaFin)<sup>44</sup>.
12. Kolejnych usprawnień wymaga także kwestia współpracy transgranicznej i przepływu informacji między SGD w różnych krajach<sup>45</sup>. Chodzi w szczególności o stworzenie formalnych mechanizmów precyzujących zasady tej współpracy. Przykładem dobrej praktyki w tym zakresie jest zawarcie stosownego porozumienia pomiędzy Holandią a Wielką Brytanią oraz przygotowywanie przez Europejskie Forum Gwarantów Depozytów porozumienia wielostronnego.
13. Dalszego sformalizowania wymagają ponadto zasady współpracy pomiędzy SGD a pozostałymi ogniwami sieci bezpieczeństwa finansowego. Brak takiego sformalizowania ma miejsce obecnie w jurysdykcjach tj. Argentyna, Brazylia, Francja, Szwajcaria, natomiast proces formalizacji rozpoczął się w Singapurze<sup>46</sup>. Dobrą praktyką w zakresie powyższej koordynacji, oprócz zawierania porozumień o współpracy (ang. *Memoranda of Understanding* – MoU), jest powoływanie międzyinstytucjonalnych komitetów. Rozwiązanie takie jest stosowane np. w Kanadzie, Meksyku i USA<sup>47</sup>.
14. Usprawnień wymagają również działania w zakresie podnoszenia i monitorowania społecznej świadomości w zakresie mechanizmów SGD, co ma na celu wzmacnianie zaufania klientów do systemu bankowego. Chodzi o wprowadzanie programów informacyjnych adresowanych do deponentów krajowych i zagranicznych oraz oceny ich efektywności. Obecnie programy takie posiadają jurysdykcje tj. Hongkong, Indonezja, Japonia, Kanada, Korea Płd., Meksyk, Rosja, Singapur, Wielka Brytania i USA<sup>48</sup>. Tym niemniej nie we wszystkich jurysdykcjach dokonuje się oceny efektywności wspomnianych programów. Oceny takie przeprowadzane są w Hongkongu, Indonezji, Japonii, Kanadzie, Korei Płd., Rosji,

---

<sup>43</sup> Ibidem, s. 5.

<sup>44</sup> Ibidem, s. 15.

<sup>45</sup> International Association of Deposit Insurers, *Discussion paper on cross-border deposit insurance issues raised by the global financial crisis*, Basel 2011, s. 4.

<sup>46</sup> Financial Stability Board, *Thematic Review on...*, op.cit., s. 58.

<sup>47</sup> Ibidem, s. 26.

<sup>48</sup> Ibidem, s. 32.

Singapurze, Wielkiej Brytanii i USA, natomiast dobrą praktyką w tym zakresie jest przeprowadzanie ww. ocen w Hongkongu dwa razy w roku <sup>49</sup>.

FSB planuje jeszcze w 2012 r. dokonać przeglądu i ewaluacji działań, które będą przeprowadzone w poszczególnych jurysdykcjach celem wdrożenia reform w powyższych obszarach.

## 4. Podsumowanie

Celem niniejszego artykułu była analiza światowych trendów oraz reform prawno-instytucjonalnych w zakresie SGD podjętych w reakcji na światowy kryzys finansowy. W pierwszej części opracowania dokonano charakterystyki i oceny dotychczas podjętych reformom SGD, które zostały wprowadzone przez członków FSB i UE. W części drugiej została natomiast dokonana identyfikacja obszarów, w których istnieje konieczność realizacji dalszych reform. Główną tezę wyłaniającą się z przeprowadzonej analizy jest stwierdzenie, że w wyniku światowego kryzysu finansowego nastąpiło znaczące rozszerzenie mandatów SGD, a także poziomu ochrony deponenta. Z jednej strony ma to szansę przyczynić się do zwiększenia bezpieczeństwa międzynarodowego systemu finansowego, lecz z drugiej strony pociąga za sobą dodatkowe koszty dla banków. Mogą one być dla nich szczególnie dotkliwe w kontekście tego, że banki muszą wywiązać się ponadto ze zwiększonych wymogów kapitałowych oraz dotyczących płynności i dźwigni finansowej, wprowadzonych przez system Bazylea III i dyrektywę CRD IV. Istnieje ryzyko, że dodatkowe koszty będą przerzucane na klientów banków. Co więcej, mogą one skutkować potencjalnym ograniczeniem akcji kredytowej (i w rezultacie – obniżeniem PKB). W wyniku zwiększenia poziomu ochrony deponentów może również nastąpić zwiększenie ryzyka hazardu moralnego w działalności banków.

## Bibliografia

### I. Akty prawne i standardy międzynarodowe

1. Basel Committee of Banking Supervision, International Association of Deposit Insurers, *Core Principles for Effective Deposit Insurance Systems*, BIS, IADI, Basel, June 2009.

---

<sup>49</sup> Ibidem, s. 59.

2. Dyrektywa 94/19/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 30 maja 1994 r. w sprawie systemów gwarancji depozytów, Dz. U. UE nr L 135/5 z 31.05.1994 r.
3. Dyrektywa 2009/14/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 11 marca 2009 r. zmieniająca dyrektywę 94/19/WE w sprawie systemów gwarancji depozytów w odniesieniu do poziomu gwarancji oraz terminu wypłaty, Dz. U. UE nr L 68/3 z 13.03.2009 r.
4. Financial Stability Board, *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions*, Basel 2011.
5. Komisja Europejska, *Wniosek w sprawie dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie systemów gwarancji depozytów*, Bruksela, 12.07.2010.
6. Ustawa z dnia 16 grudnia 2010 r. o zmianie ustawy o Bankowym Funduszu Gwarancyjnym oraz niektórych innych ustaw, Dz.U. z 2010 r., nr 257, poz. 1724.

## II. Artykuły i opracowania

1. Bannister D., *Single Customer View: Keeping One Eye on the Ball*, Banking Technology, 7 September, <https://bankingtech.com/bankingtech/single-customer-view-keeping-one-eye-on-the-ball/20000186662.htm?sessionid=343059201690E-8054AC34A446423717C.f11b1cefac76ad95c7627468fee9bde7e866d022> [dostęp: 20.08.2012].
2. European Commission, *Impact assessment – accompanying document to the proposal for a directive of the European Parliament and the Council on Deposit Guarantee Schemes*, Commission Staff Working Document, Brussels 2010.
3. European Financial Congress, *Recommendations 2012*, Sopot, May 2012.
4. Financial Services Authority, *Banking and Compensation Reform*, London 2009.
5. Financial Stability Board, *Thematic Review on Deposit Insurance Systems. Peer Review Report*, Basel, February 2012.
6. International Association of Deposit Insurers, *Discussion paper on cross-border deposit insurance issues raised by the global financial crisis*, Basel 2011.
7. International Association of Deposit Insurers, *International deposit insurance survey 2008*, [http://www.iadi.org/surveys/idis\\_survey2008/completed\\_full\\_text/Savings%20Deposit%20Insurance%20Fund%20\(SDIF\)%20Turkey.pdf](http://www.iadi.org/surveys/idis_survey2008/completed_full_text/Savings%20Deposit%20Insurance%20Fund%20(SDIF)%20Turkey.pdf) [dostęp: 20.08.2012].
8. Jagiełło Z., Pawłowicz L., *Hazard moralny i wojny depozytowe*, „Rzeczpospolita” 08.02.2012.
9. Tylińska J., *System gwarantowania depozytów*, <http://www.zbp.pl/site.php?s=MTM-zNTMyOTY=> [dostęp: 21.08.2012].
10. Warszawski Instytut Bankowości, *Banki 2010. Raport o sytuacji ekonomicznej banków*, Warszawa 2011, s. 6.

11. Wierzbicki M., *Opinia prawna w sprawie dopuszczalnych sposobów wdrożenia rekomendacji IV Kongresu Bankowości Detalicznej dotyczącej możliwości wyłączenia spod ustawowego systemu gwarantowania wysokooprocentowanych depozytów*, Warszawa, 12.01.2012.
12. World Bank, *The Polish Bank Insolvency Regime Issues and Assumptions Paper for the Design of an Upgraded Bank Resolution Framework*, Washington, July 2012.

### III. Strony internetowe

1. [www.obserwatorfinansowy.pl/2012/03/27/chinczycy-wchodza-do-europy-aby-wspierac-chinski-biznes/](http://www.obserwatorfinansowy.pl/2012/03/27/chinczycy-wchodza-do-europy-aby-wspierac-chinski-biznes/) [dostęp: 27.03.2012].
2. [www.cep.eu/fileadmin/user\\_upload/Kurzanalysen/Einlagensicherung\\_Neufassung/PB\\_Deposit\\_Guarantee\\_Schemes.pdf](http://www.cep.eu/fileadmin/user_upload/Kurzanalysen/Einlagensicherung_Neufassung/PB_Deposit_Guarantee_Schemes.pdf) [dostęp: 11.10 2010].
3. [www.cudgc.sk.ca/faq/index.html](http://www.cudgc.sk.ca/faq/index.html) [dostęp: 23.08.2012].
4. [www.germanbanks.org/service/deposit-protection-scheme](http://www.germanbanks.org/service/deposit-protection-scheme) [dostęp: 21.08.2012].
5. [www.bis.org/bcbs/events/oslo/hnel.pdf](http://www.bis.org/bcbs/events/oslo/hnel.pdf) [dostęp: 21.08.2012].
6. [www.gab.com.pl/rekomendacje/256-rekomendacje-iv-kongresu-bankowosci-detalicznej](http://www.gab.com.pl/rekomendacje/256-rekomendacje-iv-kongresu-bankowosci-detalicznej) [dostęp: 04.01.2012].
7. [www.zbp.pl/site.php?s=MTMzNTMyOTY=](http://www.zbp.pl/site.php?s=MTMzNTMyOTY=) [dostęp: 22.07.2010].
8. [www.fdic.gov/bank/analytical/quarterly/2010\\_vol4\\_2/claims.html](http://www.fdic.gov/bank/analytical/quarterly/2010_vol4_2/claims.html) [dostęp: 07.01.2010].
9. [www.iadi.org/surveys/idis\\_survey2008/completed\\_full\\_text/Savings%20Deposit%20Insurance%20Fund%20\(SDIF\)%20Turkey.pdf](http://www.iadi.org/surveys/idis_survey2008/completed_full_text/Savings%20Deposit%20Insurance%20Fund%20(SDIF)%20Turkey.pdf) [dostęp: 20.08.2012].
10. [www.bankingtech.com/bankingtech/single-customer-view-keeping-one-eye-on-the-ball/20000186662.htm?jsessionid=343059201690E8054AC34A446423717C.f11b1cefac76ad95c7627468fee9bde7e866d022](http://www.bankingtech.com/bankingtech/single-customer-view-keeping-one-eye-on-the-ball/20000186662.htm?jsessionid=343059201690E8054AC34A446423717C.f11b1cefac76ad95c7627468fee9bde7e866d022) [dostęp: 23.08. 2012].





# Zarys problematyki finansów islamskich

## 1. Wprowadzenie

Celem niniejszego artykułu jest zaprezentowanie podstaw funkcjonowania finansów islamskich oraz wynikających z nich fundamentalnych ograniczeń rozwoju. W swoich rozważaniach będę starał się podkreślić najważniejsze różnice dzielące finanse islamskie od finansów „klasycznych” (zwanym inaczej „konwencjonalnymi”) oraz opisać zasady działania najważniejszych islamskich instrumentów finansowych. Celem pośrednim jest ukazanie wspólnych historycznych tradycji gospodarczych islamu, chrześcijaństwa oraz judaizmu, które zdaje się, że wskazują dalszą drogę rozwoju finansów muzułmańskich.

## 2. Rys historyczny

Pierwszy islamski bank został założony w roku 1963 w egipskim mieście Mit Ghamr, miejscu słynącym z produkcji aluminium. W tamtych czasach słowo „bank” dla większości muzułmanów miało bardzo negatywną konotację, gdyż kojarzono je z *riba*<sup>1</sup>, czyli zakazanym przez świętą islamską księgę Koran zwyczajem czerpania korzyści z pożyczania pieniędzy.

Pionierskie egipskie przedsięwzięcie w 1963 r. przyjęło postać banku dzielącego się zyskiem bezpośrednio ze swoimi deponentami, funkcjonującego w oparciu o trzy

---

<sup>1</sup> Ten formalny przepis religijny można przetłumaczyć jako procent, odsetki lub lichwę.

rodzaje rachunków: oszczędnościowe, inwestycyjne oraz tzw. rachunki *zakat*<sup>2</sup>. Jako że Koran jednoznacznie zabraniał muzułmanom angażować się w transakcje związane z oprocentowaniem, postanowiono skupić się na fakcie wspólnego ponoszenia ryzyka przez bank i jego klientów. Niestety, bank z miasta Mit Ghamr przetrwał jedynie cztery lata. Kolejnymi instytucjami bazującymi na jego doświadczeniach były m.in. utworzony w 1971 r. Bank Socjalny Nassera, filipiński Amanad Bank (1973) oraz Islamski Bank Dubaju (1975). Idea bankowości islamskiej rozlała się wówczas z Egiptu, poprzez Bliski Wschód, w kierunku dalszego świata muzułmańskiego, aż po Indonezję i Pakistan.

W latach 90. rozwój islamskiego systemu finansowego zaczął przyspieszać dzięki rosnącemu zaangażowaniu międzynarodowych instytucji finansowych w krajach muzułmańskich, takich jak Citibank, BNP-Paribas czy Deutsche Bank. Instytucje te zaczęły otwierać swoje filie działające zgodnie z prawami *szari'atu* (tzw. islamskie okna, Islamic Windows – IW). Szacuje się, że w latach 2000–2010 średnie tempo wzrostu aktywów banków islamskich wyniosło ok. 15% rocznie. Rosnącą popularność banków islamskich można uzasadnić przede wszystkim uruchomieniem na szeroką skalę rynku islamskich obligacji (*sukuk*), a także istotną ostatnimi laty wzajemną niechęcią kultury świata islamu i świata zachodniego<sup>3</sup>. Biorąc pod uwagę szacowaną na przeszło 1,6 miliarda i ciągle rosnącą liczbę wyznawców islamu<sup>4</sup>, można pokusić się o stwierdzenie, że udział finansów islamskich w światowej gospodarce powinien w najbliższych latach wciąż rosnąć.

Ważnym etapem rozwoju finansów islamskich było stworzenie dwóch kluczowych z punktu widzenia systemu instytucji. Pierwszą z nich była założona w 1990 r. w Bahrajnie Accounting and Auditing Organisation for Islamic Financial Institutions (AAOIFI)<sup>5</sup>, której celem jest tworzenie kodeksu dobrych praktyk z zakresu rachunkowości i zarządzania oraz standaryzacja islamskich instrumentów finansowych. Członkowie tej organizacji zasiadają również w wielu tzw. radach *szari'atu*, działających w każdej islamskiej organizacji finansowej. W roku 2002 utworzono w Kuala Lumpur International Financial Services Board (IFSB)<sup>6</sup>, której zadaniem

---

<sup>2</sup> *Zakat* (jałmużna) jeden z pięciu podstawowych obowiązków wyznawców islamu. Jest to obowiązek darowizny na rzecz gminy religijnej. Uzyskiwane z niego środki są przeznaczone na cele określone przez Koran (m.in. na biednych, niewolników, więźniów, podróżnych, prowadzenie świętej wojny). Por. <http://www.bbc.co.uk/religion/religions/islam/practices/zakat.shtml>.

<sup>3</sup> A. Czerniak, *Symptomy kryzysu globalnego a etyka gospodarcza religii światowych. Analiza porównawcza bankowości islamskiej i bankowości klasycznej w kontekście kryzysu finansowego*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2010.

<sup>4</sup> Do krajów z największą populacją muzułmanów przekraczającą 100 mln zalicza się Indie, Bangladesz, Pakistan oraz Indonezję. Por. <http://www.pewforum.org/uploadedfiles/Topics/Demographics/Muslimpopulation.pdf>.

<sup>5</sup> <http://www.aoofi.com/aoofi/>.

<sup>6</sup> <http://www.ifsb.org/>.

jest tworzenie wytycznych służących poprawie stabilności systemu finansowego. Przykładowo, w roku 2005 rada ta zatwierdziła islamski odpowiednik Bazylei II.

Najbardziej wiarygodne dane o rozmiarach bankowości opartej na muzułmańskim prawie (*Szari'acie*) przynosi *World Islamic Banking Competitiveness Report 2011–12* opracowany w 2011 r. przez firmę konsultingową Ernst & Young wraz z islamskimi partnerami. Analitycy oszacowali wzrost rynku z 826 mld dolarów aktywów w 2010 r. do 1,1 bln dolarów w roku 2011<sup>7</sup>. Dla porównania, pod koniec 2011 r. największą grupą bankową na świecie pod kątem aktywów był Deutsche Bank – 2,8 bln dolarów<sup>8</sup>. W roku 2010 do krajów regionu Bliskiego Wschodu i Północnej Afryki o największym odsetku aktywów bankowości islamskiej w stosunku do całego sektora bankowego należały: Arabia Saudyjska (35% rynku bankowego wartości 377 miliardów dolarów), Kuwejt (31% z 155 miliardów dolarów), Bahrajn (27% z 46 miliardów dolarów) oraz Irak (25% z 269 miliardów dolarów)<sup>9</sup>.

Warto pokreślić, że w większości krajów muzułmańskich dominującą rolę na rynku finansowym odgrywa mimo wszystko bankowość klasyczna. Istnieją jednak kraje, w których ekonomia została całkowicie podporządkowana zasadom Koranu, takie jak Sudan i Iran. Z kolei pierwszym krajem, w którym nastąpiła pełna islamizacja sektora bankowego, był Pakistan<sup>10</sup>. Proces ten zapoczątkowano w 1977 r. w wyniku przejęcia władzy przez generała Zia-ul-Haq'a<sup>11</sup>, jednakże bankowość konwencjonalna powróciła w roku 2001, gdy ostatecznie zniesiono zakaz stosowania odsetek<sup>12</sup>. W marcu 2012 r. udział bankowości islamskiej w Pakistanie był szacowany na ok. 7,7%<sup>13</sup>.

### 3. Lichwa jako wspólny mianownik chrześcijaństwa, judaizmu i islamu

Chrześcijaństwo przez długie lata sprzeciwiało się temu procederowi. O ile bowiem w starożytnych cywilizacjach pobieranie procentów od pożyczek było naturalną częścią gospodarki, o tyle Kościół, idąc za myślą Arystotelesa mówiącą

---

<sup>7</sup> Raport dostarcza wiele interesujących wniosków i porównuje banki islamskie z konwencjonalnymi, koncentrując się na krajach Afryki Północnej oraz Bliskiego Wschodu. Por. [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/IBCR\\_Report/\\$FILE/IBCRReport2011%28LR%29%20Final.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/IBCR_Report/$FILE/IBCRReport2011%28LR%29%20Final.pdf).

<sup>8</sup> <http://www.relbanks.com/worlds-top-banks/assets-2011>.

<sup>9</sup> [http://www.ey.com/Publication/...](http://www.ey.com/Publication/)

<sup>10</sup> *Początki i rozwój finansów islamskich*, „Parkiet” 31.12.2002.

<sup>11</sup> <http://storyofpakistan.com/islamization-under-general-zia-ul-haq/>.

<sup>12</sup> [www.kantakji.com/fiqh/Files/Banks/ISLAMICBANKINGIN\\_111.DOC](http://www.kantakji.com/fiqh/Files/Banks/ISLAMICBANKINGIN_111.DOC).

<sup>13</sup> <http://tribune.com.pk/story/477937/islamic-banks-to-expand-compete-for-mainstream-clients/>.

o pieniądzu jako nieproduktywnym środku gospodarowania, uznał lichwę za grzech. W miarę jak przemiany gospodarcze czyniły pieniądź bardziej „urodzajnym”, rosła chęć szukania zysku z jego użyczenia. Aby unikać stosowania tępionej przez Kościół lichwy stosowano zabieg zwany „maskowaniem”, polegający na kupnie prawa do dochodu np. z ziemi dłużnika aż do czasu spłacenia przez niego długu. Uzyskiwany dochód wynikał zatem bezpośrednio z udziału we współwłasności, a nie z pożyczonej kwoty<sup>14</sup>. Kościelna doktryna zakazująca lichwy z biegiem czasu traciła na znaczeniu, dlatego począwszy od XIX w. lichwę zaczęto utożsamiać nie tyle z oprocentowaniem w ogóle, ile z jego nadmierną wysokością<sup>15</sup>.

Judaizm, pomimo wspólnych korzeni z chrześcijaństwem i referowania do tych samych fragmentów Starego Testamentu, ideę pożyczania na procent ostatecznie zaakceptował. Mechanizm omijający wprost lichwę polegał na tworzeniu przez zainteresowane strony partnerstwa, dzięki któremu wierzyciel mógł partycypować w zyskach dłużnika (zasada zwana *hetter iskah*). Ponadto, zgodnie z zasadami Starego Testamentu, Żydzi mogli bez przeszkód udzielać oprocentowanych pożyczek cudzoziemcom<sup>16</sup>. W ten sposób Żydzi praktycznie zmonopolizowali średniowieczną bankowość.

Islam jest religią funkcjonującą według zasad *szari'atu*<sup>17</sup>, czyli *praw, którymi powinien się kierować w swym życiu każdy muzułmanin*. *Szari'at* to tak naprawdę zbiór norm i określonych zachowań stworzonych na kanwie czterech fundamentów, do których należą m.in. święta księga islamu **Koran**, zawierająca prawa spisane przez proroka Mahometa, oraz **Sunna**, czyli zbiór opowieści i relacji z życia proroka. Islam potępia zarówno **wypłacanie, jak i otrzymywanie odsetek (*riba*)** wynikających z prowadzonych operacji finansowych, ponieważ stanowią one zagrożenie dla uczciwej redystrybucji bogactwa w społeczeństwie, stojąc w sprzeczności z zasadami sprawiedliwości społecznej<sup>18</sup>. Co więcej, Islam zakazuje również angażować się w szeroko rozumianą spekulację, hazard czy spożywanie alkoholu, ponieważ rzeczy te prowadzą do powstawania zła. Poszanowanie powyższych reguł stanowi jeden z nienaruszalnych fundamentów **finansów islamskich**.

<sup>14</sup> J. Kracik, *Kredyt i lichwa jako zjawiska społeczne*, [http://szady.prv.pl/teksty/kracik\\_kredyt\\_i\\_lichwa.pdf](http://szady.prv.pl/teksty/kracik_kredyt_i_lichwa.pdf).

<sup>15</sup> Dziś w Polsce słowo „lichwa” odnosi się przeważnie do kredytów i pożyczek, których oprocentowanie jest wyższe niż czterokrotność stopy kredytu lombardowego NBP; por. Dz.U. 2005 r., nr 157, poz. 1316.

<sup>16</sup> <http://biznes.pwn.pl/haslo/3932326/lichwa.html>.

<sup>17</sup> *Szari'at* po arabsku oznacza „drogę do wodopoju”.

<sup>18</sup> B.E. Jammeh, *Prospects and Challenges of Islamic Banking & Finance in United States*, Hochschule für Technik und Wirtschaft, Berlin 2010, s. 10.

## 4. Zysk obarczony ryzykiem zamiast odsetek wypłacanych z góry

Zwykliśmy słyszeć o różnych interpretacjach islamu głoszonych przez liczne szkoły koraniczne, o kilku odłamach religii muzułmańskiej i stopniach jej ortodoksyjności. Zaskakujący jest jednakże fakt, że koncepcja zabraniająca wypłacanie czy otrzymywanie odsetek stała się praktycznie niepodważalna. Niestety istnieją liczne interpretacje definicji *riba*. Przykładowo, Pakistańska Rada Ideologii Islamskiej w swoim raporcie z 1980 r. na temat eliminacji odsetek z gospodarki stwierdziła, że termin *riba* obejmuje wszelkie rodzaje oprocentowania, bez względu na to czy odnosi się ono do pożyczek konsumpcyjnych, czy inwestycyjnych, indywidualnych czy też instytucjonalnych, na duży i mały procent<sup>19</sup>. Podstawowe różnice pomiędzy pojęciem *riba* a zyskiem obrazuje poniższa tabela 1.

**Tabela 1. Podstawowe różnice pomiędzy odsetkami (*riba*) a zyskiem**

	Odsetki ( <i>riba</i> )		Zysk
1	Pieniądz jest „obciążony” należnymi, pewnymi i płatnymi z góry odsetkami na rzecz pożyczkodawcy	1	Pieniądz jest produktywny, tzn. służy sferze realnej, rodzi niepewny zysk w wyniku przyszłej produkcji
2	Odsetki mogą być wyłącznie nieujemne (dodatnie lub zerowe; brak ryzyka strat)	4	Mamy do czynienia z zyskiem, stratą lub wynikiem zerowym
3	Według <i>szari'atu</i> odsetki są zakazane – nie mogą być celem samym w sobie	5	Według <i>szari'atu</i> zysk jest dozwolonym wynagrodzeniem za ponoszone ryzyko

Źródło: [http://www.ekf.vsb.cz/miranda2/export/sites-root/ekf/konference/cs/okruhy/frpfi/rocnik-2009/pris-pevky/dokumenty/Musa\\_Hussam-Musova.pdf](http://www.ekf.vsb.cz/miranda2/export/sites-root/ekf/konference/cs/okruhy/frpfi/rocnik-2009/pris-pevky/dokumenty/Musa_Hussam-Musova.pdf)

W finansach islamskich zgodnie z Koranem nie wolno było stosować odsetek, dlatego ideologicznym wyjściem z sytuacji i podwaliną dla systemu stało się nagradzanie idei przedsiębiorczości (oraz powiązanego z nią ponoszenia ryzyka biznesowego) za pomocą wypłacanego **zysku**. Zysk nie mógł jednak oznaczać gwarantowanej wypłaty określonej sumy pieniędzy we wcześniej ustalonym terminie. Zysk musiał być niepewny i obarczony ryzykiem. Ponadto, w zachodnich systemach bankowych opartych o klasyczną stopę procentową, najważniejszym kryterium decydującym o udzieleniu kredytu jest wiarygodność kredytobiorcy.

<sup>19</sup> M.U. Chapra, *The Nature of riba in Islam*, „Millah Journal” 2008, vol. VIII, no. 1, Sierpień 2008, <http://jurnal.pdii.lipi.go.id/admin/jurnal/8108107121.pdf>, s. 109.

Z kolei w bankowości islamskiej, bazującej na podziale zysków, najważniejsza jest **zyskowość finansowanego przedsięwzięcia**<sup>20</sup>.

Skoro zatem oprocentowanie (*riba*) jest w bankowości islamskiej zakazane, jak w praktyce skonstruowana jest oferta prostego rachunku oszczędnościowego? Paradoksalnie, od strony klienta różnice w stosunku do klasycznej bankowości są wręcz kosmetyczne. Na ogół bank w swojej ofercie podkreśla fakt współdzielenia się z klientem zyskiem pochodzącym z inwestycji zgodnych z prawem *szari'atu*. Słowo „oprocentowanie” zastępowane jest „deklarowanym przez bank zyskiem”, natomiast w popularnych tabelach odsetkowych wyrażenie „stopy procentowe” ustępuje miejsca „stopom zysku”<sup>21</sup>.

## 5. Ekonomia islamu a fundamenty kapitalizmu

Jak już wielokrotnie podkreślałem, zakaz czerpania korzyści odsetkowych dla muzułmanina nie oznacza wcale, że nie może on cieszyć się upragnionym zyskiem z inwestycji. Według ideologii kapitalizmu, zysk jest nagrodą za ponoszone przez przedsiębiorcę ryzyko utraty pieniędzy. Zysk można jednak osiągnąć dopiero po opłaceniu z góry ustalonych kosztów czynników produkcji: ziemi, pracy oraz kapitału (w formie renty, płac oraz odsetek). Kapitalizm wydaje się promować osobę pożyczającą swój kapitał przedsiębiorcom, którzy nawet w obliczu ponoszonych strat zmuszeni są płacić należne kapitałiście odsetki<sup>22</sup>. Z kolei ekonomia islamska w odróżnieniu od kapitalizmu nie rozróżnia dawców i biorców kapitału jako osobnych czynników produkcji, lecz promuje **ideę dzielenia zysków i strat**. Muzułmanin, wnosząc pieniądze w inwestycję, ponosi ryzyko ich utraty, lecz staje się tym samym uprawniony do proporcjonalnego współuczestnictwa w zyskach.

Różnice systemowe są także dostrzegalne przez pryzmat pieniądza, który w ujęciu islamskim jest jedynie środkiem wymiany i nie nosi wewnętrznej wartości, dlatego też czerpanie zeń pozbawionych ryzyka korzyści odsetkowych jest zakazane. Cechą finansów islamskich jest silne powiązanie z obrotem towarowym. Wartość niesiona jest tylko przez realne dobra i właśnie na nich (zabezpieczenie aktywami) oparte jest finansowanie<sup>23</sup>. Islamski model ekonomii jest zatem bardziej korzystny dla przed-

<sup>20</sup> J. Karwowski, *Finanse islamskie a kryzys*, w: *Finanse 2009 – Teoria i praktyka. Bankowość*, Zeszyty Naukowe nr 548, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2009, s. 38.

<sup>21</sup> Oto jedna z przykładowych ofert: <http://www.sib.ae/en/retail-banking/saving-account.html>.

<sup>22</sup> H.G. Rammal, *Financing through Musharaka: Principles and Applications*, Business Quest 2004, s. 2. Por. <http://www.westga.edu/~bquest/2004/musharaka.htm>.

<sup>23</sup> Ibidem.

siębiorcy, ponieważ nie zmusza go do ponoszenia bezwzględnych stałych płatności (*riba*)<sup>24</sup>, tworząc jednocześnie poczucie więzi i wspólnoty interesów wszystkich stron finansujących daną inwestycję.

## 6. Finanse społecznie odpowiedzialne

Zgodnie z zasadami islamu instytucje finansowe powinny, w toku prowadzonej działalności gospodarczej, skupiać się przede wszystkim **na handlu rzeczywistymi dobrami i usługami**. Banki islamskie powinny jednocześnie wypłacać uczciwe wynagrodzenie swym deponentem, działając w imię **wzrostu dobrobytu społeczeństwa**. Jak widać, zarysowuje się tutaj swoista dwubiegunowość podejść dla finansów islamskich i tzw. finansów klasycznych (zachodnich, konwencjonalnych), gdzie z kolei najważniejszym celem każdej instytucji, zgodnie z zasadami ekonomii klasycznej, jest maksymalizacja zysku i wartości uzyskiwanych dla akcjonariuszy. Islamski model bankowości działa w oparciu o **ideę społecznej odpowiedzialności biznesu** (CSR)<sup>25</sup>, często uniemożliwiająca maksymalizację zyskowności prowadzonego biznesu, rozumianą w kategoriach czysto ekonomicznych<sup>26</sup>. Idea CSR zyskuje dziś na popularności i stała się wręcz „modna”, jednakże jej realizacja często ogranicza się do czystych sloganów. Patrząc na CSR przez pryzmat islamu, powinniśmy dostrzec, że społeczeństwo oczekuje od przedsiębiorstwa więcej niż segregowania odpadów czy odprowadzania w terminie podatków do gmin i miast.

Podsumowując i upraszczając nieco moje dotychczasowe rozważania, można zauważyć, że muzułmanin, lokując swoje środki w islamskim banku, nie może kierować się wyłącznie spodziewanym zyskiem z inwestycji, ponieważ w takiej sytuacji zależałoby mu tylko na osiągnięciu pewnej korzyści finansowej. Przeciwnie – muzułmanin powinien zastanowić się, jakie przedsięwzięcie chciałby wspomóc i przyczynić się do poprawy ogólnego dobrobytu. Wtedy też, jeśli owa inwestycja się powiodła, inwestor otrzymałby ewentualnie wynagrodzenie w postaci zysku.

---

<sup>24</sup> M.I. Usmani, *Meezanbank's Guide to Islamic Banking*, Karachi 2002, s. 12. Por. <http://islamic-bookslibrary.wordpress.com/2012/02/07/meezan-banks-guide-to-islamic-banking-by-shaykh-mufti-imran-ashraf-usmani/>.

<sup>25</sup> Ang. *Corporate Social Responsibility*.

<sup>26</sup> Innymi słowy, zysk według finansów islamskich może być maksymalizowany dopóty, dopóki nie koliduje z ideą społecznej odpowiedzialności biznesu. Por. B.E. Jammeh, op.cit., s. 11.



## 7. Fundamenty finansów islamskich

1. Zakaz stosowania *riba* (nienależnej nadwyżki finansowej, np. odsetek)  
Jak nadmieniałem wcześniej, zakaz ten był niegdyś również powszechnie stosowany w judaizmie i w chrześcijaństwie, lecz z biegiem czasu stracił na znaczeniu. Obecnie w islamie, poza przesłankami religijnymi, wskazuje się także na ekonomiczne argumenty przemawiające za jego zakazem. Pobieranie odsetek może być niesprawiedliwe zarówno dla pożyczkodawcy (kiedy np. stopa inflacji jest wyższa od stopy procentowej), jak i pożyczkobiorcy (kiedy nie uda mu się osiągnąć zysku i nie będzie miał „z czego” wypłacić należnych odsetek). Z ekonomicznego punktu widzenia bardziej istotna jest zyskowność przedsięwzięcia, na które położymy pieniądze, niż wiarygodność osoby, której te pieniądze pożyczamy. Zysk jest dzielony po zakończeniu inwestycji według ustalonych wcześniej zasad.
2. Zakaz *gharar* (niepewność<sup>27</sup>, nieświadomość)  
Prawo *szari'atu* wymaga od obydwu partnerów biznesowych pełnej przejrzystości i szczerości, aby zapobiec w ten sposób nagannemu wyzyskowi. Zakaz *gharar* oznacza niedopuszczalność sytuacji, w której zarówno kupujący, jak i sprzedający nie wiedzą czym i w jakich warunkach handlują. Ponadto strony powinny mieć jasność co do swych wzajemnych zobowiązań i nie wolno im szukać pretekstów do zerwania umowy.
3. Zakaz *maysir* (spekulacja, hazard)  
Najczęściej zakaz ten dotyczy hazardu, gdzie zysk wynika z czystego rachunku prawdopodobieństwa. Niektóre interpretacje islamu jako przykład *maysir* podają handel zaawansowanymi instrumentami finansowymi (np. opcjami i kontraktami terminowymi) oraz transakcje spekulacyjne oparte o szybkie przepływy kapitału. Niektórzy radykałowie spekulacją nazywają również wymianę walut. Warto zauważyć, że zakaz ten pośrednio warunkuje silne powiązanie finansów islamskich z realną gospodarką.
4. Transakcje biznesowe powinny być etyczne (*halal*)  
W prawie islamskim zakazane jest angażowanie się w inwestycje związane z budową kasyn czy wspieraniem produkcji narkotyków czy alkoholu, ponieważ rzeczy te uważane są za źródło zła i konfliktów w społeczeństwie. Przeciwwagą mogą być np. inwestycje wspierające bieżące potrzeby ludności, takie jak produkcja żywności, ubrań, leków czy rozwój edukacji.

---

<sup>27</sup> Oczywiście nie chodzi tutaj o niepewność w kategoriach podejmowanego ryzyka, które jest jak najbardziej dopuszczalne.



#### 5. Obowiązkowe opłacanie *zakat* (jałmużny)

Wspomniana już wcześniej jałmużna służyć ma spełnianiu określonych przez Koran misji islamu, najczęściej tożsamy z ideą solidarności społecznej. Jest ona obowiązkowa i płaćta raz w roku pod koniec muzułmańskiego roku kalendarzowego. W niektórych krajach muzułmańskich obowiązek *zakat* wynika wprost z przepisów podatkowych i może przybierać formę np. podatku od zysków kapitałowych<sup>28</sup>.

#### 6. Kontrola zgodności z zasadami *szari'atu*

W uproszczeniu chodzi tutaj o wewnętrzny audyt sprawdzający, czy prowadzony biznes jest rzeczywiście zgodny z prawami *szari'atu*. Reguła ta wymaga od banków posiadania rad *szari'atu* działających na kształt departamentu zgodności.

## 8. Najpopularniejsze islamskie produkty finansowe<sup>29</sup>

#### 1. *Mudaraba* (ograniczone ryzyko)

Jest to umowa między finansującym (*rabb al-mal*) i zarządzającym danym projektem (*mudarib*). Zyski z przedsięwzięcia są dzielone w proporcjach ustalonych w momencie podpisywania umowy, ale straty są w całości ponoszone przez podmiot finansujący. Zarządzający ma jednak prawo wykupu całości inwestycji w dowolnym momencie<sup>30</sup>. Rozwiązanie to może być stosowane w **funduszach inwestycyjnych**, kiedy inwestor powierza swój kapitał bankowi, zgadzając się jednocześnie na pobieranie określonych z góry opłat za zarządzanie<sup>31</sup>.

#### 2. *Murabaha* (sprzedaż z ustalonym zyskiem, kredyt kupiecki lub lokata)

Jest to krótkoterminowa transakcja kredytowa o charakterze niefinansowym, zbliżona swą istotą do **kredytu kupieckiego**. Jeśli klient banku chce kupić pewien towar, w pierw bank kupuje go od osoby trzeciej, a następnie sprzedaje klientowi według kosztu zakupu powiększonego o zysk, zazwyczaj odraczając płatność w czasie. Transakcja taka działa również „w drugą stronę”, gdy klient chce ulokować swoje pieniądze w banku. Marża zysku może być obliczana w oparciu o konwencjonalne referencyjne stopy procentowe, co rodzi niebezpieczne skojarzenia z zakazanym *riba*<sup>32</sup>. Choć może się to wydać przewrotne, *murabaha* jest jednak

<sup>28</sup> <http://www.gf24.pl/286/midzy-rib-zakat-a-koranem-czyli-potga-finansow-arabskich-cz-i>.

<sup>29</sup> Schematy działania islamskich instrumentów finansowych są najczęściej opisywane na portalach islamskich instytucji finansowych (np. por. [http://www.islamic-banking.com/murabaha\\_sruling.aspx](http://www.islamic-banking.com/murabaha_sruling.aspx)).

<sup>30</sup> B.E. Jammeh, op.cit., s. 20.

<sup>31</sup> [http://www.grailresearch.com/pdf/ContenPodsPdf/Islamic\\_Finance\\_Overview.pdf](http://www.grailresearch.com/pdf/ContenPodsPdf/Islamic_Finance_Overview.pdf).

<sup>32</sup> B.E. Jammeh, op.cit., s. 20.

silnie powiązana z obrotem towarowym, albowiem bank musi najpierw nabyć faktycznie istniejące już aktywo na własność i ponosić ryzyko jego posiadania. Ryzyko to ma akceptowalny przez islam charakter rynkowy, ale sam towar może np. ulec zniszczeniu przed zapłatą faktycznego kupca<sup>33</sup>.

**Malejąca *musharaka*** to dostosowana do wymagań islamu forma kredytowania zakupu nieruchomości. Jest to połączenie *musharakah* oraz *Ijarah* (*leasing*). Bank, nabywając nieruchomość, użycza ją kupującemu, otrzymując wynagrodzenie składające się z dwóch części: renty, wyliczanej w oparciu o ustaloną w sposób godziwy wartość nieruchomości, oraz wartości wykupu udziałów banku w nieruchomości. Instrument ten łudząco przypomina rentę ziemską stosowaną w średniowieczu przez chrześcijaństwo.

**Tabela 2. Przykład „malejącej *musharaki*” w finansowaniu nieruchomości**

Miesiąc kontraktu	Renta (koszt wynajmu)	Wykup udziałów banku	Łączna płatność na rzecz banku	Wartość udziału banku w nieruchomości
0				120 000
1	800	347	1 147	119 653
2	798	349	1 147	119 304
...	...	...	...	...
178	22	1125	1 147	2 197
179	15	1132	1 147	1 065
180	7	1065	1 072	-

Źródło: opracowanie własne na podstawie <http://www.westga.edu/~bquest/2004/musharaka.htm>.

W powyższym przykładzie wartość nieruchomości oszacowano na 150 000 j. a stała i niezmienna renta za mieszkanie 1000 j. Udział początkowy klienta w finansowaniu to 20%, co warunkuje startową wysokość renty 800 j. Okres finansowania to 180 miesięcy.

### 3. *Musharakah* (współdzielenie zysków i strat, *joint-venture*)

Słowo to oznacza „dzielenie się”. Z punktu widzenia islamu jest to preferowany model finansowania, najbardziej zbliżony do idei współdzielenia zysków i strat.

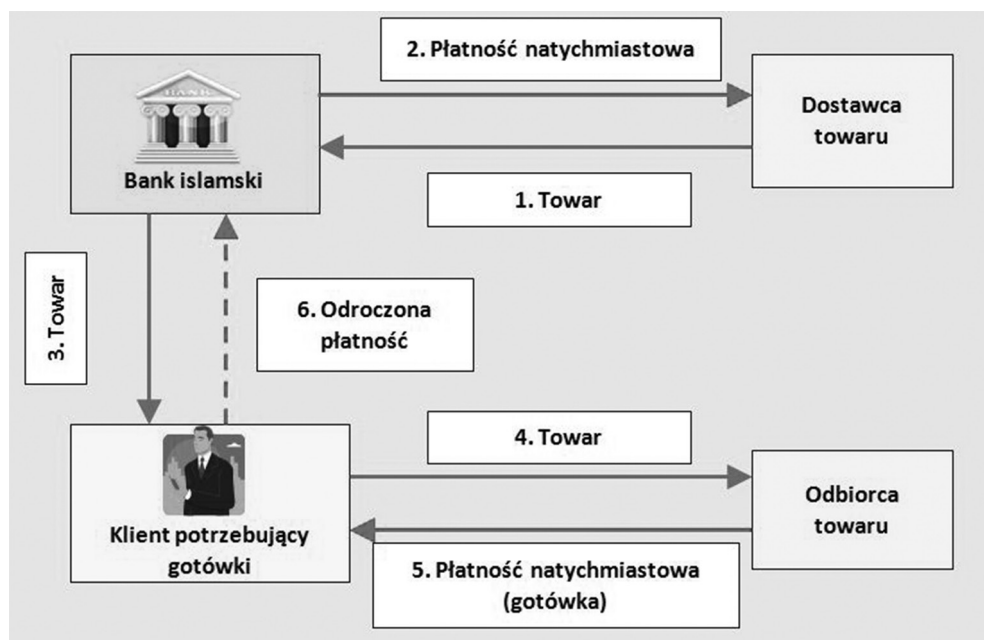
<sup>33</sup> Niektórzy, tak jak gubernator banku centralnego Pakistanu Shamshad Akhtar, wskazują na swoistą „drogę na skróty”, czyli zbyt częste zawieranie przez niektóre banki transakcji *murabaha*, niosących za sobą faktycznie niższe ryzyko niż *mudaraba* czy *musharakah*. Por. S. Akhtar, *Building an effective Islamic financial system*, „BIS Review” 2007, no. 38, s. 2.

Wszystkie zaangażowane w inwestycję podmioty wspólnie stawiają do dyspozycji swoje zasoby pracy i kapitału i uczestniczą w zarządzaniu, proporcjonalnie dzieląc zyski i straty.

#### 4. *Tawarruq* (kredyt gotówkowy)

W tej transakcji najpierw bank kupuje pewien towar i sprzedaje go klientowi w zamian za odroczonej płatność + zysk (*murabaha*). Następnie klient sprzedaje ten towar osobie trzeciej w zamian za gotówkę, która nie jest w ten sposób obciążana niezgodnym z *szari'atem* długiem odsetkowym. Transakcja ta już na pierwszy rzut oka jest bardziej skomplikowana niż jej odpowiednik w klasycznej bankowości, co zobrazowano na poniższym rysunku 1.

Rysunek 1. *Tawarruq* jako przykład islamskiego kredytu gotówkowego



Źródło: opracowanie własne.

#### 5. *Qard al-Hassan* (pożyczki bezkosztowe)

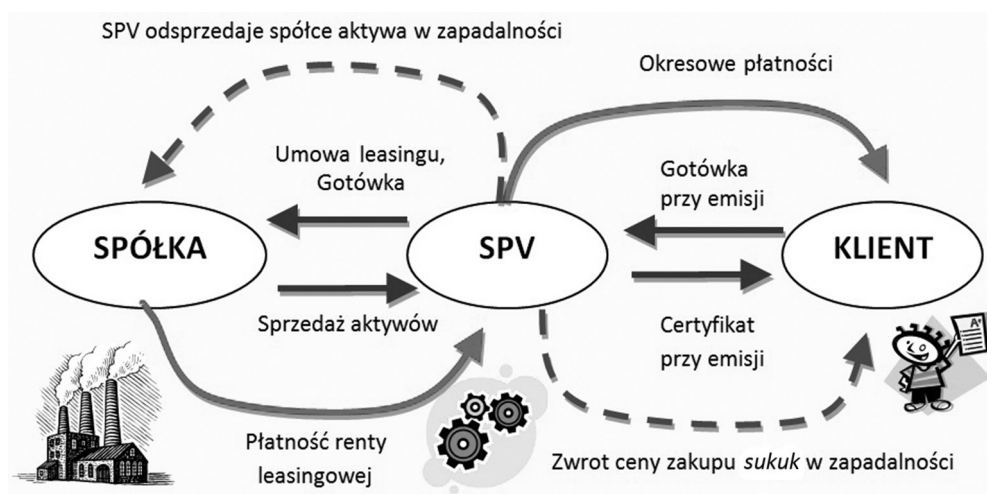
Islamskie banki są zobligowane, zgodnie z misją solidarności społecznej, do przeznaczania części swoich funduszy na udzielanie krótkoterminowego bezpłatnego finansowania dla wsparcia lokalnych społeczności. Pożyczkodawcy są zobowiązani jedynie do spłaty kapitału kredytu, choć część szkół *szari'atu* za dopuszczalne uznaje również drobne opłaty administracyjne pobierane przez

bank. Celem takich pożyczek jest najczęściej finansowanie pielgrzymek, ochrony zdrowia i edukacji.

#### 6. Sukuk (obligacje)<sup>34</sup>

Jest to islamski substytut papierów dłużnych o charakterze przychodowym. *Sukuk* są zawsze zabezpieczone określonymi aktywami, ale mogą reprezentować m.in. udziały w długu (*sukuk murabaha*), we własności aktywów (*sukuk al ijara*) czy też projekcie (*sukuk al istisna*). Właściciele obligacji są uprawnieni do czerpnia korzyści generowanych przez te aktywa (nie są to z góry ustalone odsetki!). Zgodnie z wytycznymi **islamskiej organizacji AAOIFI**<sup>35</sup>, w momencie emisji **prawo własności sukuk** przechodzi z emitenta na posiadacza tych obligacji. *Sukuk* są emitowane przez specjalnie tworzoną spółkę celową (ang. *Special Purpose Vehicle* – SPV), która nabywa aktywa od innego podmiotu potrzebującego finansowania, który to w zamian wypłaca SPV okresowe płatności (rodzaj czynszu dzierżawnego lub renty). W roku 2011 krajami emitującymi najwięcej obligacji *sukuk* była Malezja (69% wszystkich emisji) oraz Katar (11%)<sup>36</sup>.

Rysunek 2. Przykładowa emisja *sukuk*



Źródło: opracowanie własne.

<sup>34</sup> Więcej informacji por. P. Nowak, *Sukuk – alternatywne źródło pozyskiwania kapitału*, „Master of Business Administration” 2010, no. 5, s. 46–60, [http://bibliotekakrk.ibe.edu.pl/opac\\_css/doc\\_num.php?explnum\\_id=242](http://bibliotekakrk.ibe.edu.pl/opac_css/doc_num.php?explnum_id=242) oraz także <http://www.karwowski.edu.pl/attachments/File/papers/Sukuk.pdf>

<sup>35</sup> [http://www.aaofi.com/aaofi\\_sb\\_sukuk\\_Feb2008\\_Eng.pdf](http://www.aaofi.com/aaofi_sb_sukuk_Feb2008_Eng.pdf).

<sup>36</sup> <http://investvine.com/asian-demand-to-drive-qatar-sukuk/>.

Fakt posiadania udziałów w konkretnych aktywach stawia *sukuk* w klasycznej ekonomii bliżej akcji czy też certyfikatów inwestycyjnych niż obligacji, natomiast sam proces emisji przypomina swą konstrukcją sekurytyzację. Posiadacze *sukuk*, podobnie jak w *musharakah*, ponoszą wspólne ryzyko ewentualnych strat w wyniku niepowodzenia inwestycji. Co do zasady wykup *sukuk* od obligatariuszy następuje po z góry ustalonych cenach. Niektórzy teoretycy islamu krytykują jednak takie rozwiązanie, wskazując jako jedyną słuszną cenę wykupu opartą na aktualnej wartości danych *sukuk*<sup>37</sup>.

7. *Istisna*<sup>38</sup>

Jest to technika finansowania związana z nabywaniem dóbr wymagających długiego cyklu produkcyjnego, np. w budownictwie mieszkaniowym. Bank staje się w tym procesie pośrednikiem pomiędzy kupującym (inicjatorem przedsięwzięcia) i ponosi ryzyko realizacji kontraktu. W trakcie poszczególnych etapów produkcji bank stopniowo wypłaca wytwórcy wynagrodzenie, obciążając jednocześnie kupca kwotą powiększoną o ustaloną wcześniej marżę. Zarówno przedmiot kontraktu, jak i jego cena muszą być uprzednio ściśle sprecyzowane.

8. *Takaful* (ubezpieczenie)<sup>39</sup>

Słowo to oznacza „wspólną gwarancję”. Jest to islamski odpowiednik ubezpieczenia bazującego na wzajemnym wspieraniu się grupy uczestników, przypominający nieco ideę samopomocy społecznej. Osoba zainteresowana zawarciem ubezpieczenia wpłaca składkę, której część (zwana *tabarru*<sup>40</sup>) stanie się (w razie zaistnienia określonej szkody) świadczeniem dla poszkodowanego. Pomoc taka jest zgodna z islamską ideą solidarności społecznej. Jej koszty są dzielone proporcjonalnie pomiędzy uczestników systemu. Instytucja ubezpieczeniowa pełni rolę operatora, dzielącego się ewentualnymi zyskami z wszystkimi ubezpieczonymi w przypadku, kiedy wszelkie roszczenia uczestników systemu zostały w pełni zaspokojone. Niedopuszczalna jest bowiem sytuacja, kiedy strata jednego uczestnika oznaczać będzie zysk pozostałych.

<sup>37</sup> *Savings and souls; Islamic finance*, „The Economist” 06.09.2008.

<sup>38</sup> Przypomina to stosowane od niedawna w Polsce w budownictwie mieszkaniowym rachunki powiernicze.

<sup>39</sup> Ubezpieczenia na życie z założenia kłócą się z zasadami prawa koranicznego – życie traktowane jest bowiem jako dar od Boga i granie nim (jakakolwiek spekulacja) jest niestosowne. Więcej na ten temat w: R. Kurek, *Muzułmańskie ubezpieczenia na życie*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe” 02.2010, s. 133–149.

<sup>40</sup> Idea *tabarru* ma eliminować zakazany w islamie pierwiastek niepewności i spekulacji.

## 9. Banki islamskie na tle banków klasycznych

W ujęciu klasycznym banki pośredniczą w transmisji kapitału pomiędzy deponentami a kredytobiorcami. Różnica pomiędzy kosztami pozyskania przez bank kapitału a przychodami z udzielonych kredytów tworzy zysk w postaci marży odsetkowej. W finansach islamskich czerpanie korzyści odsetkowych jest zabronione, podobnie jak zarabianie na samym pieniądzu w oderwaniu od realnych wartości dóbr i usług. Z tych oraz wielu innych wspomnianych już wcześniej powodów finanse islamskie zmuszają banki do większej aktywności w **realnej sferze gospodarki**, do finansowania zabezpieczonego namacalnymi aktywami. Porzucenie marży odsetkowej jako źródła relatywnie bezpiecznego dochodu sprawia, że banki islamskie bardziej niż w krajach zachodnich koncentrują się na zyskowności finansowanych projektów. W takim ujęciu nie każdy projekt biznesowy o doskonałym zabezpieczeniu jest dla banku atrakcyjny – zabezpieczenia schodzą bowiem na dalszy plan. Zarówno kredytobiorca, jak i deponent stają się równorzędnymi partnerami banku, współdzieląc z nim zyski (potencjalnie wyższe niż w konwencjonalnej bankowości), jak i straty wynikające z podwyższonego ryzyka.

Banki islamskie w porównaniu z klasycznymi wydają się również znacznie bardziej konserwatywne pod kątem rodzajów dokonywanych inwestycji. Fakt ten wynika głównie z religijnych zakazów angażowania się w spekulację, hazard czy przedsięwzięcia o nieznanej i niejasnej naturze. Obowiązkowy *zakat* pozwala im w pewnym stopniu solidaryzować się z lokalnymi społecznościami. Finansowanie inwestycji komunalnych, ochrony zdrowia czy edukacji zmniejsza też ekspozycję systemu na cykle koniunkturalne<sup>41</sup>.

Obraz bankowości islamskiej widziany przez pryzmat kryzysu finansowego zapoczątkowanego w latach 2007–2008 prezentuje się na tle świata zachodniego przeważnie pozytywnie. Całkowite odrzucenie oderwanych od rzeczywistości, sekurytyzowanych i wielokrotnie „przepakowywanych” aktywów pozwolił bankom islamskim przejść przez kryzys przeważnie suchą stopą<sup>42</sup>. Większe przywiązanie finansów islamskich do realnej sfery gospodarki hamuje w pewien sposób niekontrolowaną ekspansję kredytową i wielokrotne lewarowanie kapitałów, zmniejszając podatność na szoki gospodarcze. Drugim ważnym czynnikiem obronnym było

<sup>41</sup> R. Wilson, *Why Islamic Banking is Successful?*, [http://www.isdbforum.org/Subjects/Islam\\_and\\_the\\_Financial\\_Crisis/rwilson.pdf](http://www.isdbforum.org/Subjects/Islam_and_the_Financial_Crisis/rwilson.pdf).

<sup>42</sup> Niski stopień unifikacji finansów islamskich na świecie, m.in. ze względu na różne interpretacje zasad *szari'atu*, spowodował, że zjawiska kryzysowe nie przenosiły się pomiędzy instytucjami islamskimi tak szybko, jak miało to miejsce w przypadku chociażby banków amerykańskich i europejskich.

oparcie finansowania banków na depozytach, albowiem w finansach islamskich pozyskiwanie kapitału na rynku hurtowym jest dość skomplikowane<sup>43</sup>.

Porównując poszczególne dane finansowe i ogólną sytuację ekonomiczną banków klasycznych oraz islamskich działających na terenie Bliskiego Wschodu oraz północnej Afryki, trudno wskazać jednoznacznego zwycięzcę tego pojedynku. Jeśli chodzi o ROE to w latach 2006–2010 wskaźnik ten dla obydwu grup kształtował się podobnie, choć w przypadku dynamiki rozwoju po roku 2008 to właśnie część islamska radziła sobie znacznie lepiej, rosnąc w roku 2010 o ponad 15% przy zaledwie 1% wzroście bankowości klasycznej (która wcześniej rozwijała się szybciej). Z drugiej jednak strony banki islamskie wykazują przeważnie wyższe koszty operacyjne<sup>44</sup>. Błędem byłoby stwierdzenie, że islamskie instytucje finansowe nie odczuły ostatniego kryzysu finansowego w ogóle<sup>45</sup>, natomiast skala dotyczących ich problemów była nieporównywalnie mniejsza niż w przypadku instytucji świata zachodniego, zwłaszcza jeśli chodzi o źródła finansowania.

## 10. Systemowe ograniczenia rozwoju rynku

Warto w tym momencie skupić się na pewnych ograniczeniach systemowych hamujących bardziej dynamiczny rozwój finansów islamskich. W 2008 r. muzułmanie stanowili ok. 20% populacji na Ziemi, jednak tylko 1% wartości wszystkich instrumentów finansowych stanowiły instrumenty islamskie. Ta ewidentna dysproporcja wskazywałaby na olbrzymi potencjał rozwoju rynku, który w ostatnich latach wykazywał przeciętnie ponad 15% wzrost  $r/r$ <sup>46</sup>. Jednym z czynników hamujących wzrost jest bowiem sama religia. Finanse islamskie zdaje się, że nie nadążają za bujnym rozwojem swoich klasycznych odpowiedników, ponieważ ich koncepcja często sprawia problemy interpretacyjne w sferze zgodności z zasadami *szari'atu*. Bankowcy, delibierując wraz z prawnikami i znawcami wiary, starają się tworzyć instrumenty zgodne z religią, co nie zawsze jest procesem prostym. Co więcej, różnice interpretacyjne pomiędzy różnymi odłamami islamu niwelują potencjalne korzyści z implementacji bankowości islamskiej w skali globalnej. Trudniej jest zatem uzyskać

---

<sup>43</sup> H. Musa, Z. Musova, *Islamic Banks versus Conventional Banking Systems*, VSB-TU, Ostrava 2009, s. 4.

<sup>44</sup> <http://www.ey.com/Publication/...>

<sup>45</sup> Przykładem może być kryzys na rynku nieruchomości w Dubaju, <http://biznes.interia.pl/new-york-times/news/dubaj-powstaje-z-popiolow-kryzysu,1539961,6806> oraz [http://forsal.pl/artykuly/467731,dubaj\\_rok\\_po\\_kryzysie\\_emirat\\_wciaz\\_zmaga\\_sie\\_z\\_miliardowymi\\_dlugami.html](http://forsal.pl/artykuly/467731,dubaj_rok_po_kryzysie_emirat_wciaz_zmaga_sie_z_miliardowymi_dlugami.html).

<sup>46</sup> *Savings and souls; Islamic finance*, op.cit.



finansom islamskim takie korzyści skali, jak w klasycznym (nie-islamskim) systemie bankowości<sup>47</sup>. Wysiłki zmierzające ku standaryzacji islamskich instrumentów finansowych są jednak podejmowane m.in. przez wspomniane wcześniej instytucje **IFSB** czy **AAOIFI**<sup>48</sup>.

Barierę rozwoju finansów islamskich może stanowić również dopasowywanie zasad działania islamskich instytucji finansowych do ram prawnych systemów finansowych w poszczególnych krajach, szczególnie w kontekście nadrzędnych co do zasady instytucji nadzorczych czy banków centralnych. W początkach swej działalności banki islamskie były bowiem pozbawione nadzoru banku centralnego, jednakże pod naciskiem banków klasycznych nadzór taki ostatecznie ustanowiono, choć jego charakter jest w każdym przypadku inny<sup>49</sup>. Co ciekawe, wszczęcie w ideologię islamską kategorii ryzyka nie wyklucza możliwości istnienia instytucji gwarantowania wkładów zgromadzonych w bankach, która w klasycznej bankowości jest jednym z filarów stabilności systemu. Uczestnictwo banków islamskich w krajowych systemach gwarantowania depozytów jest na ogół dobrowolne<sup>50</sup>, ale bywa również obowiązkowe<sup>51</sup>.

Zakaz spekulacji warunkuje silne przywiązanie islamskich instytucji finansowych do namacalnych aktywów, takich jak nieruchomości czy towary. Kreacja takich aktywów nie jest jednak tak prosta jak w przypadku kreacji wirtualnego pieniądza. Na Półwyspie Arabskim, ojczyźnie finansów islamskich, podaż realnych dóbr jest stosunkowo niewielka (poniekąd jest to oczywiste, ponieważ są to w większości tereny pustynne). Trudności w operowaniu instrumentami finansowymi w przypadku wielu firm wynikają z braku dostępu do aktywów stanowiących „sens” zawieranych transakcji.

Kolejnym problemem jest pozyskiwanie finansowania przez banki islamskie. Jak już nadmieniałem, pasywa tych banków bazują na krótkoterminowych depozytach klientów. Jako że przeciętny czas udzielanych kredytów jest znacznie dłuższy od depozytów, powstaje tym samym ryzyko niedopasowania czasowego stron bilansu, co może doprowadzić w konsekwencji do problemów płynnościowych, a nawet

---

<sup>47</sup> Oczywiście wysoki stopień unifikacji systemowej i współzależności „konwencjonalnych instytucji” może być powodem tworzenia się globalnych kryzysów finansowych, a to temat ostatnio bardzo aktualny.

<sup>48</sup> <http://www.karwowski.edu.pl/attachments/File/papers/-Sukuk.pdf>, s. 7.

<sup>49</sup> M. Kaber, *Istota działalności banków islamskich*, „Bank i Kredyt” czerwiec 2000, s. 52.

<sup>50</sup> W Jordanii żaden bank nie należy do systemu; por. [www.bfg.pl/sites/default/files/-dokumenty/jordania.pdf](http://www.bfg.pl/sites/default/files/-dokumenty/jordania.pdf)

<sup>51</sup> Jest tak np. w Malezji; por. [http://www.bfg.pl/sites/default/files/dokumenty/23\\_malezja.pdf](http://www.bfg.pl/sites/default/files/dokumenty/23_malezja.pdf).



upadku banku. Pewnym panaceum na te problemy są rodzące się ostatnio inicjatywy stworzenia zgodnego z zasadami *szari'atu* hurtowego rynku *repo*<sup>52</sup>.

## 11. Podsumowanie<sup>53</sup>

Wraz z rozwojem kolejnych islamskich produktów finansowych, stanowiących odpowiedniki rozwiązań klasycznych, granica pomiędzy obydwooma systemami powoli się zaciera. Pomimo młodego wieku, finanse islamskie zarówno w teorii, jak i praktyce wykazują zaskakujące możliwości dopasowywania się do standardów prowadzenia biznesu opartych na globalizacji. Zainteresowanie rynkiem finansów islamskich stale rośnie, czego przykładem jest przeprowadzona przez Kuwait Finance House we wrześniu 2012 r. emisja 5,5-letnich tureckich obligacji skarbowych warta 1,5 miliarda dolarów<sup>54</sup>. Potencjał rynku dostrzegają także inwestorzy z Chin pragnący finansować swoje projekty infrastrukturalne (m.in. elektrownie) za pomocą emitowanych w krajach Półwyspu Arabskiego obligacji *sukuk*<sup>55</sup>.

*Najpoważniejszą barierą rozwoju rynku jest spór pomiędzy poszczególnymi odłamami islamu na temat liberalizacji zasad szari'atu*, podsycany w szczególności przez ruch Salafitów optujących za powrotem do pierwotnych zasad islamu. W kontekście wspomnianej wcześniej globalizacji pogodzenie muzułmańskich zasad religijnych z rozwijającym się w szybkim tempie światem finansów klasycznych wydaje się trudnym zadaniem. Z drugiej jednak strony, przyglądając się w szczególności ewolucji podejścia chrześcijaństwa do lichwy, łatwo zauważyć podobne i równie kreatywne tendencje do „maskowania” rozwiązań opartych o pożyczanie na procent. Historia zdaje się więc podpowiadać, że z biegiem czasu finanse islamskie upodobnią się do tych klasycznych. Nie znaczy to jednak, że finanse klasyczne, właśnie dzięki swoim islamskim odpowiednikom, nie staną się w większym stopniu społecznie odpowiedzialne i przywiązane do biznesu opartego o rzeczywiste (a nie wirtualne) dobra i usługi.

---

<sup>52</sup> M. Kaber, op.cit., s. 52.

<sup>53</sup> Bardzo bogatym źródłem informacji na temat bankowości islamskiej jest publikacja M.K. Hassan, M.K. Lewis, *Handbook of Islamic Banking*, Edward Elgar Publishing, Northampton 2007 (dostępna na stronie <http://www.kantakji.com/fiqh/Files/Banks/b029.pdf>).

<sup>54</sup> <http://www.kuna.net.kw/ArticleDetails.aspx?id=2265348&language=en>.

<sup>55</sup> T. Karasik, F. Wehrey, S. Strom, *Islamic Finance In a Global Context: Opportunities and Challenges*, „Chicago Journal of International Law” Winter 2007, s. 396.

## Bibliografia

### Wydawnictwa zwarte

1. Akhtar S., *Building an effective Islamic financial system*, „BIS Review” 2007, no. 38, <http://www.bis.org/review/r070423b.pdf>.
2. Al-Jiran O.A., *Corporate governance within Islamic finance*, Maastricht School of Management, July 2007.
3. Ayub M., *Understanding Islamic finance*, JohnWiley & Sons, 2008.
4. Chapra M.U., *The Nature of Riba in Islam*, „Millah Journal” 2008, vol. VIII, no. 1, sierpień 2008, <http://jurnal.pdii.lipi.go.id/admin/jurnal/8108107121.pdf>.
5. Czerniak A., *Symptomy kryzysu globalnego a etyka gospodarcza religii światowych. Analiza porównawcza bankowości islamskiej i bankowości klasycznej w kontekście kryzysu finansowego*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2010, <http://mpr.a.ub.uni-muenchen.de/26971/>.
6. El-Gamal M.A., *Islamic finance: law, economics and practice*, Cambridge University Press, Cambridge 2006.
7. Hassan M.K., Lewis M.K., *Handbook of Islamic Banking*, Edward Elgar Publishing, Northampton 2007, <http://www.kantakji.com/fiqh/Files/Banks/b029.pdf>.
8. *Islamic Finance – Investing with Islam*, „Asiomoney” 01.09.2007.
9. Jammeh B.E., *Prospects and Challenges of Islamic Banking & Finance in United States*, Hochschule für Technik und Wirtschaft, Berlin 2010.
10. Kaber M., *Istota działalności banków islamskich*, „Bank i Kredyt” czerwiec 2000.
11. Karasik T., Wehrey F., Strom S., *Islamic Finance In a Global Context: Opportunities and Challenges*, „Chicago Journal of International Law” Winter 2007, s. 379–396.
12. Karwowski J., *Finanse islamskie a kryzys*, w: *Finanse 2009 – Teoria i praktyka. Bankowość*, Zeszyty Naukowe nr 548, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2009, s. 38–45.
13. Karwowski J., *Sukuk – islamskie certyfikaty inwestycyjne*, w: *Finanse – nowe wyzwania teorii i praktyki. Rynki finansowe*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2011, <http://www.karwowski.edu.pl/attachments/File/papers/-Sukuk.pdf>.
14. Karwowski J., *Zakazy i nakazy w finansach islamskich*, w: *Finanse w niestabilnym otoczeniu – dylematy i wyzwania. Rynki finansowe*, Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Wydziałowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2012, s. 89–99, [http://www.karwowski.edu.pl/attachments/File/papers/Zakazy\\_i\\_nakazy\\_w\\_finansach\\_islamskich.pdf](http://www.karwowski.edu.pl/attachments/File/papers/Zakazy_i_nakazy_w_finansach_islamskich.pdf).
15. Kettel B., *Introduction to Islamic banking and finance*, JohnWiley & Sons, 2011.

16. Kracik J., *Kredyt i lichwa jako zjawiska społeczne*, [http://szady.prv.pl/teksty/kracik\\_kredyt\\_i\\_lichwa.pdf](http://szady.prv.pl/teksty/kracik_kredyt_i_lichwa.pdf).
17. Kurek R., *Muzułmańskie ubezpieczenia na życie*, „Wiadomości Ubezpieczeniowe” 02.2010, s. 133–149, <http://www.piu.org.pl/public/upload/ibrowser/WU/Wiado2-net.pdf>.
18. Molyneux P., *Banking and financial systems in the Arab world*, Palgrave Macmilan, New York 2005.
19. Musa H., Musova Z., *Islamic Banks versus Conventional Banking Systems*, VSB-TU, Ostrava 2009.
20. Nowak P., *Sukuk – alternatywne źródło pozyskiwania kapitału*, „Master of Business Administration” 2010, no. 5, s. 46–60,
21. *Początki i rozwój finansów islamskich*, „Parkiet” 31.12.2002.
22. Rammal H.G., *Financing through Musharaka: Principles and Applications*, Business Quest 2004.
23. *Savings and souls; Islamic finance*, „The Economist” 06.09.2008.
24. Usmani M.I., *Meezanbank's Guide to Islamic Banking*, Karachi 2002, <http://islamic-bookslibrary.wordpress.com/2012/02/07/meezan-banks-guide-to-islamic-banking-by-shaykh-mufti-imran-ashraf-usmani/>.
25. Wilson R., *Why Islamic Banking is Successful?*, [http://www.isdbforum.org/Subjects/Islam\\_and\\_the\\_Financial\\_Crisis/rwilson.pdf](http://www.isdbforum.org/Subjects/Islam_and_the_Financial_Crisis/rwilson.pdf).

### **Materiały internetowe [data dostępu: 01.03.2013]**

1. <http://bptr.com.pl/?zakat-i-saum,27>.
2. <http://dinarstandard.com/tag/islamic-finance/>.
3. <http://investvine.com/asian-demand-to-drive-qatar-sukuk/>.
4. <http://m.obserwatorfinansowy.pl/forma/analizy/murabaha-czyli-jak-prowadzic-bank-zgodnie-z-koranem/>.
5. <http://szady.prv.pl/teksty/kracik,%20kredyt%20i%20lichwa.pdf>.
6. [http://www.aaofii.com/aaofii\\_sb\\_sukuk\\_Feb2008\\_Eng.pdf](http://www.aaofii.com/aaofii_sb_sukuk_Feb2008_Eng.pdf).
7. <http://www.bfg.pl/analizy-sytuacji-w-sektorze-bankowym>.
8. [http://www.deloitte.com/view/en\\_XD/xd/glossary/index.htm](http://www.deloitte.com/view/en_XD/xd/glossary/index.htm).
9. [http://www.ekf.vsb.cz/miranda2/export/sitesroot/ekf/konference/cs/okruhy/frpfi/rocnik-2009/prispevky/dokumenty/Musa\\_Hussam-Musova.pdf](http://www.ekf.vsb.cz/miranda2/export/sitesroot/ekf/konference/cs/okruhy/frpfi/rocnik-2009/prispevky/dokumenty/Musa_Hussam-Musova.pdf).<http://biznes.pwn.pl/haslo/3932326/lichwa.html>.
10. [http://www.forbes.com/2008/04/21/islamic-finance-sharia-islamic-finance-islamicfinance08-cx\\_ee\\_mn\\_0421islam\\_land.html](http://www.forbes.com/2008/04/21/islamic-finance-sharia-islamic-finance-islamicfinance08-cx_ee_mn_0421islam_land.html).

11. <http://www.gf24.pl/2859/midzy-rib-zakat-a-koranem-czyli-potga-finansow-arabskich-cz-ii>.
12. <http://www.gf24.pl/286/midzy-rib-zakat-a-koranem-czyli-potga-finansow-arabskich-cz-i> [http://www.grailresearch.com/pdf/ContentPodsPdf/Islamic\\_Finance\\_Overview.pdf](http://www.grailresearch.com/pdf/ContentPodsPdf/Islamic_Finance_Overview.pdf).
13. [http://www.isdbforum.org/Subjects/Islam\\_and\\_the\\_Financial\\_Crisis/rwilson.pdf](http://www.isdbforum.org/Subjects/Islam_and_the_Financial_Crisis/rwilson.pdf).
14. [http://www.islamic-banking.com/murabaha\\_sruling.aspx](http://www.islamic-banking.com/murabaha_sruling.aspx).
15. <http://www.kantakji.com/fiqh/Files/Banks/90017.pdf>.
16. [http://www.kantakji.com/fiqh/Files/Banks/ISLAMICBANKINGIN\\_111.DOC](http://www.kantakji.com/fiqh/Files/Banks/ISLAMICBANKINGIN_111.DOC)
17. [http://www.nzibo.com/IB2/Meezan\\_Islamic\\_Banking.pdf](http://www.nzibo.com/IB2/Meezan_Islamic_Banking.pdf).
18. <http://www.obserwatorfinansowy.pl/2010/09/15/isla.mska-odpowiedz-na-problemy-finansowe-swiata/>.
19. <http://www.racjonalista.pl/kk.php/s,7973>.
20. <http://www.relbanks.com/worlds-top-banks/assets>.
21. <http://www.umt.edu.pk/icobm2012/pdf/2C-95P.pdf><http://storyofpakistan.com/islamization-under-general-zia-ul-haq/>.
22. <http://www.westga.edu/~bquest/2004/musharaka.htm>.
23. <http://www.zawya.com/>.

Krzysztof Borowski  
Kolegium Zarządzania i Finansów  
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

# Analiza wybranych efektów sezonowości stóp zwrotu na przykładzie kursu walutowego USD/PLN w okresie 04.01.1993–30.06.2012

## 1. Wprowadzenie

Problemem efektywności rynków finansowych, a w szczególności rynków akcji, zajmowała się cała rzesza analityków, co w konsekwencji przerodziło się w całkiem pokaźny zestaw publikacji poświęconych temu zagadnieniu. W wielu pracach empirycznych zajmujących się analizą szeregów czasowych stóp zwrotu i cen akcji, stwierdzono występowanie statystycznie istotnych efektów kalendarzowych oraz efektów związanych z wielkością spółek. Efekty te noszą nazwę „anomalii”<sup>1</sup>, ponieważ ich występowanie świadczy przeciw efektywności rynku. Do grupy tzw. efektów kalendarzowych można zaliczyć m.in.<sup>2</sup>:

**Efekty dni tygodnia** – osiągnięcie niższych stóp zwrotu przez indeksy giełdowe w poszczególne dni tygodnia. Jedną z licznych prac poświęconych temu efektowi jest opracowanie Y. Hirscha, który w wyniku badania zachowania się indeksu S&P 500 w okresie: czerwiec 1952–czerwiec 1985 r., wykazał, że w 57% przypadków zamknięcie indeksu w poniedziałek było niższe od zamknięcia indeksu w poprzedzający go piątek (ang. *weekend efekt*). Z kolei w pozostałe dni tygodnia obserwowano tendencję

---

<sup>1</sup> Omówienie większości anomalii spotykanych na rynkach kapitałowych można znaleźć m.in. w E. Simson, *Stock market anomalies*, Cambridge University Press, Cambridge 1988.

<sup>2</sup> Szersze omówienie efektów kalendarzowych można znaleźć m.in. w: J. Nowakowski, K. Borowski, *Zastosowanie teorii Carolana i Fischera na rynku kapitałowym*, Difin, Warszawa 2005, s. 317–334.

do wyższego zamknięcia w stosunku do zamknięcia indeksu z dnia poprzedniego: wtorki – 43%, środa – 55,6%, czwartek – 52,6%, piątek – 58%<sup>3</sup>. Efekt dnia tygodnia na rynku amerykańskim został także zaprezentowany w pracach m.in. J. Jaffie, R. Westerfield, C. Ma<sup>4</sup>, K. French'a<sup>5</sup>, J. Lakonishok i E. Maberly<sup>6</sup>, a na rynkach zagranicznych przez m.in. K. Kato, S. Schwarz, W. Ziembę<sup>7</sup>. Na polskim rynku tego typu badania przeprowadził m.in. S. Buczek<sup>8</sup> oraz A. Szyszka<sup>9</sup>.

**Efekty miesięczne** – osiągnięcie przez portfel replikujący określony indeks giełdowy wyższych stóp zwrotu w poszczególnych miesiącach. Do najbardziej popularnych należy tzw. efekt stycznia, tj. tendencja do wzrostów indeksów giełdowych w pierwszym miesiącu roku. Na rynku brytyjskim występuje też tzw. efekt kwietnia<sup>10</sup>. Na polskim rynku wydawniczym dostępna jest książka J. Bernsteina, w której autor na podstawie analizy zachowań akcji na rynku amerykańskim w latach 1940–1989 podał zależności występujące pomiędzy stopami zwrotu w poszczególnych miesiącach<sup>11</sup>. Współczesne badania A. Gu<sup>12</sup> oraz W. Schwerta<sup>13</sup> wskazują, że w ostatnich dwu dekadach XX w. zjawisko miesiąca roku było dużo słabsze, co mogłoby sugerować, że jego odkrycie i upowszechnienie w literaturze światowej przyczyniło się do wzrostu efektywności rynku.

<sup>3</sup> Y. Hirsch, *Don't sell stock on Monday*, Penguin Books, New York 1987.

<sup>4</sup> J. Jaffie, R. Westerfield, C. Ma, *A twist on Monday effect in stock prices: evidence from the US and foreign stock markets*, „Journal of Banking and Finance” 1989, no. 15, s. 641–650.

<sup>5</sup> K. French, *Stock returns and weekend effect*, „Journal of Financial Economics” 1980, no. 8, s. 55–69.

<sup>6</sup> J. Lakonishok, E. Maberly, *The weekend effect: trading patterns of individual and institutional investors*, „Journal of Finance” 1990, vol. 45, no. 1, s. 231–243.

<sup>7</sup> K. Kato, S. Schwarz, W. Ziemba, *Day of the weekend effects in Japanese stocks*, „Japanese Capital Markets” Ballinger, New York 1990, s. 249–281.

<sup>8</sup> S. Buczek, *Efektywność informacyjna rynków akcji. Teoria a rzeczywistość*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2005, s. 51–55.

<sup>9</sup> A. Szyszka, *Wycena papierów wartościowych na rynku kapitałowym w świetle finansów behawioralnych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2007, s. 141–146.

<sup>10</sup> Omówienie tych efektów można znaleźć m.in. w pracach:

- M. Rozeff, W. Kinney, *Capital market seasonality: the case of stock returns*, „Journal of Financial Economics” 1976, no. 3, s. 379–402. W okresie 1994–1974 średnia roczna stopa zwrotu indeksu giełdowego z równymi wagami spółek wchodzących w jego skład wynosiła 0,5%, podczas gdy w styczniu ukształtowała się na poziomie 3,5%.
- A. Corhay, G. Hawawini, P. Michel, *Stock market anomalies*, Cambridge University Press, Cambridge 1988. Autorzy wykazali, że najwyższa stopa zwrotu uzyskiwana przez ceny akcji spółek o małej kapitalizacji miała miejsce w maju.

<sup>11</sup> J. Bernstein, *Cykle giełdowe*, WIG-Press, Warszawa 1996.

<sup>12</sup> A. Gu, *The declining January effect: evidence from U. S. equity markets*, „Quarterly Review of Economics and Finance” 2003, vol. 43, no. 2, s. 395–404.

<sup>13</sup> W. Schwert, *Anomalies and market efficiency*, Simon School of Business Working Paper no. FR 02–13, 2002.

**Inne efekty sezonowe** – np. tendencja do uzyskiwania przez indeksy giełdowe wyższych stóp zwrotu w pierwszej połowie miesiąca niż w drugiej<sup>14</sup>.

W literaturze przedmiotu można spotkać stwierdzenia, że o ile rynek akcji jest niejako predestynowany do występowania na nim szeregu anomalii, o tyle rynek walutowy jest rynkiem najbardziej efektywnym spośród wszystkich rynków<sup>15</sup>. Dlatego też zagadnieniu efektywności kursów walutowych poświęcono znaczenie mniej opracowań naukowych niż rynkowi akcji. Problematyka efektywności rynku walutowego była podnoszona m.in. w pracach G. Oh, S. Kim i C. Eom, którzy za pomocą zjawiska *approximate entropy*<sup>16</sup> przeanalizowali indeksy walutowe w 17 krajach w okresie od 1984 do 1998 r. i od 1999 do 2004 r. Autorzy doszli do wniosku, że rynki charakteryzujące się większą płynnością są jednocześnie w wyższej mierze efektywne od rynków, na których obserwowana jest niższa płynność<sup>17</sup>. K. Aydogan i B. Booth wykazali, że w latach 1984–1994 stopa zwrotu tureckiej liry do dolara amerykańskiego i marki niemieckiej była wyższa w środy niż w inne dni tygodnia<sup>18</sup>. Efekty kalendarzowe występowały silniej w latach 1990–1994 niż w okresie: 1986–1989. Efektem weekendowym kursu rupii indyjskiej do dolara amerykańskiego w okresie styczeń 1998–kwiecień 2010 zajmowali się w swojej pracy G. Chakrabarti i C. Sen<sup>19</sup>. Z kolei J. McFarland, R. Pettit i S. Sung udowodnili, że najwyższe stopy zwrotu dolara amerykańskiego do 17 innych walut miały miejsce w poniedziałki i środy, a najniższe w czwartki i piątki<sup>20</sup>. Podobne

---

<sup>14</sup> Zagadnienie to zostało poruszone m.in. w pracach: R. Ariel, *A monthly effect in stock returns*, „Journal of Financial Economics” 1987, no. 17, s. 174–181; C. Kim, J. Park, *Holiday effects and stock returns: further evidence*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1994, no. 29, s. 145–157.

<sup>15</sup> K. Froot, R. Thaler, *Anomalies: foreign exchange*, „Journal of Economic Perspectives” 1990, vol. 4, s. 179–192.

<sup>16</sup> Metoda ta została szczegółowo omówiona w pracach:

- S. Pincus, *Approximate entropy as a measure of system complexity*, „Proceedings of the National Academy of Science of the USA” 1991, vol. 88, s. 2297–2301.
- S. Pincus, W. Huang, *Approximate entropy, statistical properties and applications*, „Communications in Statistics”, Part A „Theory and methods” 1992, vol. 21, s. 3061–3077.
- S. Pincus, R. Kalman, *Not all (possibly) „random” sequences are created equal*, „Proceedings of the National Academy of Science of the USA” 1997, vol. 94, s. 3513–3518.
- S. Pincus, B. Singer, *Randomness and degrees of irregularity*, „Proceedings of the National Academy of Science of the USA” 1996, vol. 93, s. 2083–2088.

<sup>17</sup> G. Oh, S. Kim, C. Eom, *Market efficiency in foreign exchange markets*, *Physica A*, 2007, vol. 382, s. 209–212.

<sup>18</sup> K. Aydogan, B. Booth, *Calendar anomalies in the Turkish foreign exchange markets*, Working Paper, Bilkent University, 1999.

<sup>19</sup> G. Chakrabarti, C. Sen, *Volatility regimes and calendar anomaly in foreign exchange market*, „International Journal of Applied Economics and Finance” 2011, vol. 5, s.: 97–113.

<sup>20</sup> J. McFarland, R. Pettit, S. Sung, *The distribution of foreign exchange price changes: Trading day effects and risk measurement*, „Journal of Finance” 1982, vol. 37, s. 693–715.



wyniki otrzymał w swoich badaniach J. So<sup>21</sup>. Występowanie efektów kalendarzowych na amerykańskim rynku walutowym zostało także wykazane w pracy M. Cornett, T. Schwarz i A. Szakmary<sup>22</sup>. D. Hsieh na podstawie analizy wartości średnich stóp zwrotu i wariancji dla pięciu kursów walutowych udowodnił, że wartości są różne w różne dni tygodnia<sup>23</sup>. H. Bessembinder pokazał, że kursy walutowe *spot* i *forward* charakteryzują się wyższym *spreadem* pomiędzy kursem *bid* a *ask* w piątki<sup>24</sup>. Do podobnych wniosków doszli w swoich pracach D. Glassman, a także J. Breuer<sup>25</sup>. G. Tang w swojej pracy dowiódł, że występowanie efektu dnia tygodnia na rynku walutowym jest kluczowym czynnikiem w procesie dywersyfikacji portfela walutowego. Jego zdaniem, wartości skośności i kurtozy stóp zwrotu na rynku walutowym różnią się od siebie w poszczególne dni tygodnia<sup>26</sup>. M. Ke, Y. Chiang i T. Liao przedstawili występowanie efektu dnia tygodnia w ciągu pierwszych trzech dni tygodnia na rynku tajwańskim<sup>27</sup>. B. Hakan, M. Coskun i A. Sahin wykazali występowanie tego efektu na rynku tureckim<sup>28</sup>. Z kolei N. Yamori i P. Mourdoukow pokazali, że o ile efekt dnia tygodnia był doskonale widoczny na rynku Jen/USD w latach 1973–1989, o tyle efekt ten nie występował od 1990 r.<sup>29</sup> Analogiczne badania zostały przeprowadzone przez N. Yamori i Y. Kurihara dla 29 walut<sup>30</sup>. Według nich, efekt dnia tygodnia został odnotowany w latach 80. XX w. na kursach niektórych spośród 29 walut do dolara amerykańskiego, jednakże efekt ten zniknął po 1990 r.

---

<sup>21</sup> J. So, *The distribution of foreign exchange price changes: Trading day effects and risk measurement: A comment*, „Journal of Finance” 1987, vol. 42, s. 181–188.

<sup>22</sup> M. Cornett, T. Schwarz, A. Szakmary, *Seasonalities and intraday return patterns in the foreign currency futures market*, „Journal of Banking and Finance” 1995, vol. 19, s. 843–869.

<sup>23</sup> D. Hsieh, *The statistical properties of daily foreign exchange rates: 1974–1983*, „Journal of International Economics” 1998, vol. 24, s. 129–145.

<sup>24</sup> H. Bessembinder, *Bid/ask spreads in the interbank foreign exchange markets*, „Journal of Financial Economics” 1994, vol. 35, s. 317–348.

<sup>25</sup> D. Glassman, *Exchange rate risk and transactions costs: evidence from bid-ask spreads*, „Journal of International Money and Finance” 1987, vol. 6, s. 479–490 oraz J. Breuer, *Day-of-week effects in tests of forward foreign exchange rate unbiasedness*, „International Journal of Finance and Economics” 1999, vol. 4, s. 193–204.

<sup>26</sup> G. Tang, *Impact of the day-of-the-week effect on diversification and exchange rate risks*, „International Business Review” 1997, vol. 6, s. 35–51.

<sup>27</sup> M. Ke, Y. Chiang, T. Liao, *Day-of-the-week effect in the Taiwan foreign exchange market*, „Journal of Banking and Finance” 2007, vol. 31, s. 2847–2865.

<sup>28</sup> B. Hakan, M. Coskun, A. Sahin, *Day of the week effect on foreign exchange market volatility: evidence from Turkey*, „Research in International Business and Finance” 2007, vol. 21, s. 87–97.

<sup>29</sup> N. Yamori, P. Mourdoukow, *Does the day-of-the-week effect in foreign currency markets disappear: evidence from the Yen/Dollar market*, „International Finance Review” 2003, vol. 4, s. 447–463.

<sup>30</sup> N. Yamori, Y. Kurihara, *The day-of-the-week effect in foreign exchange markets: multi-currency evidence*, „Research in International Business and Finance” 2004, vol. 18, s. 51–57.



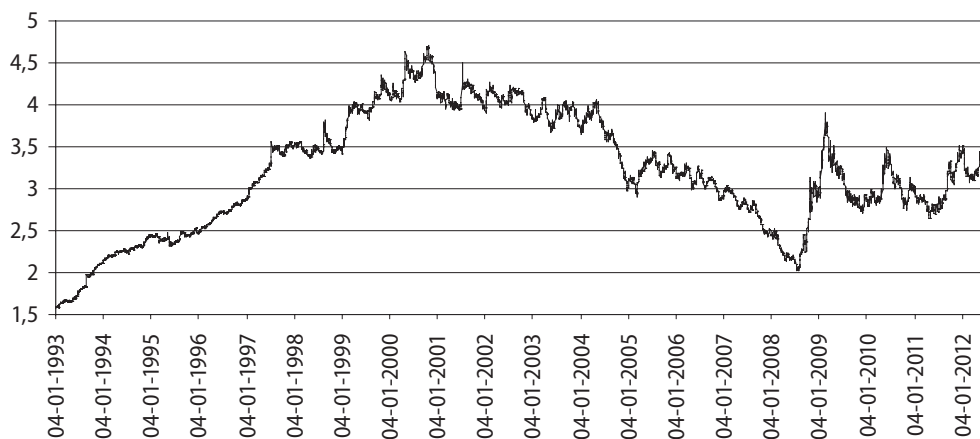
Celem niniejszego artykułu jest zbadanie występowania wybranych efektów sezonowości w przypadku kursu walutowego USD/PLN, a w szczególności obliczenie średniej arytmetycznej i średniej geometrycznej stopy zwrotu dla tej pary walutowej w poszczególne dni tygodnia, dni miesiąca oraz we wszystkich miesiącach roku. Hipotezę badawczą można sformułować w sposób następujący: na rynku pary walutowej USD/PLN w okresie 04.01.1993–30.06.2012 występowały wybrane efekty sezonowości. Badania przeprowadzone zostały dla kursu ogłaszanego przez NBP w okresie od 04.01.1993–30.06.2012 r., tj. dla 4931 obserwacji. Maksymalna dzienna stopa zwrotu dla pary walutowej USD/PLN w tym okresie wynosiła 7,54%, a minimalna była ujemna i równa  $-6,53\%$ . Średnia arytmetyczna stopa zwrotu ukształtowała się na poziomie 0,0192%, a średnia geometryczna stopa zwrotu była również dodatnia i wyniosła 0,0155%. Odchylenie standardowe arytmetycznych i geometrycznych stóp zwrotu w analizowanym okresie było równe odpowiednio: 0,0840% i 0,0844%. Współczynniki skośności i kurtozy arytmetycznych stóp zwrotu były równe odpowiednio: 0,5762 i 7,7363.

## 2. Wartości średnich stóp zwrotu w poszczególne dni tygodnia

Kurs walutowy USD/PLN w okresie 04.01.1993–30.06.2012 został przedstawiony na rysunku 1, a dzienne, arytmetyczne stopy zwrotu na rysunku 2. Na uwagę zasługuje wysoka zmienność kursu od sierpnia 2008 r. w stosunku do okresów wcześniejszych. Największa ujemna stopa zwrotu ( $-6,53\%$ ) miała miejsce 07.05.2010 r. A zatem ostatni kryzys finansowy znalazł także swoje odbicie w dziennej zmienności kursu USD/PLN. Najwyższa dodatnia stopa zwrotu (7,54%) pochodzi jeszcze z sierpnia 1993 r. Średnia wartość arytmetycznych stóp zwrotu w poszczególne dni tygodnia została przedstawiona na rysunku 3, a geometrycznych stóp zwrotu na rysunku 4. Analiza średnich arytmetycznych i średnich geometrycznych stóp zwrotu w poszczególne dni tygodnia prowadzi do następujących obserwacji. W ciągu tygodnia średnia arytmetyczna i geometryczna stopa zwrotu były dodatnie w następujące cztery dni: poniedziałek, środy i czwartki. Najwyższa arytmetyczna stopa zwrotu wystąpiła w poniedziałki i była równa 0,0462%. Na drugim i trzecim miejscu uplasowały się stopy zwrotu w środy i czwartki, które wyniosły odpowiednio: 0,0423% i 0,0258%. Średnie arytmetyczne stopy zwrotu w poniedziałki i środy są porównywalne i blisko dwukrotnie wyższe niż średnia arytmetyczna stopa zwrotu we czwartki. Średnie arytmetyczne stopy zwrotu we wtorki i piątki okazały się ujemne i wyniosły odpowiednio:  $-0,0148\%$  i  $-0,0202\%$ .

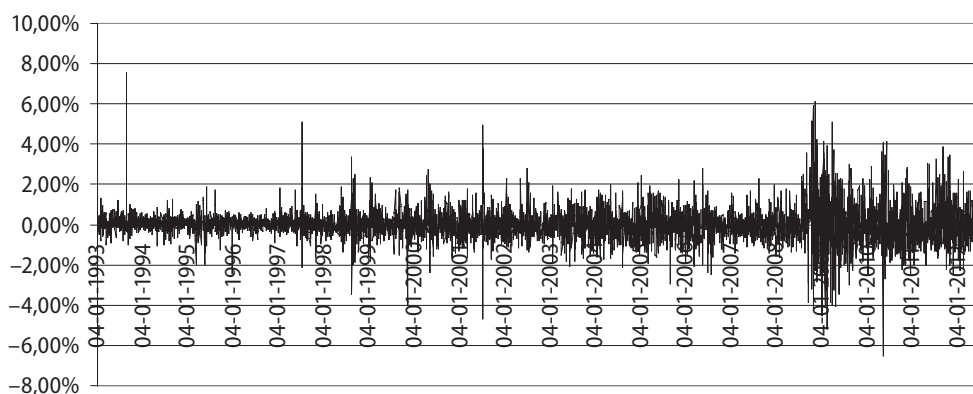
Podobne zależności występują także w przypadku geometrycznych stóp zwrotu. Średnie dodatnie geometryczne stopy zwrotu zostały odnotowane w poniedziałki (0,0496%), środy (0,0457%) i czwartki (0,0295%). Średnie ujemne stopy zwrotu wystąpiły we wtorki (-0,0113%) i piątki (-0,161%).

**Rysunek 1. Kurs USD/PLN w okresie 04.01.1993–30.06.2012**



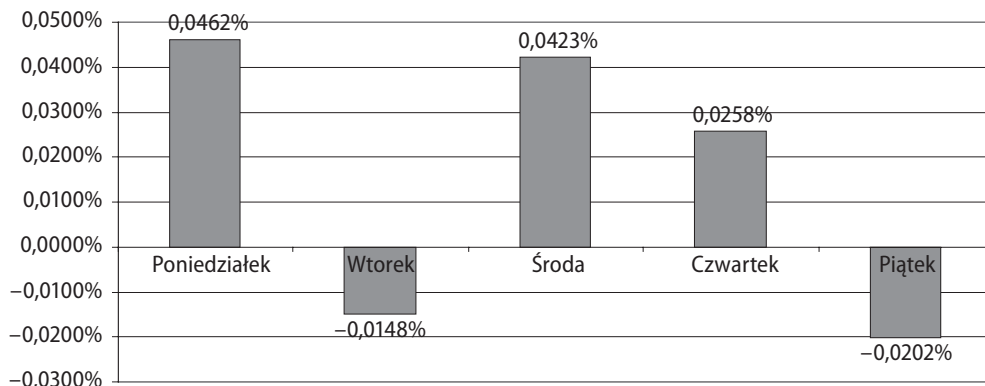
Źródło: opracowanie własne.

**Rysunek 2. Dienne, arytmetyczne stopy zwrotu kursu USD/PLN w okresie 04.01.1993–30.06.2012**



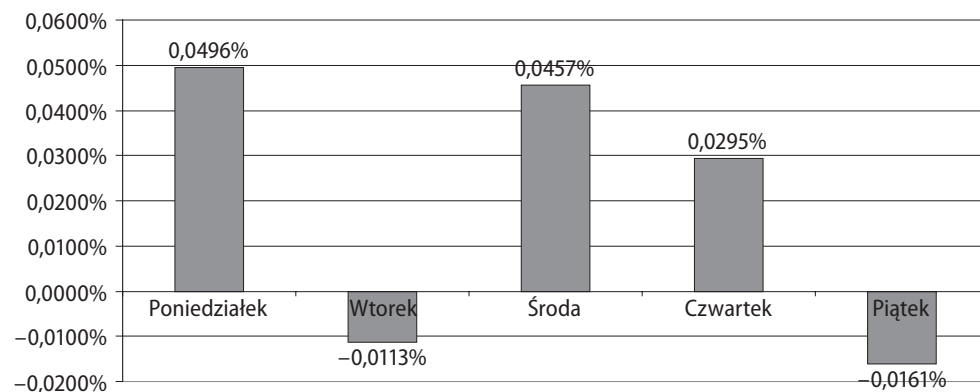
Źródło: opracowanie własne.

**Rysunek 3. Średnia arytmetyczna stopa zwrotu pary walutowej USD/PLN w poszczególne dni tygodnia (badanie przeprowadzono w okresie 04.01.1993–30.06.2012)**



Źródło: opracowanie własne.

**Rysunek 4. Średnia geometryczna stopa zwrotu pary walutowej USD/ PLN w poszczególne dni tygodnia (badanie przeprowadzono w okresie 04.01.1993–30.06.2012)**



Źródło: opracowanie własne.

W tabeli 1 została przedstawiona liczebność dodatnich i ujemnych arytmetycznych stóp zwrotu w poszczególne dni tygodnia. Najwyższa częstość występowania dodatnich stóp zwrotu została odnotowana w środy – 52,07%. Na drugim i trzecim miejscu uplasowały się sesje wtorkowe i poniedziałkowe, w czasie których częstość

występowania dodatnich stóp zwrotu była równa odpowiednio: 51,21% i 51,09%. Z kolei w piątki i czwartki miała miejsce przewaga większej liczby ujemnych stóp zwrotu – odpowiednio: 52,08% i 51,19%.

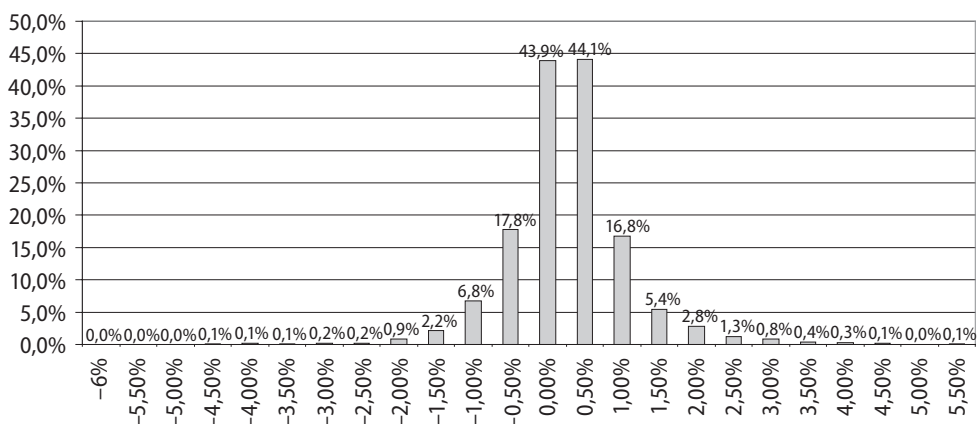
**Tabela 1. Ilość i częstość występowania dodatnich i ujemnych arytmetycznych stóp zwrotu pary walutowej USD/PLN (badanie przeprowadzono w okresie 04.01.1993–30.06.2012)**

	Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
Dodatnie stopy zwrotu	490	507	516	472	464
Ujemne stopy zwrotu	469	483	475	495	519
Częstość występowania dodatnich stóp zwrotu	51,09%	51,21%	52,07%	48,81%	47,20%
Częstość występowania ujemnych stóp zwrotu	48,91%	48,79%	47,93%	51,19%	52,80%

Źródło: opracowanie własne.

Na rysunku 5 została przedstawiona częstość występowania poszczególnych stóp zwrotu w przedziale od minus 6% do plus 6%, w którym szerokość przedziału wynosiła 0,5 punktu procentowego. Najliczniejszym przedziałem okazał się przedział od 0,5% od 1%, w którym odnotowano 44,1% wszystkich stóp zwrotu. Z kolei w przedziale od 0% do 0,5% obserwowanych było 43,9% wszystkich stóp zwrotu.

**Rysunek 5. Częstość występowania stóp zwrotu w przedziale  $\langle -6\% 6\% \rangle$  i szerokości przedziału 0,5 punktu procentowego (badanie przeprowadzono w okresie 04.01.1993–30.06.2012)**



Źródło: opracowanie własne.

### 3. Wartość średniej stopy zwrotu w poszczególne dni miesiąca

Średnie arytmetyczne i geometryczne stopy zwrotu zostały zaprezentowane w tabeli 2 oraz na rysunkach 6 i 7. Średnie arytmetyczne stopy zwrotu były dodatnie w 19 dniach miesiąca, a geometryczne w 17. Ujemne stopy zwrotu w przypadku stóp arytmetycznych wystąpiły w 12 dniach, a w przypadku geometrycznych w 14.

**Tabela 2. Średnie arytmetyczne i średnie geometryczne stopy zwrotu w poszczególne dni miesiąca w procentach (badanie przeprowadzono w okresie 04.01.1993–30.06.2012)**

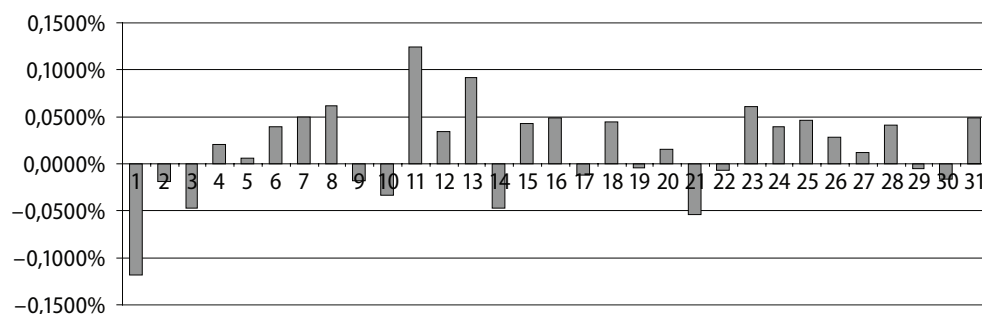
Dzień tygodnia	Geometryczna	Arytmetyczna	Dzień tygodnia	Geometryczna	Arytmetyczna
1	-0,1187%	-0,1146%	17	-0,0122%	-0,0090%
2	-0,0191%	-0,0150%	18	0,0443%	0,0474%
3	-0,0474%	-0,0444%	19	-0,0040%	0,0007%
4	0,0209%	0,0238%	20	0,0158%	0,0188%
5	0,0063%	0,0099%	21	-0,0536%	-0,0510%
6	0,0397%	0,0425%	22	-0,0066%	-0,0026%
7	0,0496%	0,0541%	23	0,0611%	0,0649%
8	0,0615%	0,0645%	24	0,0393%	0,0423%
9	-0,0180%	-0,0144%	25	0,0462%	0,0486%
10	-0,0338%	-0,0292%	26	0,0279%	0,0303%
11	0,1244%	0,1285%	27	0,0117%	0,0162%
12	0,0345%	0,0399%	28	0,0412%	0,0444%
13	0,0920%	0,0953%	29	-0,0049%	-0,0014%
14	-0,0470%	-0,0438%	30	-0,0164%	-0,0125%
15	0,0427%	0,0463%	31	0,0489%	0,0522%
16	0,0491%	0,0530%			

Źródło: opracowanie własne.

Najwyższa dodatnia średnia geometryczna i arytmetyczna stopa zwrotu przypadła na 11. dzień każdego miesiąca i wyniosła odpowiednio 0,1244% i 0,1285%. Na drugim miejscu wśród dodatnich stóp zwrotu, uplasowała się stopa zwrotu przypadająca na dzień 13. każdego miesiąca, która dla stóp geometrycznych była równa 0,0920%, a dla stóp arytmetycznych wyniosła 0,0953%.

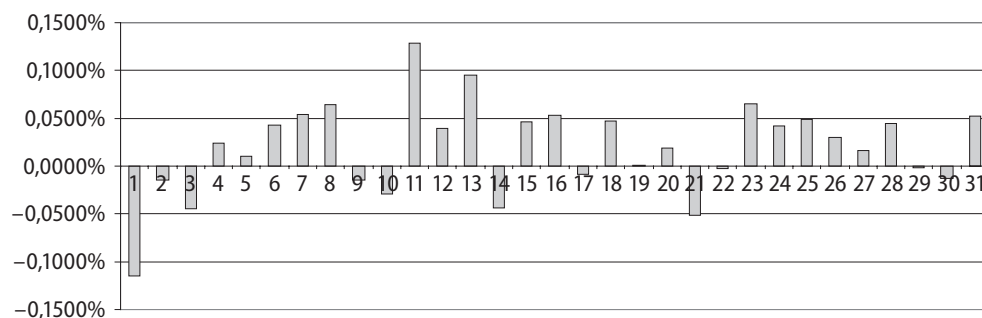
Z kolei najniższe ujemne stopy zwrotu miały miejsce w 1. dniu każdego miesiąca i wyniosły odpowiednio dla średniej geometrycznej i arytmetycznej  $-0,1187\%$  i  $-0,1146\%$ . W przypadku ujemnych stóp zwrotu, na drugim miejscu uplasowały się stopy zwrotu z 21. dnia każdego miesiąca – średnia geometryczna i arytmetyczna stopa zwrotu w tym dniu miesiąca wyniosły odpowiednio:  $-0,0536\%$  i  $-0,0510\%$ .

**Rysunek 6. Średnia geometryczna stopa zwrotu pary walutowej USD/PLN w poszczególne dni miesiąca (badanie przeprowadzono w okresie 04.01.1993–30.06.2012)**



Źródło: opracowanie własne.

**Rysunek 7. Średnia arytmetyczna stopa zwrotu pary walutowej USD/PLN w poszczególne dni miesiąca (badanie przeprowadzono w okresie 04.01.1993–30.06.2012)**



Źródło: opracowanie własne.

**Tabela 3. Wartości i dni miesiąca, w których przypadają maksymalne i minimalne stopy zwrotu (badanie przeprowadzono w okresie 04.01.1993–30.06.2012)**

	Maksimum	Minimum	Dzień maksimum	Dzień minimum
Geometryczna	0,1244%	-0,1187%	11	1
Arytmetyczna	0,1285%	-0,1146%	11	1

Źródło: opracowanie własne.

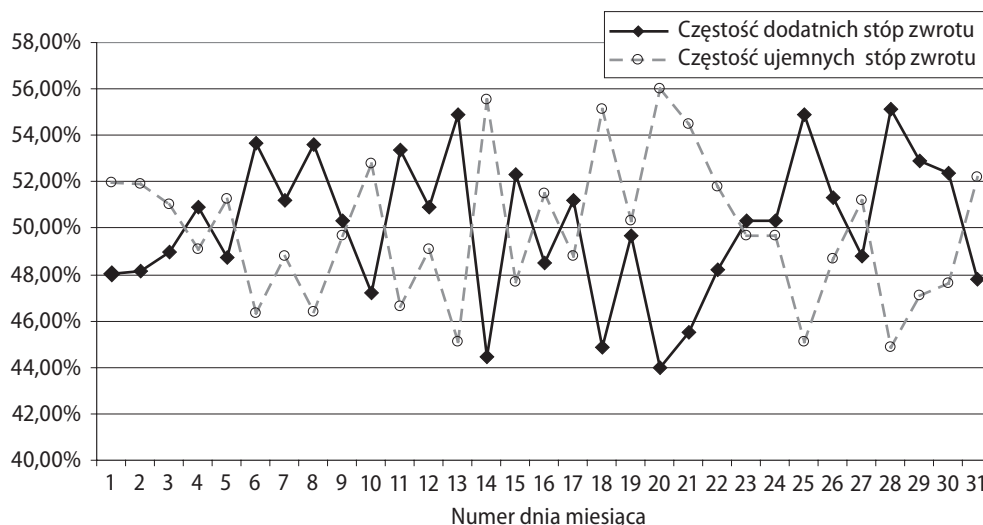
**Tabela 4. Średnia arytmetyczna i geometryczna stopa zwrotu w I i II połowie miesiąca (badanie przeprowadzono w okresie 01.1993–06.2012)**

	Arytmetyczna	Geometryczna
I połowa miesiąca (1–15)	0,0162%	0,0125%
II połowa miesiąca (16–31)	0,0214%	0,0180%

Źródło: opracowanie własne.

Analizując stopy zwrotu w pierwszej i drugiej połowie miesiąca, można zauważyć, że stopa zwrotu w drugiej połowie miesiąca była wyższa od stopy zwrotu w pierwszej połowie miesiąca (por. tabela 4). Średnia geometryczna stopa zwrotu w drugiej połowie miesiąca była równa 0,0180%, podczas gdy w pierwszej połowie – 0,0125%. W przypadku średnich arytmetycznych stóp zwrotu w drugiej połowie miesiąca były one równe 0,0214%, a w pierwszej 0,0162%. Różnica stóp zwrotu w pierwszej i drugiej połowie miesiąca, liczona w wartościach bezwzględnych, wyniosła dla stóp geometrycznych 0,0055 pkt. proc., a dla stóp arytmetycznych 0,0052 pkt. proc. Na koniec można podać częstotliwość występowania dodatniej i ujemnej stopy zwrotu w danym dniu miesiąca. Najwięcej razy w analizowanym okresie dodatnia arytmetyczna stopa zwrotu wystąpiła w 28. dniu miesiąca (91 przypadków na 165–55,15%), a następnie w 25. dniu miesiąca (84 na 153 przypadków – 54,90%) oraz w 13. dniu miesiąca (94 na 164 przypadki – 54,88%). W przypadku arytmetycznych ujemnych stóp zwrotu najwięcej razy ujemna stopa zwrotu pojawiła się w 20. dniu miesiąca (93 razy na 166 przypadków – 56,02%), a także w dniach 14. (90 na 162 przypadki – 55,56%) i 18. (91 na 165 przypadków – 55,15%) każdego miesiąca (por. rysunek 8).

**Rysunek 8. Częstość występowania dodatnich i ujemnych stóp zwrotu pary walutowej USD/PLN w poszczególne dni miesiąca (badanie przeprowadzono w okresie 04.01.1993–30.06.2012)**



Źródło: opracowanie własne.

#### 4. Wartość średniej stopy zwrotu w poszczególnych miesiącach

Wartości średniej arytmetycznej i geometrycznej stopy zwrotu w poszczególnych miesiącach zostały przedstawione na rysunkach 9 i 10.

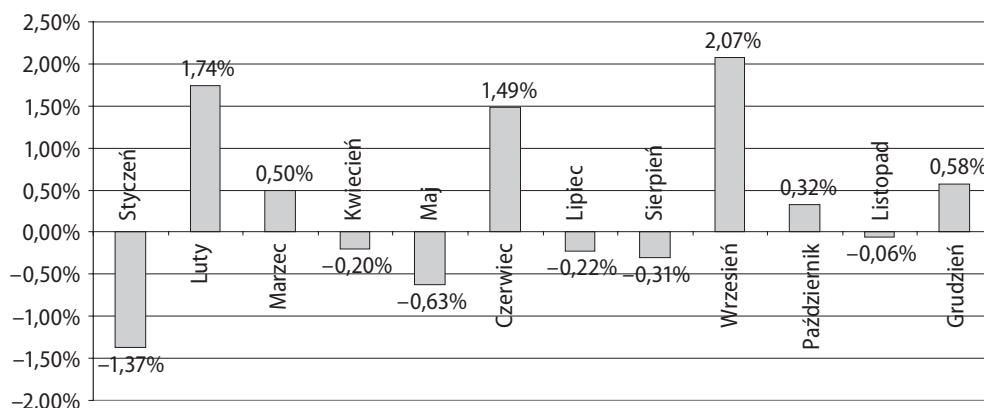
Zarówno średnia arytmetyczna, jak i geometryczna stopa zwrotu w poszczególnych miesiącach były dodatnie w ciągu 6 miesięcy, tj. w miesiącach luty, marzec, czerwiec, wrzesień, październik i grudzień. W przypadku listopada średnia geometryczna stopa zwrotu była ujemna, podczas gdy średnia arytmetyczna stopa zwrotu pozostała dodatnia.

Najwyższa dodatnia stopa zwrotu dla obu rodzajów stóp została odnotowana we wrześniu i wyniosła 2,12% w przypadku stopy arytmetycznej i 2,07% dla stopy geometrycznej. Kolejnym miesiącem, w którym odnotowano najwyższe stopy zwrotu był luty: 1,86% (arytmetyczna) i 1,74% (geometryczna). W przypadku arytmetycznych i geometrycznych stóp zwrotu ich wartości ustaliły się w pobliżu zera (biorąc pod uwagę wartości bezwzględne) w miesiącach: kwietniu, lipcu, sierpniu i listopadzie. We wszystkich tych miesiącach wartość bezwzględna stóp zwrotu była mniejsza niż



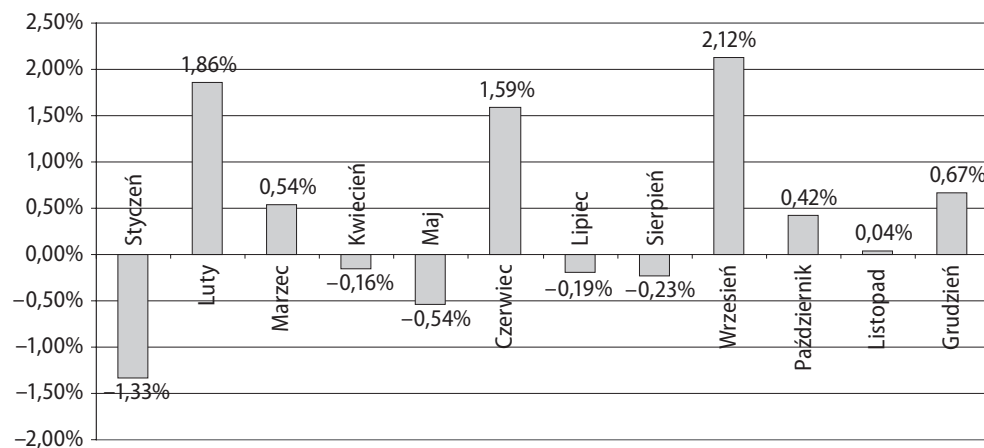
0,31%. Najniższa stopa zwrotu została odnotowana w styczniu i wyniosła  $-1,33\%$  (arytmetyczna) i  $-1,37\%$  (geometryczna). Drugim najgorszym pod względem osiągniętych stóp zwrotu miesiącem był maj – średnia geometryczna stopa zwrotu w tym miesiącu ukształtowała się na poziomie  $-0,63\%$ , a arytmetyczna na  $-0,54\%$ .

**Rysunek 9. Średnia geometryczna stopa zwrotu pary walutowej USD/PLN w poszczególnych miesiącach roku (badanie przeprowadzono w okresie 01.1993–06.2012)**



Źródło: opracowanie własne.

**Rysunek 10. Średnia arytmetyczna stopa zwrotu pary walutowej USD/PLN w poszczególnych miesiącach roku (badanie przeprowadzono w okresie 01.1993–06.2012)**



Źródło: opracowanie własne.

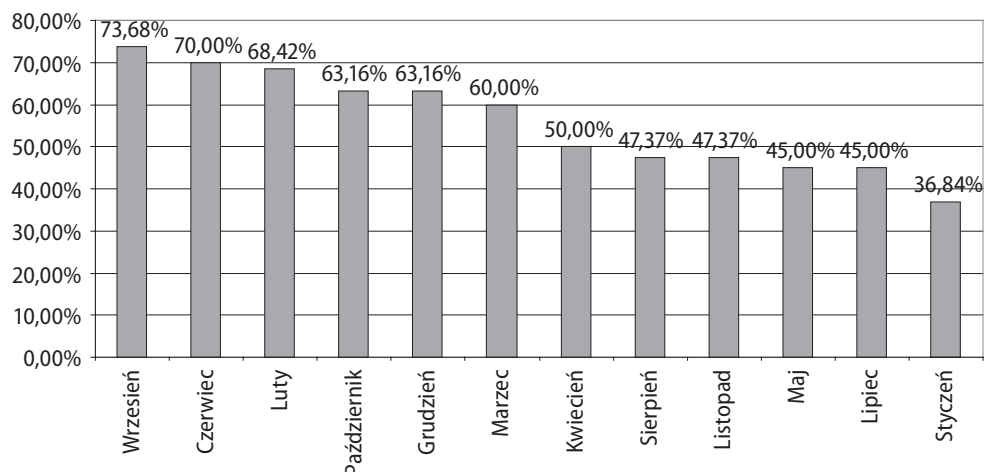
Przyjmując jako kryterium częstość występowania dodatnich arytmetycznych stóp zwrotu w poszczególnych miesiącach, na pierwszym miejscu uplasował się wrzesień (14 razy na 19), na drugim miejscu był czerwiec, kiedy to dodatnia stopa zwrotu miała miejsce 14 razy na 20 przypadków. Aż w siedmiu miesiącach została odnotowana częstość występowania dodatnich stóp zwrotu wyższa lub równa 50%. W przypadku pięciu miesięcy była ona mniejsza niż 50%: sierpień, listopad, maj, lipiec i styczeń, co oznacza, że w tych miesiącach przeważały ujemne stopy zwrotu. Najgorszym miesiącem ze względu na częstość występowania ujemnych stóp zwrotu był styczeń, kiedy to w 12 przypadkach na 19 odnotowano ujemną stopę zwrotu. Drugim najgorszym miesiącem okazał się lipiec – ujemna stopa zwrotu wystąpiła w 11 przypadkach na 20 (por. tabela 5 i rysunek 11).

**Tabela 5. Częstości występowania dodatnich stóp zwrotu pary walutowej USD/PLN w poszczególnych miesiącach (badanie przeprowadzono w okresie 01.1993–06.2012)**

Miesiąc	Liczebność miesięcy, kiedy wystąpiła dodatnia stopa zwrotu	Liczebność miesięcy, kiedy wystąpiła ujemna stopa zwrotu	Odsetek miesięcy z dodatnią stopą zwrotu	Ranking ze względu na odsetek dodatnich stóp zwrotu
Styczeń	7	12	36,84%	12
Luty	13	6	68,42%	3
Marzec	12	8	60,00%	6
Kwiecień	10	10	50,00%	7
Maj	9	11	45,00%	10
Czerwiec	14	6	70,00%	2
Lipiec	9	11	45,00%	10
Sierpień	9	10	47,37%	8
Wrzesień	14	5	73,68%	1
Październik	12	7	63,16%	4
Listopad	9	10	47,37%	8
Grudzień	12	7	63,16%	4

Źródło: opracowanie własne.

**Rysunek 11. Uporządkowania poszczególnych miesięcy ze względu na kryterium częstości występowania dodatnich stóp zwrotu (badanie przeprowadzono w okresie 01.1993–06.2012)**



Źródło: opracowanie własne.

## 5. Efekt weekendowy

Przyjmując założenie nabycia USD za PLN na piątkowej sesji i jego odsprzedaży na sesji poniedziałkowej, można było w analizowanym okresie uzyskać następujące stopy zwrotu: średnia geometryczna ukształtowała się na poziomie  $-0,0142\%$ , a średnia arytmetyczna na poziomie  $-0,0102\%$ . Dodatnia stopa zwrotu wystąpiła w 499 przypadkach na 956, co daje częstość  $47,59\%$ , a ujemna w  $52,41\%$  analizowanych przypadków. Tak więc w przypadku kursu USD/PLN przeważa ujemny efekt weekendowy.

## 6. Podsumowanie

W analizowanym okresie badawczym, tj. od 04.01.1993–30.06.2012, maksymalna dzienna stopa zwrotu dla pary walutowej USD/PLN wynosiła  $7,54\%$ , a minimalna była ujemna i równa  $-6,53\%$ . Średnia arytmetyczna stopa zwrotu ukształtowała się na poziomie  $0,0192\%$ , a średnia geometryczna stopa zwrotu była również dodatnia i wyniosła  $0,0155\%$ . Odchylenie standardowe arytmetycznych i geometrycznych

stóp zwrotu w analizowanym okresie było równe odpowiednio: 0,0840% i 0,0844%. Współczynniki skośności i kurtozy arytmetycznych stóp zwrotu były równe odpowiednio: 0,5762 i 7,7363.

Przedstawione w pracy obliczenia jednoznacznie wskazują na występowanie wybranych efektów sezonowości w przypadku pary walutowej USD/PLN, co jednoznacznie potwierdza postawioną we wstępie hipotezę badawczą. Niektóre z uzyskanych wyników poświadczają obserwacje poczynione przez innych autorów, inne z kolei pozostają cechą wyróżniającą tę parę walutową na tle innych par. O ile w przypadku tureckiej liry, której najwyższa aprecjacja do USD i marki niemieckiej była obserwowana we środy (badania Aydogana i Booth'a), o tyle najwyższa aprecjacja PLN względem USD miała miejsce w piątki, co potwierdza część badań przeprowadzonych przez McFarland, Pettita i Sunga. Tak jak w badaniach McFarland, Pettita i Sunga, USD najsilniej umacniało się do złotego polskiego w poniedziałki i środy, tj. podobnie jak to miało miejsce w przypadku kursu USD do 17 innych walut. Można odnotować też pewną analogię występowania efektu dnia tygodnia dla kursu USD/PLN w poniedziałki do opisanej przez M. Ke, Y. Chiang i T. Liao na rynku tajwańskim. Otóż na rynku USD/PLN w poniedziałki i środy odnotowywane były dodatnie arytmetyczne stopy zwrotu, jednakże we wtorki, średnia arytmetyczna stopa zwrotu była ujemna w przeciwieństwie do badań M. Ke, Y. Chang i T. Liao, u których najwyższe dodatnie stopy zwrotu miały miejsce w poniedziałki, wtorki i środy.

Zauważmy, że powyższe prawidłowości zaprezentowane w artykule mogą zostać wykorzystane zarówno przez dyrektorów finansowych w firmach, jak i inwestorów na rynku Forex, do bardziej efektywnego otwierania i zamykania pozycji na tej parze walutowej. W przypadku graczy na rynku Forex istnieje możliwość wykorzystania efektu weekendowego występującego na parze USD/PLN.

Podobne badania dotyczące innych par walutowych X/PLN (gdzie X oznacza jedną z głównych walut na rynku polskim: euro, CHF, jen) powinny być kontynuowane w przyszłości, a ich efekty porównywane z wynikami uzyskiwanymi przez analityków opracowujących badania zachowania się kursów dla innych rynków walutowych.

## Bibliografia

1. Ariel R., *A monthly effect in stock returns*, „Journal of Financial Economics” 1987, no. 17.
2. Aydogan K., Booth B., *Calendar anomalies in the Turkish foreign exchange markets*, Working Paper, Bilkent University, 1999.

3. Bernstein J., *Cykle giełdowe*, WIG-Press, Warszawa 1996.
4. Bessembinder H., *Bid/ask spreads in the interbank foreign exchange markets*, „Journal of Financial Economy” 1994, vol. 35, s. 317–348.
5. Breuer J., *Day-of-week effects in tests of forward foreign exchange rate unbiasedness*, „International Journal of Finance and Economics” 1999, vol. 4, s. 193–204.
6. Buczek S., *Efektywność informacyjna rynków akcji. Teoria a rzeczywistość*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2005.
7. Chakrabarti G., Sen C., *Volatility regimes and calendar anomaly in foreign exchange market*, „International Journal of Applied Economics and Finance” 2011, vol. 5, s. 97–113.
8. Corhay A., Hawawini G., Michel P., *Stock market anomalies*, Cambridge University Press, Cambridge 1988.
9. Cornett M., Schwarz T., Szakmary A., *Seasonalities and intraday return patterns in the foreign currency futures market*, „Journal of Banking and Finance” 1995, vol. 19, s. 843–869.
10. Czekaj J., Woś M., Żarnowski J., *Efektywność giełdowa rynku akcji w Polsce*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.
11. French K., *Stock returns and weekend effect*, „Journal of Financial Economics” 1980, nr 8, s. 55–69.
12. Froot K., Thaler R., *Anomalies: foreign exchange*, „Journal of Economic Perspectives” 1990, vol. 4, s. 179–192.
13. Glassman D., *Exchange rate risk and transactions costs: evidence from bid-ask spreads*, „Journal of International Money and Finance” 1987, vol. 6, s. 479–490.
14. Gu A., *The declining January effect: evidence from U. S. equity markets*, „Quarterly Review of Economics and Finance” 2003, vol. 43, no. 2, s. 395–404.
15. Guillaume D., Dacorogna M., Davé R., Müller U., Olsen R., Pictet O., *From the bird's eye to the microscope: a survey of new stylized facts of the intra – day foreign exchange markets*, „Finance Stochastic” 1997, vol. 1, s. 95–129.
16. Hakan B., Coskun M., Sahin A., *Day of the week effect on foreign exchange market volatility: evidence from Turkey*, „Research in International Business and Finance” 2007, vol. 21, s. 87–97.
17. Hirsch Y., *Don't sell stock on Monday*, Penguin Books, New York 1987.
18. Hsieh D., *The statistical properties of daily foreign exchange rates: 1974–1983*, „Journal of International Economics” 1998, vol. 24, s. 129–145.
19. Jaffie J., Westerfield R., Ma C., *A twist on Monday effect in stock prices: evidence from the US and foreign stock markets*, „Journal of Banking and Finance” 1989, no. 15, s. 641–650.

20. Kato K., Schwarz S., Ziemba W., *Day of the weekend effects in Japanese stocks*, „Japanese Capital Markets”, Ballinger, New York 1990, s. 249–281.
21. Ke M., Chiang Y., Liao T., *Day-of-the-week effect in the Taiwan foreign exchange market*, „Journal of Banking and Finance” 2007, vol. 31, s. 2847–2865.
22. Kim C., Park J., *Holiday effects and stock returns: further evidence*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1994, no. 29, s. 145–157.
23. Lakonishok J., Maberly E., *The weekend effect: trading patterns of individual and institutional investors*, „Journal of Finance” 1990, vol. 45, no. 1, s. 231–243.
24. McFarland J., Pettit R., Sung S., *The distribution of foreign exchange price changes: Trading day effects and risk measurement*, „Journal of Finance” 1982, vol. 37, s. 693–715.
25. Nowakowski J., Borowski K., *Zastosowanie teorii Carolana i Fischera na rynku kapitałowym*, Difin, Warszawa 2005.
26. Oh G., Kim S., Eom C., *Market efficiency in foreign exchange markets*, Physica A, 2007, vol. 382, s. 209–212.
27. Pincus S., *Approximate entropy as a measure of system complexity*, „Proceedings of the National Academy of Science of the USA” 1991, vol. 88, s. 2297–2301.
28. Pincus S., Huang W., *Approximate entropy, statistical properties and applications*, „Communications in Statistics”, Part A „Theory and methods” 1992, vol. 21, s. 3061–3077.
29. Pincus S., Kalman R., *Not all (possibly) „random” sequences are created equal*, „Proceedings of the National Academy of Science of the USA” 1997, vol. 94, s. 3513–3518.
30. Pincus S., Singer B., *Randomness and degrees of irregularity*, „Proceedings of the National Academy of Science of the USA” 1996, vol. 93, s. 2083–2088.
31. Rozeff M., Kinney W., *Capital market seasonality: the case of stock returns*, „Journal of Financial Economics” 1976, no. 3, s. 379–402.
32. Schwert W., *Anomalies and market efficiency*, Simon School of Business Working Paper no. FR 02–13, 2002.
33. Simson E., *Stock market anomalies*, Cambridge University Press, Cambridge 1988.
34. So J., *The distribution of foreign exchange price changes: Trading day effects and risk measurement: A comment*, „Journal of Finance” 1987, vol. 42, s. 181–188.
35. Szyszka A., *Efektywność Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie na tle rynków dojrzałych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2003.
36. Szyszka A., *Wycena papierów wartościowych na rynku kapitałowym w świetle finansów behawioralnych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2007.

37. Tang G., *Impact of the day-of-the-week effect on diversification and exchange rate risks*, „International Business Review” 1997, vol. 6, s. 35–51.
38. Yamori N., Kurihara Y., *The day-of-the-week effect in foreign exchange markets: multi-currency evidence*, „Research in International Business and Finance” 2004, vol. 18, s. 51–57.
39. Yamori N., Mourdoukow P., *Does the day-of the week effect in foreign currency markets disappear: evidence from the Yen/Dollar market*, „International Finance Review” 2003, vol. 4, s. 447–463.





*Monika Czerwonka*

Kolegium Zarządzania i Finansów  
Szkola Główna Handlowa w Warszawie

*Magdalena Oleśniewicz*

Kolegium Zarządzania i Finansów  
Szkola Główna Handlowa w Warszawie

# Racjonalność zjawiska zachowań stadnych wśród inwestorów indywidualnych

## 1. Wprowadzenie

Choć rynki finansowe zostały wytworzone wyłącznie przy udziale człowieka, można na nich zaobserwować zjawiska występujące w przyrodzie. Naśladownictwo i bezpośrednio z nim związany efekt stadny (ang. *herd effect*) mają swoje odzwierciedlenie w cenie walorów. Podobieństwa pomiędzy stadem zwierząt a giełdą można dopatrywać w tym, że jedno i drugie jest skupiskiem, zarówno w czasie, jak i przestrzeni, złożonym z wielu podobnych uczestników. Co więcej, oba skupiska konstytuują się w określonej homogenicznej formie, jako że zarówno elementy stada zwierząt, jak i giełdy posiadają tożsamość grupową (choć wcale nie muszą być świadome imitacji zachowań innych) oraz mają wspólny cel rozumiany jako osiągnięcie zysków lub bodziec – wystrzeżenie się zagrożeń. Należy także zwrócić uwagę na podobieństwo konstrukcji tych skupisk: zarówno zwierzęta, jak i inwestorzy posiadają elementy stada, a także przewodnika-pasterza, w przypadku giełdy można za niego uznać wiedzę, informację. Istotnie, brak informacji wprawia giełdę w popłoch i niepokój. Zauważa się też, że postępowanie części z uczestników rynku różni się od uśrednionego kierunku działania ogółu, co ukazuje fizyczny model stada, postrzegany jako zbiór cząsteczek dostosowujących swoją prędkość do średniej

prędkości stada i reagujących na ruchy wyłącznie wewnątrz, przy czym każdy błąd uczestnika modelowany jest szumem stochastycznym.

To, czy rynki finansowe zachowują się jak stado lub są jedynie jego niedoskonałą imitacją, czy są środowiskiem łączącym zwierzęce instynkty (ang. *animal spiritus*) i skomplikowane ludzkie procesy decyzyjne, pozostaje nadal bez odpowiedzi. Trudno kwantyfikowalny termin racjonalności, na którym zbudowano nauki ekonomiczne, jest niełatwą do uchwycenia i niepotwierdzoną właściwością świata, który stworzył wokół siebie człowiek. „Brak stabilności nie jest wyłącznie wynikiem spekulacji, ale należy go również przypisywać pewnym zasadniczym cechom natury ludzkiej, która sprawia, że znaczna część naszej działalności zależy raczej od spontanicznego optymizmu aniżeli od matematycznej nadziei i to zarówno w sprawach moralności, zaspokajania potrzeb, jak i gospodarki”<sup>1</sup>. Choć literatura amerykańska dotycząca zjawiska owczego pędu na rynku jest relatywnie bogata, aspekty testowe ograniczają się do korzystania z podobnych miar, ze szczególnym uwzględnieniem tych opracowanych przez J. Lakonishoka, R. Vishny, A. Schleifera<sup>2</sup> oraz R.W. Siasa<sup>3</sup>. Z kolei mała ilość danych dostępnych w Polsce, wynikająca z innych standardów i wymogów publikacyjnych skierowanych do inwestorów, w znacznym stopniu uniemożliwia prowadzenie istotnych badań na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

Celem artykułu jest zaprezentowanie problematyki zachowań stadnych na podstawie istniejących badań w kontekście racjonalności podejmowania decyzji inwestycyjnych oraz analiza zjawiska naśladownictwa, które występuje wśród inwestorów indywidualnych. Praca podejmuje zagadnienie racjonalności inwestora, próbuje odpowiedzieć na pytanie, na czym polega racjonalność i nieracjonalność zachowania inwestorów indywidualnych oraz jakie motywy zachowania i decyzje świadczą o ich racjonalności.

## 2. Definicja *herdingu* w literaturze ekonomicznej

*Herding*, występujący w polskiej literaturze jako owczy pęd, ma wiele definicji wyjaśniających efekt od strony ekonomicznej, technicznej czy psychologicznej, często hipotetycznie powiązanych z teoriami na temat zachowań uczestników rynku. Przekrojowy przegląd części z nich wydaje się konieczny, by uchwycić istotę zjawiska.

<sup>1</sup> J.M. Keynes, *Ogólna teoria zatrudnienia procentu i pieniądza*, PWN, Warszawa 1956, s. 200.

<sup>2</sup> J. Lakonishok, A. Schleifer, R. Vishny, *The Impact of Institutional Trading on Stock Prices*, „Journal of Financial Economics” 1992, no. 32, s. 23–43.

<sup>3</sup> R.W. Sias, *Institutional Herding*, „Review of Financial Studies” 2004, no. 17, s. 165–206.

Zdaniem A. Szyszki, przez zachowania stadne *sensu stricto* rozumie się działania decydentów, które wynikają z wzajemnej interakcji międzyludzkiej i polegają na podejmowaniu decyzji na podstawie obserwacji zachowań innych członków grupy i wzorowania się na nich. A. Szyszka dokonuje podziału zachowań stadnych na zachowania racjonalnych i nieracjonalnych decydentów oraz na pozorne zachowania stadne<sup>4</sup>.

A. Oehler i S. Wendt opisują *herding* jako zjawisko występujące zarówno w formie aktywnej, jak i pasywnej, przy czym aktywne naśladownictwo oznacza kupno/sprzedaż instrumentów w tym samym czasie przez inwestorów, wzorując się na innych graczach. Pasywność zjawisk tłumnych obejmuje wstrzymanie się grupy uczestników od podejmowania jakichkolwiek działań inwestycyjnych w stosunku do wybranego instrumentu<sup>5</sup>.

A.V. Banerjee skupia się na ślepych naśladownictwie inwestorów bagatelizującym nawet posiadane własne informacje na rzecz cudzych i dostrzega konsekwencję łańcucha imitacji decyzji (zjawisko zwane kaskadami informacyjnymi). Mianowicie, zauważa, że wraz z korzystaniem z informacji innych uczestników rynku, osoba osłabia swoją wrażliwość na własne informacje, stając się ostatecznie słabym przekaznikiem informacji dla innych<sup>6</sup>. W tej perspektywie, łańcuch zjawisk stadnych rozmywa informacje dochodzące z rynku i przyczynia się do marginalizowania treści mogących hipotetycznie stabilizować rynek, wpływając na wybór tzw. niewłaściwych opcji<sup>7</sup>.

Z kolei A. Devenow i I. Welch polemizują z podejściem do zachowań stadnych jako do zachowań indywidualnych inwestorów skorelowanych ze sobą, proponując poprawkę w postaci wprowadzenia błędu obarczającego proces decyzyjny w podążaniu za innymi inwestorami. Zwracają uwagę na konieczność uwzględnienia całej populacji inwestorów, która oprócz wymiany informacji między sobą, jest też poddana wpływowi „tła” swoich działań, np. wrzawy, bąbli spekulacyjnych czy nierównych zmian cen<sup>8</sup>.

---

<sup>4</sup> A. Szyszka, *Finanse behawioralne. Nowe podejście do inwestowania na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2009, s. 84–85.

<sup>5</sup> A. Oehler, S. Wendt, *Herding Behavior of Mutual Fund Managers in Germany*, [http://www.fma.org/Prague/Papers/Herding\\_Behavior\\_of\\_Mutual\\_Fund\\_Managers\\_in\\_Germany.pdf](http://www.fma.org/Prague/Papers/Herding_Behavior_of_Mutual_Fund_Managers_in_Germany.pdf), Bamberg University [dostęp: 12.03.2012].

<sup>6</sup> A.V. Banerjee, *A Simple Model of Herd Behaviour*, „The Quarterly Journal of Economics” 1992, no. 107, s. 797–817.

<sup>7</sup> Ibidem, s. 799.

<sup>8</sup> A. Devenow, I. Welch, *Rational herding in financial economics*, „European Economic Review” 1996, no. 40, s. 603–615.

Różnorodność definicji zachowań stadnych implikuje wieloaspektowość zjawiska, jednak w syntetycznym sensie *herding* jest zjawiskiem polegającym na masowym naśladowaniu uczestników rynku i pozostawaniu pod wpływem „zewnętrznych obserwatorów” (brokerów i mediów) skutkującym wzrostem lub spadkiem ceny walorów, wpływającym z popłochu, grupowego myślenia będącego swoistą preferencją przed indywidualną stratą.

### 3. Racjonalność i nieracjonalność jako atrybut jednostki ekonomicznej

Racjonalność w świetle teorii ekonomicznych jest właściwością albo graczy na rynku, albo rynków samych w sobie. Symplifikacja pojęcia racjonalności pozwala wkomponować ją w teorię finansów tak, by mogła ujmować rzeczywistość jako system, który działa w sposób najbardziej optymalny i wydajny oraz posiada zdolność samoregulacji.

Do terminu racjonalności nawiązywano w czasach ekonomii klasycznej, kiedy to A. Smith oraz J.S. Mill formułowali swoje teorie dotyczące gospodarki rynkowej. Zauważano wtedy, że jednostka ekonomiczna ma na względzie wyłącznie swój użytek, a nie dobro ogółu, starając się przy tym w jak największym stopniu skorzystać z dóbr, których bezsprzeczną cechą jest niedobór. Jak zauważa jednak T. Kwarciański, w popularnym określeniu jednostki gospodarującej dobrami i dokonującej racjonalnych wyborów, *homo economicus*, nie zawiera się wyłącznie podejście egoistyczne, jako że jednostka maksymalizuje swoją użyteczność, czyli dowolną funkcję celu<sup>9</sup>. Oznacza to, że maksymalną użytecznością w pewnych przypadkach może być postawa altruistyczna, gdy cel egoistyczny ma obiektywnie mniejszą wartość.

Racjonalność w sensie ekonomicznym próbuje się także tłumaczyć przechodniością preferencji, która w prosty sposób wyjaśnia, jak jednostki ekonomiczne podejmują decyzje, mając przed sobą wybór pomiędzy poszczególnymi opcjami. Racjonalność ekonomiczna w sensie idealnym jest zatem właściwością tych, którzy wybierają.

J. Patel, R. Zeckhauser, D. Hendricks uznali następujące fakty za argumenty świadczące o racjonalnym zachowaniu się graczy na rynkach:

- uczestnicy rynku grają o wysokie stawki (ryzyko poniesienia strat),
- pozostając długo na rynku, gracz ma możliwość uczenia się na swoich błędach<sup>10</sup>.

<sup>9</sup> T. Kwarciański, *Racjonalność ekonomiczna i zasady moralne*, w: *Człowiek i jego decyzje*, red. K.A. Kłosiński, A. Biel, KUL, Lublin 2009, s. 145–155.

<sup>10</sup> J. Patel, R. Zeckhauser, D. Hendricks, *The Rationality Struggle: Illustrations from Financial Markets*, „The American Economic Review” 1991, vol. 81, no. 2, s. 232–236.

Według autorów, racjonalność jako integralna część rynków wynika z ostrożności graczy świadomych ryzykowności inwestycji oraz z nauki na błędach, które powinny zapobiec podejmowaniu złych decyzji o podobnym profilu w przyszłości.

Nieracjonalność inwestorów, która pojawia się jako główne wytłumaczenie teorii ekonomicznych w sytuacji, gdy świat podnosi się z kolejnych kryzysów finansowych, burzy wizję rynku, na którym przeważającą częścią są inwestorzy kierujący się umysłem i analizą, a nie chęcią nagłych zysków i płynięcia z prądem baniek spekulacyjnych.

Już w dorobku J.M. Keynesa znajdują się przesłanki świadczące o pewnej nieracjonalności inwestorów, która polega na podejmowaniu decyzji zgodnych z oczekiwaniami co do preferencji innych graczy (koncepcja *beauty contest*). „Nie chodzi więc w końcu o wybór twarzy, która wydaje się komuś naprawdę najładniejsza, ani nawet o twarz, którą przeciętne mniemanie ogółu naprawdę uważa za najładniejszą. Osiągnęliśmy już trzeci stopień, który polega na dociekaniu, co się przeciętnie uważa za przeciętne zdanie ogółu. I przypuszczam, że są i tacy, którzy praktykują czwarty, piąty i wyższe stopnie”<sup>11</sup>. Znany w literaturze „konkurs piękności” Keynesa ma doskonale przełożenia na zachowanie się graczy na rynkach kapitałowych. Własne preferencje nie są dominującym czynnikiem, ale raczej przewidzenie „przeciętnych preferencji”. Inwestorzy nie wyceniają akcji na podstawie ich fundamentalnej wartości ale na podstawie przewidywań, jak inni uczestnicy rynku oceniają daną wartość. Podążając krok dalej, inwestor może starać się przewidzieć przeciętne przewidywanie oceny wartości danej akcji, itd.

Nieracjonalność rynków jest założeniem ściśle korespondującym z koncepcją *noise traders*, czyli inwestorów, którzy ignorują analizę fundamentalną, kierując się wyłącznie tak zwanym szumem informacyjnym uchodzącym za nierелеwantny w odniesieniu do analizy fundamentanej<sup>12</sup>. Nieracjonalni gracze na rynku, którzy wchodzą na rynek w fazie poruszenia, tkwią w błędnym przekonaniu, że panują nad sytuacją, a ich decyzje odzwierciedlają profesjonalne podejście do rynków.

Nieracjonalność inwestorów implikowana jest również przez upowszechnienie się tzw. ubezpieczania się na rynkach. Zachowania stadne można byłoby nazwać ucieczką przed własnym losem, wypaczającą percepcję konsekwencji decyzji inwestycyjnych i zacierającą granicę pomiędzy stroną popytową i podażową walorów. *Herding* pozwala działać po dwóch stronach rynku na raz i mieć, w przypadku idealnym, stuprocentową szansę na zysk, przy prawdopodobieństwie straty rozłożonym na oba instrumenty. Możliwość zmniejszenia ryzyka znacząco wpływa zatem

---

<sup>11</sup> J.M. Keynes, op.cit., s. 199.

<sup>12</sup> F. Black, *Noise*, „Journal of Finance” 1986, no. 41, s. 529–543.

na zachowanie inwestujących, którzy przestają odczuwać strach przed stratą. Jak twierdzi M. Belka: „[...] A gdy zaczynamy się ubezpieczać przestaje się postępować racjonalnie. To jest kolejny mechanizm, który prowadzi do pęcznienia systemu finansowego i pompuje kolejne bańki spekulacyjne”<sup>13</sup>.

## 4. Zachowania stadne inwestorów indywidualnych

Tym, co odróżnia działania inwestorów indywidualnych od instytucjonalnych jest podejście emocjonalne do podejmowanych decyzji inwestycyjnych. Inwestor samodzielnie rozporządzający portfelem ryzykuje stratę własnych pieniędzy, dlatego też w niektórych przypadkach będzie bardziej zachowawczy od funduszy i skorzysta ze strategii „kup i trzymaj”, a czasem, ulegając przeczuciu, zdecyduje się na ryzykowny krok i agresywną grę na giełdzie. Grupa inwestorów indywidualnych uważana jest za tę, która podejmuje często nieracjonalne decyzje, działa pod wpływem emocji lub aktualnej „mody”<sup>14</sup>. A. Schleifer i L.H. Summers zwracają uwagę na to, że zachowanie stadne takich inwestorów polega na podążaniu za rekomendacjami znanych profesjonalistów lub uciekaniu się do oszacowań platform informacyjnych<sup>15</sup>. Należy zwrócić uwagę na fakt, że zwłaszcza gracze początkujący, którzy nie mają rozeznania w grze na rynku, bądź nie potrafią zastosować analizy ekonomiczno-technicznej, zwracają się w stronę przewidywań obecnych w mediach. Nie mając prywatnego sygnału, uciekają się do myślenia grupowego i korzystania z zastanych informacji, przyczyniając się do tworzenia kaskady informacyjnej.

J. Patel, R. Zeckhauser i D. Hendricks sugerują, że człowiek z natury przygląda się innym jednostkom i w okresie niepewności woli zrzeszać się w grupy niż na własną rękę podejmować decyzje<sup>16</sup>. Jak zauważają, *herding* jest zjawiskiem, które jednostki aktywne na rynku starają się ściśle obserwować i ewentualnie dostosowywać swoje działania do ogólnych nastrojów większości. Inwestorzy indywidualni, zdani na swoje umiejętności poszukiwania informacji, najczęściej korzystają z portali internetowych, programów telewizyjnych czy biuletynów informacyjnych. Konieczność skorzystania z danych zewnętrznych, które nierzadko doradzają w kwestii podejmowania decyzji inwestycyjnych implikują eskalację zachowań stadnych spowodowanych zbytnią

<sup>13</sup> W. Smoczyński, *Silny kapitalizm, krucha demokracja*, „Polityka” 2011, nr 11, s. 40–42.

<sup>14</sup> J.R. Nofsinger, R.W. Sias, *Herding and Feedback Trading by Institutional and Individual Investors*, „The Journal of Finance” 1999, vol. 54, no. 6, s. 2263–2295.

<sup>15</sup> A. Schleifer, L.H. Summers, *The noise trader approach to finance*, „Journal of Economic Perspectives” 1990, no. 4, s. 19–33.

<sup>16</sup> J. Patel, R. Zeckhauser, D. Hendricks, op.cit., s. 232–236.

ufnością do medialnych przekazników informacji. Intensywność tego zjawiska badał Graham, posługując się danymi na temat użytkowników newslettera *Value Line Investment Survey*, zawierającego rady na temat komponowania optymalnego portfela inwestycyjnego, będącego swoistym benchmarkiem, wynikającym z niebywalej reputacji. Rezultaty empiryczne jasno wskazywały na to, że wraz ze wzrostem poziomu precyzji informacji, maleje efekt stadny<sup>17</sup>.

Badania autorstwa M. Burghardta i A. Ankolekara, korzystających z danych dotyczących transakcji benchmarkowych niemieckiego indeksu DAX, z EUWAX, największej europejskiej giełdy sekurytyzowanych derywatów, z lat 2004–2008, dowodzą korelacji decyzji inwestorów indywidualnych na rynku<sup>18</sup>. Specyfika giełdy warrantów (niestandardyzowane produkty finansowe, możliwość rozróżnienia działań market-makerów od inwestorów detalicznych, dane dotyczące opcji *put* i *call*) umożliwiła między innymi badania nad *herdigniem* nieoznaczonym, UMH (ang. *unsigned herd behaviour*) opisującym *herding* inwestorów niezależny od ich nastrojów<sup>19</sup>.

Miara UHM wykazuje zwiększony *herding* inwestorów w czasie bessy, co należy tłumaczyć zachowaniami stadnymi spowodowanymi paniką i dezorientowaniem, objawiającym się nadwyżką transakcji sprzedaży niż kupna, bądź korzystaniem z możliwości „okazyjnego” nabycia zaniżonych cenowo instrumentów. W tym drugim przypadku uczestnicy rynku podążają strategią kontrariańską, mając nadzieję na odbicie się cen i ostatecznie, zysk w przyszłości. Zaobserwowano również, że *herding* pesymistyczny jest wyższy na rynku byka niż niedźwiedzia. Optymizm natomiast występuje w większym stopniu podczas bessy.

Racjonalność inwestorów indywidualnych sprzężona jest z innymi czynnikami niż zachowania inwestorów instytucjonalnych. Wspomniany osobisty stosunek do pieniędzy, proces samodzielnego podejmowania decyzji, regularna obserwacja oraz wymienianie się opiniami na forach bądź w gronie stowarzyszeń lub znajomych, czy korzystanie z opinii brokera sprawia, że inwestor reaguje na straty i zyski z większą wrażliwością. Powinno to oznaczać, że stara się poprawnie ewaluować ryzyko i racjonalnie decydować o wchodzeniu i wychodzeniu z inwestycji.

<sup>17</sup> J.R. Graham, *Herding among Investment Newsletters: Theory and Evidence*, „The Journal of Finance” 1999, no. 54, s. 237–268.

<sup>18</sup> M. Burghardt, A. Ankolekar, *Follow the Crowd: Herding of Retail Investors at the European Warrant Exchange*, Karlsruhe Institute of Technology, Karlsruhe 2009, s. 1–27.

<sup>19</sup> Miarą UHM staje się:

$$UHM_t = \text{abs} \left( \frac{\sum_t (v_i \times o_i \times t_i)}{\sum_i v_i} \right), \text{ gdzie } v_i \text{ to ilość transakcji zamówienia } i, o_i \text{ to opcjonalny typ}$$

instrumentu dotyczącego zamówienia  $i$  ( $o_i = 1$ , dla opcji *call* i  $o_i = -1$  dla opcji *put*) oraz  $t_i$ , oznaczające kierunek zawieranej transakcji  $i$ , przy czym  $t_i = 1$  oznacza kupno a  $t_i = -1$  sprzedaż.



Hipoteza asymetrii informacyjnej M. Burghardta i A. Ankolekara podkreśla dołączanie do tłumu jako przejaw racjonalnego unikania kosztów, zarówno monetarnych, jak i czasowych. To podejście, ze względu na mniejszy dostęp do informacji i mniej wyrafinowane metody podejmowania decyzji od inwestorów instytucjonalnych, implikuje ostrożność w działaniu na własną rękę<sup>20</sup>. Tym, co kieruje tą grupą inwestorów, nie jest skuteczne i metodyczne zarabianie, a granie w chwilach wrzenia na rynkach, czyli stosowanie strategii momentum<sup>21</sup> (ang. *feedback trading*). Wzajemne naśladowanie się uczestników korzystających z szumu informacyjnego implikuje eskalację zjawisk stadnych oraz puchnięcie bądź spadek cen, co skutkuje bąblami spekulacyjnymi<sup>22</sup>. Obarczeni winą za owe odchylenia cen od wartości fundamentalnej walorów *noise traders* osłabiają mechanizm spekulacji stabilizujący rynek, czyli arbitraż. Oznacza to, że ci uczestnicy rynku, którzy starają się działać przeciwnie do ogólnych tendencji (ang. *contrarian behaviour*) nie są w stanie doprowadzić do powrotu ceny do optymalnego poziomu, gdyż cena akcji spółek przeszacowanych wciąż rośnie, a niedoszacowanych spada, przez co arbitrażowe zatrzymanie tego procesu staje się niemożliwe.

Rezultaty badań M. Burghardta i A. Ankolekara nad optymizmem podczas bessy dowodzą, że inwestorzy starają się wykorzystać niepewność na rynkach i podążają w stronę działań kontrariańskich. Kupno instrumentów odzwierciedla ich nadzieję na poprawę notowań giełdowych. By działać w sposób przeciwny do ogólnych tendencji i nastrojów na rynkach, inwestorzy muszą dokonać decyzji i, całkowicie świadomi, ponieść koszty zakupu w warunkach niepewności. To zachowanie należy rozumieć jako wykorzystanie strategii „kup i trzymaj”. Podejście optymistyczne oraz kontrarianizm nie gwarantują ani szybkiego, ani pewnego zysku, jest to jednakże rodzaj działania zachowawczego.

Należy jednak zauważyć, że uczestnik giełdy w dalszym ciągu relatywizuje się do innych inwestorów, co oznacza, że na jego decyzje największy wpływ ma nie informacja, lecz ogół graczy. U inwestorów działających w ten sposób można zaobserwować myślenie heurystyczne<sup>23</sup> – inwestorzy mają przeświadczenie, że na giełdzie w krótkim czasie muszą zapanować pozytywne nastroje, oraz że kupując akcje zawczasu, dokonują próby „wyprzedzenia” ogólnych tendencji rynkowych.

<sup>20</sup> M. Burghardt, A. Ankolekar, op.cit., s. 1–27.

<sup>21</sup> Inwestor stosujący strategię *momentum* wykorzystuje zjawisko kontynuacji krótko- i średnioterminowych stóp zwrotu poprzez zakup akcji wygrywających oraz sprzedaż akcji przegrywających.

<sup>22</sup> A. Sławiński, *Psychologia rynków finansowych*, w: idem, *Rynki finansowe*, PWE, Warszawa 2006, s. 159–174.

<sup>23</sup> Myślenie heurystyczne jest uproszczoną zasadą wyciągania wniosków i formułowania sądów.



## 5. Behawioralne uwarunkowania zachowań stadnych wśród inwestorów indywidualnych

Jak wynika z raportu z 29 listopada 2011 r. sporządzonego przez Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych, na rynku giełdowym w Polsce wśród inwestorów indywidualnych dominują ludzie młodzi, do 35. roku życia, dobrze wykształceni, którzy w ponad 96% inwestują samodzielnie i w równo 96% nie traktują tego zawodowo. Około 1/5 inwestorów indywidualnych nie korzysta z żadnej z analiz rynkowych przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych, przy czym największa część (38,3%) z osób stosujących techniki analizy, stosuje zarówno analizę fundamentalną, jak i techniczną. Większość inwestorów indywidualnych twierdzi, że kieruje się własnymi analizami – 64,2%, informacjami spółek – 54,1%, bądź własnym przeczuciem – aż 63,5%. Ponad 91% portfeli polskich inwestorów zawierało w ostatnich 12 miesiącach akcje GPW i w ponad 23% akcje New Connect<sup>24</sup>.

Inwestorzy indywidualni to jednostki, których aktywność na rynku znacznie wzrosła wraz z rozwojem Internetu i platform giełdowych. Mniejsza asymetria informacji pomiędzy różnymi rodzajami inwestorów i wyższa dostępność rynków finansowych zmodyfikowały naturę rynków. Jak zauważają badacze zjawiska cybernetyzacji giełdy, B.M. Barber i T. Odean (2002 r.), nastąpiła ewolucja nastawienia do rynków i intensywności inwestowania<sup>25</sup>. Uczestnicy korzystający z Internetu stali się bardziej aktywni, a ich gra – bardziej spekulatywna, a także mniej zyskowna. Przesadzona pewność decyzji inwestorów jest niejako nową cnotą inwestorów i sprowadza się do przekonania, że skompletowany portfel inwestycyjny jest w stanie pobić rynek<sup>26</sup>. Prowadzi to do nadmiernych obrotów papierami wartościowymi, większych niż spodziewanych od racjonalnych uczestników rynku, dążących jedynie do maksymalizacji oczekiwanej użyteczności<sup>27</sup>.

Literatura finansów behawioralnych opisuje zjawiska znane jako heurystyki, czyli błędy poznawcze, którym ulegają inwestorzy. Wynikają one z faktu ograniczonej

---

<sup>24</sup> *Ranking źródeł informacji 2010*, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych, <http://www.sii.org.pl/edukacja/badania> [dostęp: 11.03.2012].

<sup>25</sup> B.M. Barber, T. Odean, *Online Investors: Do the Slow Die First?*, „The Review of Financial Studies” 2002, no. 15, s. 455–487.

<sup>26</sup> Ibidem.

<sup>27</sup> S.J. Grossman, J.E. Stiglitz, *On the Impossibility of Informationally Efficient Markets*, „American Economic Review” 1980, no. 70, s. 393–408.

racjonalności jednostek, które przytłoczone nadmierną ilością informacji i działające pod presją czasu korzystają z prostszych, intuicyjnych schematów myślowych<sup>28</sup>.

Przykładem wspomnianej heurystyki może być nadmierna pewność siebie. Wynika ona z przekonania o rychłym osiągnięciu ponadprzeciętnych stóp zwrotu przypisywanemu własnym umiejętnościom i spostrzegawczości, co w efekcie powoduje obniżenie użyteczności nazbyt pewnych siebie inwestorów. Kolejną właściwością graczy jest iluzja wiedzy, której bezpośrednią przyczyną jest znacznie mniejsza asymetria informacji, dająca każdemu złudzenie pojmowania aktualnego obrazu giełdy. Jak zauważają B.M. Odean i T. Barber, pewny siebie inwestor postrzega siebie jako uczestnika rynku racjonalnego, obeznanego i przygotowanego, dlatego przetwarzanie dostępnych w Internecie danych będzie uważał za dowód na posiadane przez siebie zaplecze informacyjne.

Kolejną heurystyką obserwowaną w zachowaniu się inwestorów jest iluzja kontroli, która sprawia, że gracz odnosi wrażenie wpływania swoimi działaniami na przebieg wydarzeń na rynkach. Sam, decydując się na konkretną inwestycję i strategię oraz samodzielnie składając zamówienia, uważa, że posiada władzę oraz zwiększony wpływ na przebieg obserwowanych zjawisk.

## 6. *Herding* racjonalny i nieracjonalny, kaskady informacyjne i kontrarianizm

Środowiska ekonomiczne wyróżniają często dwa rodzaje efektu stadnego: racjonalny oraz nieracjonalny. Ów podział stosuje się w modelach ekonometrycznych, by zrozumieć naturę naśladownictwa na rynkach, która przy wnikliwej analizie, niekoniecznie nosi znamiona działań irracjonalnych bazujących na wykorzystaniu zamieszania i trendu wzrostowego cen akcji.

A. Devenow i I. Welch skupiają się na klasyfikacji *herdingu* racjonalnego, określając jego dwie różne przyczyny<sup>29</sup>. Pierwszą z nich jest korzystanie z zewnętrznych informacji, wyróżniając zjawisko znane jako *bank run* (masowe wycofywanie wkładów z banków). W tym przypadku racjonalność efektu stadnego jest całkowicie uargumentowana, jako że deponenci z natury ludzkiej starają się unikać strat. Następnie, A. Devenow i I. Welch zwracają uwagę na płynność rynków oraz ich niewielką liczbę, co bezpośrednio wynika z faktu, że przy dużej liczbie rynków

---

<sup>28</sup> Por. H.A. Simon, *Rationality as Process and as Product of Thought*, „The American Economic Review” 1978, vol. 68, no. 2, s. 1–16.

<sup>29</sup> A. Devenow, I. Welch, op.cit., s. 603–615.

informacja wśród poszczególnych graczy wyrównuje się i zarówno posiadający informację, jak i nieposiadający mogą w znacznym stopniu zyskać na rynkach. Spadek liczby giełd jest zatem całkowicie racjonalny, ponieważ umożliwia „podział sił” i odzwierciedlenie jakości informacyjnej. Trzecim rodzajem jest zjawisko pozyskiwania informacji w myśl naśladowania innych inwestorów. Jak zauważa M.J. Brennan, prywatne informacje zdobyte od inwestorów poprzedniej generacji wykorzystywane są w następnym okresie<sup>30</sup>.

Drugim rodzajem racjonalnego efektu stadnego jest *herding* reputacji menedżerów, którzy za wszelką cenę naśladowują innych, by uniknąć ewentualnego działania pod prąd. Menedżerowie, którym w dużym stopniu zależy na poważaniu, wolą zignorować własne informacje na rzecz przesłanek zewnętrznych. Niemniej jednak, lekceważenie prywatnych informacji powoduje „rozwodnienie” i spływanie informacji na rynku i, w konsekwencji, doprowadza do szoków cenowych. D.S. Scharfstein i J.C. Stein wyróżniają dwa typy menedżerów: mądrych, kierujących się właściwą informacją (np. analizą fundamentalną) i nieracjonalnych, którzy podejmują decyzje, skupiając się wyłącznie na szumie informacyjnym (ang. *noise traders*)<sup>31</sup>. D.S. Scharfstein i J.C. Stein zauważają jednak, że menedżerowie kierujący się tak zwaną modą na daną inwestycję, są oceniani przez resztę wyżej niż postępujący przeciwnie do większości. W praktyce oznacza to, że niewłaściwa decyzja i podążenie za stadem, choć przyniosłaby stratę, nie musi oznaczać oszkalowania w środowisku inwestujących, jako że błędy całej grupy nie obciążają odpowiedzialnością poszczególnych jednostek.

Ch. Avery i P. Zemsky udowadniają, że zachowania stadne pojawiają się wraz z niepewnością na rynkach, tj. gdy trudno jest oszacować, czy cena aktywów zmieniła się w relacji do przeszłych wartości oczekiwanych<sup>32</sup>. To, w jakim w stopniu rynek jest efektywny pod względem informacyjnym, ma duży wpływ na cenę walorów i intensywność *herdingu*. A.V. Banerjee opisuje przepływ informacji pomiędzy kolejnymi uczestnikami rynku<sup>33</sup>. Kaskady informacyjne opisywane w proponowanym modelu prowadzą do spadku informacyjności rynkowej, ponieważ gracze, ignorując prywatne informacje i korzystając z tej zasłyszanej, modyfikują cenę instrumentów plotką. Model Banerjee, oparty na asymetrii informacyjnej, opisuje proces tworzenia się kaskad informacyjnych w taki sposób, że każda następna osoba podejmująca decyzję obserwuje działania osoby poprzedniej bez możliwości dowiedzenia się

<sup>30</sup> M.J. Brennan, *Latent assets*, „The Journal of Finance” 1990, no. 45, s. 709–730.

<sup>31</sup> D.S. Scharfstein, J.C. Stein, *Herd Behavior and Investment*, „The American Economic Review” 1990, no. 80, s. 465–479.

<sup>32</sup> Ch. Avery, P. Zemsky, *Multidimensional Uncertainty and Herd Behavior in Financial Markets*, „American Economic Review” 1998, no. 88 (4), s. 724–748.

<sup>33</sup> A.V. Banerjee, op.cit., s. 797–817.

o otrzymaniu przez nią sygnału o informacji. Taka sekwencja oznacza, że w przypadku, gdy opcja została wybrana przez dwie osoby, następna również skorzysta z posiadanej przez te osoby informacji. Nie robi tego tylko wtedy, gdy właściwa opcja została już przez nią wybrana. W ogólnym zarysie *herding* u Banerjee rodzi się w momencie zignorowania prywatnej informacji przez osoby, które wzorują się na tych, którzy jako pierwsi podjęli działania otrzymawszy sygnał, bądź gdy wybrały opcję losowo<sup>34</sup>. Jak zauważa J.R. Graham, prawdopodobieństwo podjęcia decyzji o odrzuceniu własnej informacji zwiększa się wraz z wzajemną korelacją pomiędzy sygnałami oraz reputacją tej informacji<sup>35</sup>.

Według Parka i Sabouriana zjawiskiem występującym na rynkach jest „społeczne uczenie się” (ang. *social learning*), które w dużej mierze zależy od historii rynku i oznacza wzajemne uczenie się inwestorów<sup>36</sup>. Park i Sabourian wyróżniają dwa rodzaje zachowań stadnych: naśladownictwo, które generuje decyzje zgodne z działaniami obserwowanych poprzedników, oraz inwestowanie kontrariańskie (także w: Avery, Zemsky 1998), polegające na postępowaniu w kierunku przeciwnym do tłumu. Kontrherding oznacza świadome działanie wbrew trendowi i dochodzącym z zewnątrz sygnałom, które według badań A. Parka i H. Sabouriana prowadzi do niższej płynności rynków i wzrostu wahań cen walorów<sup>37</sup>. Działania kontrariańskie, w przeciwieństwie do naśladownictwa wzmagającego efekt stadny (inwestorzy naśladowują poprzedników, zachęcając tym samym resztę do podjęcia tych samych decyzji), dławią ogólną tendencję kupna/sprzedaży. Dzięki temu, nastroje na rynku mogą się lekko wyrównać a ceny, w dłuższym czasie, powrócić do równowagi.

## 7. Podsumowanie

Analiza literatury skoncentrowanej na badaniu skorelowania decyzji inwestycyjnych oraz motywów postępowania wśród graczy indywidualnych prezentuje wiele dowodów istnienia dodatniego współczynnika *herdingu* na giełdzie. Inwestorzy różnią się w zależności od dostępu do informacji, metody zarządzania portfelem inwestycyjnym, charakterystyki rynku, na którym działają, mentalności itd. Inwestorzy w różny sposób postrzegają współuczestników giełdy i się do nich relatywizują.

---

<sup>34</sup> Ibidem.

<sup>35</sup> J.R. Graham, op.cit., s. 237–268.

<sup>36</sup> A. Park, H. Sabourian, *Herding and Contrarian Behavior in Financial Markets*, „Econometrica” 2011, vol. 79, issue 4, s. 973–1026.

<sup>37</sup> Ibidem.

Ogólnie rozumiane zjawisko zachowań stadnych wśród inwestorów indywidualnych jest rezultatem kaskad informacyjnych wynikających z asymetrii informacyjnej. Pojedynczy uczestnicy giełdy, nie mając często dostępu do specjalistycznej wiedzy, zaawansowanego instrumentarium technicznego czy prywatnych informacji, uciekają się do korzystania z ogólnie dostępnych informacji i rekomendacji (internetowe platformy informacyjne i biuletyny), ograniczając się głównie do mało precyzyjnych informacji. Choć asymetria informacyjna wskazywałaby na intensywny *herding*, badania empiryczne dowiodły, że indywidualni uczestnicy są grupą o bardzo zróżnicowanych obrotach i dużym wpływem na wahania cenowe.

Grupa inwestorów indywidualnych ma tendencję do naśladownictwa w chwilach kryzysowych sytuacji na rynku, gdy kieruje nimi strach. Myślenie grupowe jest reakcją na potencjalne straty finansowe, a dołączenie do reszty i zwiększona sprzedaż na giełdzie pozwalają uniknąć we właściwym momencie jeszcze większego obniżenia wartości walorów. Samodzielne podejmowanie decyzji podczas dużej niepewności na rynku i ignorowanie zintensyfikowanych sygnałów, które przekazują sobie nawzajem gracze, jest z punktu widzenia jednostki bardzo ryzykowne, ale już uwzględnwszy możliwość uniknięcia zbędnych kosztów transakcyjnych i czasowych, także w przypadku hossy, wydaje się racjonalne. Bessa powoduje także nasilenie się zachowań kontrariańskich, które można postrzegać jako *herding* nieuświadomiony – inwestorzy są przekonani, że dokonując kupna walorów w momencie drastycznych spadków, przewidują wartości w przyszłości i prześcigają rynek. Nie uwzględniają tym samym teorii racjonalnych oczekiwań i efektywności informacyjnej rynku.

W zależności od podejścia, należy rozpatrywać racjonalność inwestorów w różny sposób. Jeśli przyjmie się, że racjonalność jest immanentną właściwością procesu działania rozumianego w tym wypadku jako podejmowanie decyzji, sam fakt wyznaczenia ścieżki postępowania przez inwestora jest przejawem myślenia racjonalnego. W końcu logika, którą człowiek posługuje się na co dzień, obliguje inwestora do subiektywnego rozumienia przyczyny i konsekwencji swoich działań. Jeśli jednak racjonalność zdefiniuje się jako umiejętność obiektywnego oszacowania ryzyka, inwestor, który podejmuje decyzje, bez kalkulowania absolutnie wszystkich typów ryzyka (na przykład emocjonalnego, zdrowotnego, ułomnej percepcji), nigdy nie będzie przejawiał absolutnie racjonalnego podejścia. W konsekwencji gracze indywidualni albo zagłuszają prywatne informacje, swoje przeczucia, bądź zdrowy rozsądek i „uciekają od samych siebie” albo, przeciwnie, identyfikują się w terażniejszości ze swoją przeszłością bez weryfikacji korzyści i ślepo „podążają za samymi sobą”.

To, że inwestor ma świadomość *herdingu*, niekoniecznie oznacza jego racjonalność – inwestor uzasadnia motyw swoich działań, a więc racjonalizuje go. Zasadniczą różnicą pomiędzy racjonalnością a racjonalizacją jest to, że pierwszą należy opisać

jako stan umysłu, a drugą jako konstrukcję myślową dążącą do racjonalności. Racjonalizacja nie jest wyłącznie maksymalizacją użyteczności, nie jest też jednak jej odwrotnością (inwestor nie usiłuje działać na swoją szkodę). Przy czym świadoma imitacja działań innych uczestników, czy w warunkach strachu, czy chłodnej kalkulacji, zawsze jest spowodowana chęcią uniknięcia za wszelką cenę niebezpieczeństw w zamian za osiągnięcie ponadprzeciętnych zysków. W takim przypadku giełdę można potraktować jako środowisko, w którym dominuje keynesowski *animal spirit*, a zachowania należy rozpatrywać z behawioralnego punktu widzenia. Niczym zwierzęta stadne, inwestorzy, naśladują, uśredniają kierunek swoich działań, ciężko jest więc przypisywać graczom maksymalną użyteczność. Pojawiają się jednak pytania, czy zwierzęta są bardziej racjonalne od inwestorów, skoro można stwierdzić, że w pewien sposób każdy osobnik zwierzęcy maksymalizuje swoją użyteczność (oczywiście na poziomie abstrakcji, do którego jest biologicznie zdolny) oraz, czy rezygnacja z ponadprzeciętnych zysków na rzecz minimalizacji ryzyka może być przejawem racjonalności?

Stopień racjonalności z poziomu pojedynczego uczestnika giełdy jest trudny, niemal niemożliwy, do oszacowania. Niemniej jednak, perspektywa rynku jako „żyjącego ekosystemu” pozwala na uwypuklenie racjonalności w niektórych zachowaniach stadnych. Jeśli założy się na przykład, że racjonalne jest to, co optymalne dla rynku, a jest nią spekulacja stabilizująca wrzenie cen instrumentów, racjonalne będą transakcje kontrariańskie. Natomiast ignorowanie istotnych dla cen instrumentów informacji i podążanie za innymi ze strachu i asymetrii informacyjnej (głównie inwestorzy indywidualni), czy presji nadążania za konkurencją i benchmarkami (inwestorzy instytucjonalni) obniża efektywność informacyjną rynków.

Giełda jest środowiskiem sztucznym, stworzonym i wciąż stwarzanym przez człowieka. Ten spaja w sobie specyficzną, unikatową psychikę i logikę działania oraz instynkty pierwotne. Stąd też w zachowaniu się rynku i jego uczestników zawsze obserwowalna jest dualna natura. Samo zjawisko zachowań stadnych doskonale to udowadnia – naśladownictwo można rozpatrywać jako zaślepienie w działaniu w strachu przed stratą lub świadome wejście w główny nurt z przekonaniem o posiadaniu niewystarczających informacji. Niemniej jednak, *herding* wciąż jest skutkiem dążenia do postępowania w sposób racjonalny, a nie wytrychem umożliwiającym osiągnięcie maksymalnej użyteczności.



## Bibliografia

1. Avery Ch., Zemsky P., *Multidimensional Uncertainty and Herd Behavior in Financial Markets*, „American Economic Review” 1998, no. 88 (4), s. 724–748.
2. Banerjee A.V., *A Simple Model of Herd Behaviour*, „The Quarterly Journal of Economics” 1992, no. 107, s. 797–817.
3. Barber B.M., Odean T., *Online Investors: Do the Slow Die First?*, „The Review of Financial Studies” 2002, no. 15, s. 455–487.
4. Black F., *Noise*, „Journal of Finance” 1986, no. 41, s. 529–543.
5. Brennan M.J., *Latent assets*, „The Journal of Finance” 1990, no. 45, s. 709–730.
6. Burghardt M., Ankolekar A., *Follow the Crowd: Herding of Retail Investors at the European Warrant Exchange*, Karlsruhe Institute of Technology, Karlsruhe 2009.
7. Devenow A., Welch I., *Rational herding in financial economics*, „European Economic Review” 1996, no. 40, s. 603–615.
8. Graham J.R., *Herding among Investment Newsletters: Theory and Evidence*, „The Journal of Finance” 1999, no. 54, s. 237–268.
9. Grossman S.J., Stiglitz J.E., *On the Impossibility of Informationally Efficient Markets*, „American Economic Review” 1980, no. 70, s. 393–408.
10. Keynes J.M., *Ogólna teoria zatrudnienia procentu i pieniądza*, PWN, Warszawa 1956.
11. Kwarciański T., *Racjonalność ekonomiczna i zasady moralne*, w: *Człowiek i jego decyzje*, red. K.A. Kłosiński, A. Biel, KUL, Lublin 2009.
12. Lakonishok J., Schleifer A., Vishny R., *The Impact of Institutional Trading on Stock Prices*, „Journal of Financial Economics” 1992, no. 32, s. 23–43.
13. Nofsinger J.R., Sias R.W., *Herding and Feedback Trading by Institutional and Individual Investors*, „The Journal of Finance” 1999, vol. 54, no. 6, s. 2263–2295.
14. Oehler A., Wendt S., *Herding Behavior of Mutual Fund Managers in Germany*, Bamberg University [http://www.fma.org/Prague/Papers/Herding\\_Behavior\\_of\\_Mutual\\_Fund\\_Managers\\_in\\_Germany.pdf](http://www.fma.org/Prague/Papers/Herding_Behavior_of_Mutual_Fund_Managers_in_Germany.pdf) [dostęp: 12.03.2012].
15. Park A., Sabourian H., *Herding and Contrarian Behavior in Financial Markets*, „Econometrica” 2011, vol. 79, issue 4, s. 973–1026.
16. Patel J., Zeckhauser R., Hendricks D., *The Rationality Struggle: Illustrations from Financial Markets*, „The American Economic Review” 1991, vol. 81, no. 2, s. 232–236.
17. *Ranking źródeł informacji 2010*, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych, <http://www.sii.org.pl/edukacja/badania> [dostęp: 11.03.2012].
18. Scharfstein D.S., Stein J.C., *Herd Behavior and Investment*, „The American Economic Review” 1990, no. 80, s. 465–479.

19. Schleifer A., Summers L.H., *The noise trader approach to finance*, „Journal of Economic Perspectives” 1990, no. 4, s. 19–33.
20. Sias R.W., *Institutional Herding*, „Review of Financial Studies” 2004, no. 17, s. 165–206.
21. Simon H.A., *Rationality as Process and as Product of Thought*, „The American Economic Review” 1978, vol. 68, no. 2, s. 1–16.
22. Sławiński A., *Psychologia rynków finansowych*, w: idem, *Rynki finansowe*, PWE, Warszawa 2006.
23. Smoczyński W., *Silny kapitalizm, krucha demokracja*, „Polityka” 2011, nr 11, s. 40–42.
24. Szyszka A., *Finanse behawioralne. Nowe podejście do inwestowania na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2009.



*Michał Polański*

Kolegium Zarządzania i Finansów

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

# Behawioralna wycena aktywów kapitałowych

## 1. Wprowadzenie

Od niedawna, najczęściej w teorii współczesnych finansów, można spotkać się z inną niż klasyczna, racjonalna i fundamentalna wyceną aktywów. Jej źródłem są nie tylko modele, w których urealniono pewne założenia – jak np. APT (ang. *Arbitrage Pricing Theory*), lecz również takie, które opierają się na całkiem nowych założeniach i mechanizmach. Zjawiska znane z finansów behawioralnych – takie jak nadmierna pewność siebie – są czasem wręcz fundamentem tych nadal dość nowatorskich metod, które łamią w ekonomii założenia o racjonalności uczestników życia gospodarczego. Warto więc głębiej przeanalizować tę grupę metod wyceny, która, zdaniem autora, ma szansę w niedalekiej przyszłości przykuć uwagę nowych zwolenników, zarówno z kręgu naukowców, jak i praktyków życia gospodarczego.

Podczas gdy klasyczne modele wyceny bazują na założeniach o racjonalności inwestorów, wyrażającej się w adekwatnej do rzeczywistości ocenie ryzyka, przy jednoczesnej awersji do ryzyka oraz o informacyjnej efektywności rynków finansowych, to w kontekście behawioralnej wyceny można pokusić się o trawestację popularnego powiedzenia, mówiąc, że „nie samą informacją żyje inwestor”. W istocie, człowiek jako czująca, subiektywna istota, w kontekście oceny napływających informacji oraz podejmowania decyzji finansowych, nie tylko posługuje się uproszczonymi sposobami myślenia, czego dowodzą liczni autorzy<sup>1</sup>, lecz nierzadko głównym czynnikiem jego

---

<sup>1</sup> Por. D. Kahneman, *Thinking, Fast and Slow*, Farrar, Straus and Giroux, New York 2011; D. Kahneman, P. Slovic, A. Tversky, *Judgment under uncertainty: heuristics and biases*, Cambridge University Press, Cambridge 1982; A. Tversky, D. Kahneman, *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*, „Science” 1974, vol. 185, s. 1124–1131 oraz przekrojowo T. Zaleśkiewicz, *Psychologia inwestora giełdowego*, GWP, Gdańsk 2003.

postępowania są zmienne o charakterze emocjonalnym. Niektórzy badacze dowodzą również, że nie da się podjąć niemal żadnej skomplikowanej decyzji bez udziału emocji, które narzucają liczne ograniczenia wyboru wynikające z doświadczenia, nabytych zahamowań oraz myślenia perspektywicznego o sobie<sup>2</sup>. Niektóre z tych inklinacji są na tyle charakterystyczne nie tylko dla poszczególnych jednostek w określonych sytuacjach, lecz wręcz dla całego rodzaju ludzkiego w wielu klasach sytuacji, że doczekały się zarówno opisu w ramach ogólnych badań z zakresu finansów behawioralnych, jak i oparto na nich całe modele wycen, nazywane modelami behawioralnymi.

Cytując za Zinem, idealny model behawioralnej wyceny można byłoby określić jako „mocno sparametryzowany, bazujący na typowym, reprezentatywnym agencie (osobie podejmującej decyzje finansowe), który dotyczy równowagi ogólnej, będący w stanie wyjaśnić istotne właściwości historycznych danych pochodzących z rynku aktywów”<sup>3</sup>.

W artykule podjęta została próba dokładnego omówienia najważniejszych teorii wycen bazujących na systematycznych (w określonym horyzoncie czasowym) tendencjach behawioralnych inwestorów. Oprócz sześciu dobrze ugruntowanych teorii ostatnia część artykułu omawia nowe modele, które dodatkowo łączą kwestie psychologiczne z problemem dywidend, co stanowi ciekawy, zdaniem autora, pomost łączący teorie bardziej behawioralne z teoriami klasycznymi.

## 2. Przegląd wybranych behawioralnych teorii wycen

W niniejszej części zostaną omówione najważniejsze i dobrze ugruntowane w literaturze modele wycen i towarzyszące im teorie na podstawie dość trafnego, jak się zdaje autorowi niniejszej publikacji, wyboru, którego dokonał w swoim artykule Oliver Feix<sup>4</sup>, a więc:

- **model wyceny z niekompletną informacją Mertona,**
- **model ewolucyjny Blume’a i Easley’a,**
- **model Shefrina i Statmana z *noise traderami* uwzględniający behawioralną korektę bety z modelu CAPM,**
- **model Odeana biorący pod uwagę zjawisko nadmiernej pewności siebie,**

<sup>2</sup> Por. M. De Practional, *We władzy uczuć*, „Forum” 2009, nr 16, s. 34–37 oraz M.S. Gazzaniga, *Istota człowieczeństwa. Co sprawia, że jesteśmy wyjątkowi*, Smak Słowa, Sopot 2011, s. 129.

<sup>3</sup> S.E. Zin, *Are behavioral asset-pricing models structural?*, „Journal of Monetary Economics” 2001, vol. 49, no. 1, s. 216.

<sup>4</sup> O. Feix, *Behavioral asset pricing*, Seminar Paper to be presented at the Behavioral Finance-Workshop, 2002, s. 9–12.

- **modele Daniela i współpracowników, które rozwijają kwantyfikację nadmiernej pewności siebie w ramach modeli wycen.**

## 2.1. Model wyceny z niekompletną informacją Mertona

Pierwszym, wartym szczególnej uwagi modelem behawioralnej wyceny aktywów kapitałowych, jest model Roberta Mertona zaproponowany w 1987 r., zgodnie z którym ważnym wyzwaniem dla klasycznych finansów jest opracowanie teorii mikroinwestycji oraz ekonomii niepewności<sup>5</sup>. Podstawowym behawioralnym założeniem modelu jest to, że inwestorzy używają tylko niektórych, określonych papierów wartościowych do budowania swoich optymalnych portfeli inwestycyjnych i tylko wtedy, gdy mają dostateczną wiedzę o tych walorach<sup>6</sup>. Natomiast, gdyby zbiory informacji wszystkich inwestorów były kompletne, to wówczas model byłby po prostu zwykłym modelem CAPM<sup>7</sup>. Założenie o niekompletnej informacji, nazywane „preferencją znanego”, ma jednak sens tylko w krótkim horyzoncie czasu, ponieważ „niepełna dyfuzja informacji wśród inwestorów wywiera istotny, z empirycznego punktu widzenia, wpływ na równowagę rynkową związaną z oczekiwanymi stopami zwrotu”<sup>8</sup>. W długim horyzoncie czasu natomiast, według modelu, powinna zostać osiągnięta równowaga<sup>9</sup>, chociaż analizując dane empiryczne, należy powiedzieć, że nie jest to jednak takie pewne<sup>10</sup>. Ciekawym wnioskiem jest również to, że w przypadku mniejszych firm, którymi zainteresowani będą jedynie drobni inwestorzy, będą oni mieli tendencję do osiągnięcia wyższych oczekiwanych stóp zwrotu niż miało to miejsce w modelu z kompletną informacją (klasyczne CAPM)<sup>11</sup>.

## 2.2. Model ewolucyjny Blume’a i Easley’a

Kolejnym behawioralnym ujęciem tematyki wycen jest model Blume’a i Easley’a z 1992 r. Często w klasycznych modelach wycen zakłada się, że chociaż ceny kształtowane są przez ewolucyjny proces przepływów bogactwa pomiędzy inwestorami, gdzie ważnym elementem takiego modelu są oczekiwane stopy wzrostu udziału

---

<sup>5</sup> Por. R.C. Merton, *A simple model of capital market equilibrium with incomplete information*, „The Journal of Finance” 1987, vol. 42, no. 3, s. 483.

<sup>6</sup> Por. O. Feix, op.cit., s. 9.

<sup>7</sup> Por. R.C. Merton, op.cit., s. 493.

<sup>8</sup> O. Feix, op.cit., s. 9.

<sup>9</sup> Por. ibidem, s. 9.

<sup>10</sup> Por. R.C. Merton, op.cit., s. 508.

<sup>11</sup> Por. ibidem, s. 507.

w tym bogactwie, to reguły inwestycyjne stosowane przez inwestorów mogą być bardziej lub mniej właściwe, przy czym te bardziej właściwe pozostają dłużej w kręgu zainteresowań inwestorów<sup>12</sup>. Ważnym spostrzeżeniem wspomnianych badaczy jest też to, że „właściwe reguły nie muszą być racjonalne, a racjonalne reguły nie zawsze są odpowiednie”<sup>13</sup>, przez co to nie racjonalność może być podstawowym determinantem sukcesu na rynku kapitałowym, ale być może właśnie odpowiednie dla danej sytuacji przekonania. Najważniejszy w wypadku adekwatnych do sytuacji zachowań jest proces budowania i modyfikacji przekonań w oparciu o nowo napływające informacje, który, co do sposobu wnioskowania w oparciu o te informacje, zgodny jest z regułą Bayesa. Odpowiada to pewnemu procesowi ewolucji, w którym mimo że napływem i selekcją informacji rządzi pewien chaos i charakterystyczne jest błędzenie, to kryterium tego, co dłużej będzie towarzyszyć temu procesowi (wzrostowi bogactwa inwestora) jest niezmiennie. W przypadku ludzi możliwy jest dodatkowo proces uczenia się, który sprzyja opartemu na doświadczeniu lub racjonalnym myśleniu odrzucaniu niewłaściwych, z punktu widzenia celu inwestycyjnego, przekonań. Badacze osadzają również ten problem w kontekście zagadnienia efektywności rynków finansowych, ponieważ piszą, że efektywność informacyjna, która ma dwie możliwe interpretacje – pierwszą polegającą na tym, że rynek efektywnie agreguje informacje lub przekonania oraz drugą, związaną z faktem, że rynek wiernie odzwierciedla (dokładne) informacje, stoi w sprzeczności z potencjalnym faktem, że inwestorzy mają mało trafne przekonania. Zaproponowany jednak przez autorów proces uczenia się inwestorów rozwiązuje tę sprzeczność, ponieważ agregacja, która najwyraźniej ma miejsce w krótkim horyzoncie czasowym oraz cenowe odzwierciedlanie dokładnych informacji, mające miejsce w długim terminie, może być powiązane za pomocą zbieżności równowag krótkookresowych wynikających z uczenia się według reguły Bayesa do równowagi długoterminowej, która opiera się na racjonalnych oczekiwaniach<sup>14</sup>. Artykuł Blume’a i Easley’a zdaje się, iż postuluje wyższość, a dokładniej pierwotność modelu adaptacyjnych przewidywań (oczekiwań, przekonań) nad modelem racjonalnych oczekiwaniań, który, jako później opracowany, jest w ekonomii najpopularniejszy. Ważnym wnioskiem płynącym również z modelu jest to, że jeśli inwestorzy są kiepskimi „Bayesianami”<sup>15</sup> lub muszą się zbyt dużo nauczyć<sup>16</sup>, to proces konwergencji równowag krótkookresowych do równowagi dłu-

<sup>12</sup> Por. L.E. Blume, D. Easley, *Evolution and market behavior*, „Journal of Economic Theory” 1992b, vol. 58, no. 1, s. 9.

<sup>13</sup> Ibidem, s. 9, 32.

<sup>14</sup> Por. ibidem, s. 32.

<sup>15</sup> Por. ibidem.

<sup>16</sup> Por. O. Feix, op.cit., s. 10.

gookresowej może się nie powieść. Ten dynamiczny model Blume'a i Easley'a również podejmuje ważne zagadnienie inwestycji dokonywanych przez typ inwestorów nieracjonalnych zwanych *noise traders*<sup>17</sup>, których decyzje dotyczące kupna, trzymania lub sprzedaży akcji nie mają żadnych racjonalnych podstaw i są nieprzemysłane, spontaniczne i nieobliczalne. Ważnym z punktu widzenia modelu wyceny jest wpływ decyzji takich inwestorów na równowagę rynku kapitałowego<sup>18</sup>. Okazuje się, że o ile w krótkim horyzoncie czasowym nieadekwatne przekonania mają wpływ na równowagę, o tyle w długim terminie jest to bez znaczenia<sup>19</sup>, ponieważ w zapewnianie równowagi zaangażowane są inne siły rynkowe, które mogą sprzyjać inwestorom bayesowskim bardziej niż innym i tak długo, jak długo ich preferencje będą bliskie logarytmicznym<sup>20</sup>, a czynniki dyskontowe<sup>21</sup> będą wysokie<sup>22</sup>. Takie krótkookresowe ujęcie istotnego wpływu *noise traders* jest odmienne od wcześniej postulowanego przez DeLonga i współpracowników, gdzie dowodzą, że „ryzyko generowane

<sup>17</sup> W literaturze funkcjonuje tylko angielskie określenie. Czasem nazywa się tę grupę inwestorów *idiot traders*.

<sup>18</sup> Por. O. Feix, op.cit., s. 9.

<sup>19</sup> Temu zagadnieniu poświęcony został oddzielny artykuł wspomnianych autorów, którzy dowodzą, że chociaż racjonalne uczenie się jest tym, co uzależnia od siebie ograniczone takim myśleniem przekonania oraz zachowania, które również przez to są ograniczone, to w prostej, modelowej gospodarce nie wszyscy muszą być racjonalnymi i uczącymi się w sposób bayesowski inwestorami, by możliwa była równowaga oparta na racjonalnych oczekiwaniach. Siły odpowiadające za selekcję na rynku są wystarczające, by możliwe było w długim terminie osiągnięcie racjonalnej w zakresie oczekiwań równowagi przy różnych klasach inwestorów, wśród których oprócz racjonalnej większości nie brakuje tych, którzy uczą się w mniej racjonalny sposób. Ważny jest tutaj sam proces uczenia się i racjonalność samego procesu, a nie konkretne informacje i przesłanki, przez co racjonalnie uczący się inwestorzy, choćby przez chwilę bazowali na mało wiarygodnych przesłankach, to w długim terminie będą zdolni zmodyfikować swoje przewidywania w oparciu o nowe informacje tak, że po tamtych, błędnych informacjach nie będzie już śladu zarówno w ich przekonaniach, jak i w zachowaniach (decyzjach). Oznacza to również, że *noise traders* albo się w ogóle nie uczą, albo uczą się w sposób nieprawidłowy (niezgodny z regułą Bayesa). Por. L.E. Blume, D. Easley, *Rational expectations and rational learning*, Economic Theory Workshop, Cornell University, 1992a, June, s. 2.

<sup>20</sup> Czyli funkcja użyteczności odzwierciedla m.in. prawo malejącej użyteczności krańcowej, bo jak wiadomo funkcja logarytmiczna jest rosnąca, ale rośnie coraz wolniej.

<sup>21</sup> Czynniki dyskontowe, a więc  $\frac{1}{(1+r)^k}$ , gdzie  $r$  jest stopą dyskontową. Czynnikiem dyskontowym jest

to współczynnik, którego używamy do modyfikacji wielkości strumienia pieniężnego z przyszłego okresu  $k$ , w zależności od ceny pieniądza, która określana jest przez wielkość stopy dyskontowej. Wysokie czynniki dyskontowe umożliwiają niemal bezpośrednie porównywanie strumieni pieniężnych z różnych okresów i można o nich mówić, że są wysokie, wtedy, gdy stopa procentowa jest możliwie jak najmniejsza.

<sup>22</sup> Por. O. Feix, op.cit., s. 10, L.E. Blume, D. Easley, op.cit., s. 22–23 oraz H. Shefrin, M. Statman, *Behavioral capital asset pricing theory*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1994, vol. 29, no. 3, s. 333.

przez *noise traderów* sprawia, że aktywa finansowe są systematycznie źle wyceniane w stosunku do ich wartości fundamentalnej<sup>23</sup>.

### 2.3. Model Shefrina i Statmana z *noise traderami* uwzględniający behawioralną korektę bety z modelu CAPM

Inny model, autorstwa szczególnie popularnych obecnie badaczy z kręgu ilościowych finansów behawioralnych (ang. *quantitative behavioral finance*) – Shefrina i Statmana<sup>24</sup>, stanowi próbę rozwinięcia zagadnienia *noise traderów* w kontekście wyceny aktywów kapitałowych. Zasadniczym przedmiotem analizy tych autorów jest ogólny efekt nieprawidłowych przekonań na rynku, wynikających z obecności *noise traderów*, na ceny równowagi na rynku papierów wartościowych<sup>25</sup>. W tym modelu zakłada się, że *noise traders* wchodzi w interakcje z *information traders*, z tym, że w przeciwieństwie do poprzedniej teorii Blume'a i Easley'a ta pierwsza kategoria inwestorów jest na tyle zróżnicowana, że nie wszyscy z nich popełniają jednakowe błędy i w rezultacie skumulowane przez nich na rynku kapitałowym bogactwo nie musi zanikać w długim horyzoncie czasowym<sup>26</sup>. Drugą grupę inwestorów, z kolei, można zdefiniować jako inwestorów uczących się zgodnie z regułą Bayesa, których przekonania, co do ich celu, mogą być wywiedzione z postulatów maksymalizacji oczekiwanej użyteczności<sup>27</sup>. Model Shefrina i Statmana jest szczególnie ciekawy z tego powodu, że wprowadza użyteczną modyfikację do modelu CAPM w postaci nowej bety, nazywanej czasem behawioralną betą, chociaż być może nie do końca słusznie, ponieważ taka beta zawiera dwa komponenty – behawioralny (ang. *sentiment component*) oraz fundamentalny<sup>28</sup>. Komponent behawioralny wiąże się z kolei z koncepcją sentymentu na rynku, który bazuje na kilku behawioralnych inklinacjach inwestorów, tj. heurystyka reprezentatywności oraz nadmierna pewność siebie, które mogą skutkować nadmiernym optymizmem, pesymizmem lub innymi tendencjami w zakresie sądów i ocen. Sentyment, dokładniej mówiąc, rozumiany jest jako „zagregowane błędy inwestorów manifestujące się w cenach papierów

<sup>23</sup> L.E. Blume, D. Easley, op.cit., s. 33; por. także J.B. DeLong, A. Schleifer, L. Summers, R. Waldman, *Noise trader risk in financial markets*, „Journal of Political Economy” 1990, vol. 98, no. 4, s. 703.

<sup>24</sup> Por. H. Shefrin, M. Statman, op.cit., s. 323–349.

<sup>25</sup> Por. O. Feix, op.cit., s. 10.

<sup>26</sup> Por. ibidem, s. 10.

<sup>27</sup> Por. H. Shefrin, M. Statman, op.cit., s. 330.

<sup>28</sup> Por. H. Shefrin, *A Behavioral approach to asset pricing theory*, Elsevier, Burlington–San Diego–London 2008, s. 264.

wartościowych”<sup>29</sup>. Warto w tym miejscu zarysować koncepcję behawioralnej bety, która, jak dotąd, została gruntownie omówiona w kilku publikacjach<sup>30</sup>. W popularnym modelu wyceny aktywów kapitałowych CAPM dane jest równanie SML, które przedstawia się następująco:

$$k_i = k_{RF} + \beta_i (k_M - k_{RF}).$$

W warunkach idealnej racjonalności inwestorów powyższa tożsamość powinna zachodzić. Nie zawsze jednak obie strony równania będą sobie równe, innymi słowy nie zawsze będzie miała miejsce następująca tożsamość:

$$k_i - k_{RF} - \beta_i (k_M - k_{RF}) = 0.$$

Wówczas, gdy lewa strona różna jest od zera, a więc, gdy ceny są nieefektywne, możliwy jest „niezwyčajny zwrot” (ang. *abnormal return*) na danym aktywie, który równa się lewej stronie przedstawionego wyżej równania:

$$AR = k_i - k_{RF} - \beta_i (k_M - k_{RF}).$$

H. Shefrin i M. Statman zaproponowali następujący wzór na tę „oczekiwaną niezwyčajną stopę zwrotu” (symbolem gwiazdki (\*) zaznaczono dodatkowo wielkości oczekiwane):

$$AR^* = \left( \frac{\beta_i}{\beta_{k_{MV}}^*} - \beta_i^* \right) (k_M^* - k_{RF}),$$

gdzie:

$\beta_{k_{MV}}^*$  – beta, która mierzy stopień, w jakim  $k_{MV}$  jest średnio-wariancyjnie efektywna (w najlepszym wypadku równa 1),  $k_{MV}^*$  – czynnik rynku,  $\beta_i$  – beta średnio-wariancyjna dowolnego portfela składającego się z  $i$  w stosunku do rynku (beta prawdziwa),  $\beta_i^*$  – beta waloru  $i$  mierzona względem czynnika rynku lub, inaczej mówiąc, po prostu względem rynku.

Warto zwrócić również uwagę na fakt, że autorzy omawianej koncepcji, wprowadzili pojęcie „korekty bety”, które tożsame jest z następującym czynnikiem ze wzoru na  $AR^*$ :

$$\frac{\beta_i}{\beta_{k_{MV}}^*} - \beta_i^*$$

<sup>29</sup> Ibidem, s. 216.

<sup>30</sup> Por. H. Shefrin, M. Statman, op.cit., s. 341–343 oraz H. Shefrin, op.cit., s. 268.



Chociaż sama koncepcja jest znacznie bardziej zawiła niż ukazuje to zaprezentowana wyżej uproszczona synteza i wymagałaby, ze względu na odniesienia do koncepcji portfeli inwestycyjnych, omówienia zagadnień, takich jak teoria portfelowa, funkcje użyteczności oraz szczególnie ważnego dla koncepcji behawioralnej bety stochastycznego czynnika dyskontowego (SDF), to oprócz zrozumiałego i intuicyjnego pojęcia niezwykajnego oczekiwanego zwrotu warto podkreślić, że „kiedy ceny są efektywne, średnio-wariancyjny<sup>31</sup> rozkład zwrotów jest bardzo bliski zwrotowi z portfela składającego się ze «zwrotu z rynku» oraz nieznaczej porcji papierów wartościowych wolnych od ryzyka. Kiedy ceny są natomiast nieefektywne, to średnio-wariancyjny rozkład zwrotów oscyluje wokół stopy wzrostu konsumpcji  $g$ ”<sup>32</sup>, która przebiega zgodnie z pewną funkcją wielomianową określonego stopnia. Ponadto, ogólny wniosek, jaki płynie z koncepcji Shefrina i Statmana jest taki, że referencyjny portfel rynkowy z tradycyjnego modelu CAPM powinien zostać zmodyfikowany tak, by miał tendencję do odzwierciedlania bardziej niedowartościowanych walorów niż przewartościowanych<sup>33</sup>.

Shefrin i Statman znacznie pogłębili liczne rozróżnienia dotyczące inwestorów zaproponowane przez Blume’a i Easley’a. Umożliwiło to przedstawienie klasyfikacji inwestorów w zależności od ich źródeł informacji oraz sposobów formułowania przekonań i kryteriów decyzyjnych, co zostało zaprezentowane na schemacie 1. Najważniejsza konkluzja płynąca z modeli zaprezentowanych przez tych badaczy jest taka, że w krótkim terminie wygrywają ci, którzy mają najbardziej adekwatne przekonania do sytuacji panującej na rynku, natomiast w długim horyzoncie dodatkowo zyskuje na znaczeniu bycie racjonalnym, bo modele behawioralne w takiej perspektywie są zbieżne z tymi, które powszechne są w finansach klasycznych. Brak elastyczności zachowań, nieracjonalność w długim horyzoncie czasowym lub zupełna przypadkowość działań jest natomiast nieadaptacyjna, ponieważ wiąże się ze zjawiskiem selekcji negatywnej takich inwestorów, którzy w długim horyzoncie najczęściej tracą.

---

<sup>31</sup> Kryterium efektywności średniej-wariancji (ang. *mean-variance criterion*) dotyczy selekcji portfela inwestycyjnego w teorii portfelowej, które bazuje na średnich i wariancjach stóp zwrotu. Zgodnie z tym kryterium może być dokonywany wybór portfela o wyższej oczekiwanej stopie zwrotu przy założonej wariancji lub portfela o niższej wariancji przy założonej oczekiwanej stopie zwrotu. Por. <http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/Mean-variance+criterion>.

<sup>32</sup> H. Shefrin, op.cit., s. 264.

<sup>33</sup> Por. O. Feix, op.cit., s. 10.



**Schemat 1. Klasyfikacja inwestorów w ramach finansów behawioralnych – synteza ujęcia Blume’a i Easley’a oraz Shefrina i Statmana**



Źródło: opracowanie własne.

Oprócz ścisłych i głęboko teoretycznie ugruntowanych klasyfikacji inwestorów zaproponowanych przez autorów dwóch wcześniej omawianych koncepcji wycen behawioralnych<sup>34</sup>, można spotkać się w literaturze z jeszcze innymi ciekawymi ujęciami. W. Yue i współpracownicy zaproponowali następujący podział<sup>35</sup>:

1. **Inwestorzy bazujący na strategii „momentum”**<sup>36</sup> (*ang. momentum agents*), którzy formułują oceny wyłącznie w oparciu o przeszłe ruchy cen, przez co prywatne informacje dotyczące rynku nie są brane przez nich pod uwagę.
2. **Inwestorzy bazujący na szumie** (*ang. noise agents*), dokonujący ocen losowo w oparciu o rozkład jednostajny.
3. **Zwyczajni inwestorzy** (*ang. generic agents*), których oczekiwania opierają się na informacjach, które otrzymują z rynku.
4. **Uczący się inwestorzy** (*ang. learning agents*), którzy zapamiętują przeszłe informacje i uwzględniają je przy kolejnych ocenach.

<sup>34</sup> Chodzi o koncepcję Blume’a i Easley’a oraz Shefrina i Statmana.

<sup>35</sup> W. Yue, S. Mehta, A.R. Chaturvedi, *Is more information better? The effect of traders' irrational behavior on an artificial stock market*, ICIS 2000 Proceedings, 2000, Paper 72, s. 665–666.

<sup>36</sup> Najogólniej, jest to strategia inwestycyjna, której celem jest osiągnięcie zysku dzięki oczekiwanej kontynuacji istniejącego w danym momencie na rynku trendu i polega na kupowaniu lub przetrzymywaniu w portfelu akcji „gorących”, a więc zwyżkujących i sprzedawaniu „zimnych”, a więc takich, które tracą. Por. [http://www.investopedia.com/terms/m/momentum\\_investing.asp#axzz2AHpCTuPf](http://www.investopedia.com/terms/m/momentum_investing.asp#axzz2AHpCTuPf).

5. **Nadmiernie pewni siebie inwestorzy (ang. *overconfident agents*)**, przeszacowujący wagę prywatnych informacji dotyczących rynku, które stamtąd do nich płyną. Kolejne koncepcje dotyczące wycen behawioralnych odnoszą się do tej piątej grupy inwestorów, którzy charakteryzują się nadmierną pewnością siebie, którą różnie można zdefiniować – zarówno w kontekście decyzji finansowych, jak i sposobów jej ilościowego ujmowania w modelu.

## 2.4. Model T. Odeana biorący pod uwagę zjawisko nadmiernej pewności siebie

Pierwszym z modeli wycen odnoszącym się do zjawiska nadmiernej pewności siebie (ang. *overconfidence*) jest model Terrance'a Odeana z 1998 r. Szczególnym atutem tego badacza jest to, że od bardzo dawna zajmował się on w nurcie finansów behawioralnych zjawiskiem nadmiernej pewności siebie inwestorów i przebadał zarówno empirycznie, jak i eksplorował teoretycznie oraz modelowo temat z bardzo wielu możliwych stron. Generalnym przekonaniem tego badacza, mającym potwierdzenie w wielu badaniach, jest to, że ludzie, w pewien sposób, co do zasady, są nadmiernie pewni siebie i siłą rzeczy fakt ten wpływa na rynek kapitałowy. W modelu z 1998 r., inwestorzy są racjonalni niemal we wszystkim z wyjątkiem tego, jak oceniają napływające informacje, gdy mają do czynienia pojedynczym ryzykownym walorem<sup>37</sup>. Nadmierna pewność siebie, która w modelu dana jest egzogenicznie<sup>38</sup>, według ustaleń badacza zwiększa oczekiwany wolumen transakcji, pogłębia rynek<sup>39</sup> i obniża oczekiwaną użyteczność takich inwestorów<sup>40</sup>, a także zwiększa zmienność cen na rynku, co jest najsilniejszym przejawem tego zjawiska<sup>41</sup>. Wpływ na zmienność i ceny na rynku zależy również od tego, kto jest nadmiernie pewny siebie<sup>42</sup>. W kontekście racjonalnych oczekiwań warto również podkreślić fakt,

<sup>37</sup> Por. O. Feix, *op.cit.*, s. 10.

<sup>38</sup> Por. *ibidem*, s. 11.

<sup>39</sup> Głębokość rynku jest to wielkość zlecenia potrzebna do tego, by „ruszyć rynek” o określoną kwotę. Jeśli rynek jest głęboki, to duże zlecenie może jedynie mieć wpływ na zmianę ceny. Głębokość rynku ściśle związana jest z pojęciem płynności, a więc łatwością znalezienia partnera do transakcji handlowej, przez co głęboki rynek, to rynek płynny. Por. [http://en.wikipedia.org/wiki/Market\\_depth](http://en.wikipedia.org/wiki/Market_depth).

<sup>40</sup> Por. T. Odean, *Volume, volatility, price, and profit when all traders are above average*, „The Journal of Finance” 1998, vol. 53, no. 6, s. 1887.

<sup>41</sup> Por. O. Feix, *op.cit.*, s. 10.

<sup>42</sup> Wskazanych jest tutaj kilka grup inwestorów, tj. inwestorzy biorący cenę z rynku (ang. *price takers*), na którym informacja jest szeroko rozpowszechniona, inwestorzy strategiczni będący, jak można przypuszczać, np. członkami zarządu innych przedsiębiorstw (ang. *insiders*) oraz animatorzy rynku (ang. *marketmakers*). Por. T. Odean, *op.cit.*, s. 1887–1888.

że „nadmiernie pewni siebie inwestorzy mogą sprawić, że rynek będzie reagował w niedostatecznym stopniu na informacje racjonalnych inwestorów”<sup>43</sup>. Ponadto, rynek niedostatecznie reaguje na abstrakcyjne, statystyczne i bardzo istotne informacje, natomiast przesadnie odpowiadana na rzucające się w oczy, niepotwierdzone i mniej istotne informacje<sup>44</sup>. Mechanizm leżący u podłoża zjawiska *overconfidence* polega na tym, że „przyjmujący cenę z rynku poszczególni inwestorzy myślą, że sygnał, który otrzymują jest bardziej trafny<sup>45</sup> niż ma to miejsce w rzeczywistości i tym samym rynek przesadnie reaguje na ten sygnał”<sup>46</sup>, natomiast w końcu, gdy oczekiwany stan natury się zrealizuje, to dokonuje się na rynku korekta ceny<sup>47</sup>. To właśnie ten mechanizm odpowiada za zwiększoną zmienność<sup>48</sup>, a także negatywną autokorelację stóp zwrotu w długim horyzoncie czasu<sup>49</sup>. Wszystkie wyżej wymienione efekty, mające swoje behawioralne źródło w zjawisku nadmiernej pewności siebie są poważnym źródłem nieefektywności na rynku kapitałowym<sup>50</sup>.

## 2.5. Modele K. Daniela i współpracowników, które rozwijają kwantyfikację nadmiernej pewności siebie w ramach modeli wycen

Następną grupą modeli bazujących na zjawisku *overconfidence* są modele zaproponowane przez Kenta Daniela i jego współpracowników, którzy w serii kilku artykułów eksplorowali następujące zjawiska:

- **nadmierna pewność siebie (NPS) w kontekście prywatnych informacji,**
- **wyprowadzenie podobnego do CAPM modelu bazującego na NPS w kontekście zjawiska arbitrażu i równowagi na rynku.**

W artykule z 1998 r.<sup>51</sup> wspomniani wyżej autorzy zaproponowali zawężenie efektu **nadmiernej pewności siebie** do obszaru informacji prywatnych, ponieważ „inwestorzy przeszacowują swoje umiejętności generowania informacji bądź identyfikowania istotności istniejących danych, których inni nie doceniają i tym

---

<sup>43</sup> Ibidem, s. 1887.

<sup>44</sup> Por. ibidem.

<sup>45</sup> Wiernie odzwierciedlający to, co się dzieje z cenami.

<sup>46</sup> O. Feix, op.cit., s. 11.

<sup>47</sup> Por. ibidem.

<sup>48</sup> Por. T. Odean, op.cit., s. 1919.

<sup>49</sup> Por. O. Feix, op.cit., s. 11.

<sup>50</sup> Por. T. Odean, op.cit., s. 1916.

<sup>51</sup> Por. K. Daniel, D. Hirshleifer, A. Subrahmanyam, *Investor psychology and security market under- and overreactions*, „The Journal of Finance” 1998, vol. 53, no. 6, s. 1839–1885.

samym niedoszacowują własnych błędów prognozy<sup>52</sup>. Ponadto autorzy uwzględnili w swoich badaniach jeszcze inny efekt, zwany błędem samoatrybucji<sup>53</sup>, który polega na tym, że osoba przypisuje sukcesy własnym umiejętnościom, a porażki zrzuca na brak szczęścia lub na pecha. Błąd samoatrybucji w przypadku zachowań inwestorów przejawia się, zgodnie z modelem, tym, że pewność siebie inwestora wzrasta, gdy publiczne informacje są zgodne z tym, które dotychczas uważali oni za istotne, natomiast nie maleje ona współmiernie, gdy publiczne informacje stoją w sprzeczności z ich informacjami prywatnymi<sup>54</sup>. Z kolei sama nadmierna pewność siebie w zakresie źródeł informacji skutkuje tym, że „jeżeli inwestor wykazuje większą pewność siebie co do sygnałów lub ocen, które wiążą się z większym osobistym zaangażowaniem, to będzie on bardziej skłonny do bycia nadmiernie pewnym siebie co do informacji, które wygenerował niż w stosunku do informacji publicznych<sup>55</sup>. Skutkiem opisywanej wyżej preferencji informacji prywatnych będzie nadmierna reakcja rynku na informacje prywatne<sup>56</sup>. *Overconfidence* oraz błąd samoatrybucji mają jednak odmienny, choć nie wykluczający się wzajemnie, wpływ na występujące na rynku anomalie w zakresie cen. Z jednej strony, nadmierna pewność siebie wiąże się z negatywną autokorelacją stóp zwrotu przy dużych opóźnieniach oraz nadmierną zmiennością. Z drugiej strony, tendencyjna samoatrybucja skutkuje pozytywną autokorelacją dla małych opóźnień<sup>57</sup>, dryfem w kierunku krótkoterminowych zysków, chociaż negatywnym związkiem pomiędzy przyszłymi stopami zwrotu a długotrwałymi przeszłymi rynkowymi oraz fundamentalnymi wskaźnikami wyników przedsiębiorstwa<sup>58</sup>.

Kolejny artykuł Daniela i współpracowników opublikowany w 2001 r.<sup>59</sup> dostarcza alternatywnego do CAPM modelu opartego na zjawisku nadmiernej pewności siebie. Teoria zawarta we wspomnianym artykule oraz zaproponowany w jej ramach model są próbą „integracji awersji do ryzyka, obecności wielu różnych ryzykownych

---

<sup>52</sup> O. Feix, op.cit., s. 11.

<sup>53</sup> Samoatrybucja to sposób, w jaki ludzie wyjaśniają własne zachowania. Nazywana jest inaczej atrybucją Ja.

<sup>54</sup> Por. K. Daniel, D. Hirshleifer, A. Subrahmanyam, op.cit., s. 1844–1845.

<sup>55</sup> O. Feix, op.cit., s. 11.

<sup>56</sup> Por. ibidem.

<sup>57</sup> Zjawisko to określa się również czasem jako „momentum”.

<sup>58</sup> Por. K. Daniel, D. Hirshleifer, A. Subrahmanyam, op.cit., s. 1839.

<sup>59</sup> Por. K. Daniel, D. Hirshleifer, A. Subrahmanyam, *Overconfidence, arbitrage, and equilibrium asset pricing*, „The Journal of Finance” 2001, vol. 56, no. 3, s. 921–965 oraz związany z nim wcześniejszy *working paper* – K. Daniel, D. Hirshleifer, A. Subrahmanyam, *Covariance risk, mispricing, and the cross section of security returns*, NBER Working Paper No. 7615/2000.

walorów<sup>60</sup> oraz przejawów działalności arbitrażystów na rynku<sup>61</sup>. W tym modelu nadmierna pewność siebie jest rozumiana jako przekonanie inwestora o tym, że określony walor jest mniej ryzykowny niż w rzeczywistości<sup>62</sup>. Zaproponowany model odzwierciedla zarówno ryzyko kowariancji<sup>63</sup>, jak również nieprawidłowe postrzeganie perspektyw związanych z notowaną spółką bardziej pewnych siebie inwestorów w sytuacji, gdy dodatkowo arbitrażyści, którzy są racjonalni i charakteryzują się awersją do ryzyka<sup>64</sup>, usiłują grać przeciwko nieprawidłowej wycenie, wynikającej z nieprawidłowych przekonań wspomnianej wcześniej nadmiernie pewnej siebie części inwestorów<sup>65</sup>. Chociaż sam model jest zbyt złożony, by w tym miejscu przedstawić go choćby w uproszczeniu, to ważną zależnością, którą można w jego ramach zaobserwować jest to, że „w stanie równowagi, oczekiwane stopy zwrotu są liniowo związane zarówno z miarami ryzyka, jak i nieprawidłowej wyceny (np. wskaźnik relacji ceny fundamentalnej do ceny rynkowej<sup>66</sup>)<sup>67</sup>. Inny intuicyjny związek, jaki można wywieść z modelu, związany jest z tym, że „im większy odsetek nadmiernie pewnych siebie jednostek w populacji inwestorów i większa ich wypadkowa NPS, tym niższa jest premia za ryzyko<sup>68</sup>, co jest dosyć zrozumiałe, ponieważ pewność siebie można rozumieć jako coś przeciwnego do niepewności, a więc także do awersji do ryzyka<sup>69</sup>. Idąc dalej, można też powiedzieć, że oczekiwana stopa zwrotu z danego papieru wartościowego będzie wzrastać wraz ze wzrostem jednocześnie bety w relacji do rynku oraz nieprawidłowej obecnej wyceny tego waloru<sup>70</sup>. Zaproponowany model daje również możliwość prognozowania przyszłych stóp zwrotu na podstawie takich wielkości, jak relacja ceny fundamentalnej do rynkowej<sup>71</sup>, wartość rynkowa, przy

---

<sup>60</sup> Jest to zatem rozwinięcie dwóch wcześniej omawianych koncepcji bazujących na zjawisku *overconfidence*, ponieważ w tym modelu, w przeciwieństwie do poprzednich, nie analizuje się już sytuacji uwzględniającej jedynie pojedynczy ryzykowny papier wartościowy.

<sup>61</sup> O. Feix, op.cit., s. 11.

<sup>62</sup> Por. ibidem.

<sup>63</sup> Ryzyko kowariancji to dla autorów cytowanego artykułu po prostu beta z modelu CAPM.

<sup>64</sup> Por. D. Hirshleifer, *Investor psychology and asset pricing*, „The Journal of Finance” 2001, vol. 56, no. 4, s. 1533–1565.

<sup>65</sup> Por. K. Daniel, D. Hirshleifer, A. Subrahmanyam, *Overconfidence, arbitrage...*, op.cit., s. 921.

<sup>66</sup> Przykładem takiego wskaźnika może być wskaźnik wartości księgowej podzielonej przez wartość rynkową.

<sup>67</sup> K. Daniel, D. Hirshleifer, A. Subrahmanyam, *Overconfidence, arbitrage...*, s. 921.

<sup>68</sup> O. Feix, op.cit., s. 12.

<sup>69</sup> Można zatem przypuszczać, że poziom pewności siebie będzie wpływał na poziom awersji do ryzyka, ponieważ są to jakby dwie strony tej samej zmiennej behawioralnej.

<sup>70</sup> Por. O. Feix, op.cit., s. 12.

<sup>71</sup> Wysoki wskaźnik relacji wartości fundamentalnej do rynkowej oznacza wysokie przyszłe stopy zwrotu. Dodatkowo, wskaźnik ten ma skłonność do utrzymywania się na wysokim poziomie, gdy

czym beta stanowi ważny moderator w tych przewidywaniach<sup>72</sup>. Nadmierna reakcja inwestorów na informacje dotyczące danego waloru skutkuje, według tego modelu, przeszacowaniem ceny waloru<sup>73</sup>. Ważnym wnioskiem z omawianego artykułu, jest także to, że z punktu widzenia niniejszej pracy, rynkowy wskaźnik – stopa wypłaty dywidendy – powinien pozytywnie korelować z przyszłymi stopami zwrotu z takich walorów<sup>74</sup>.

### 3. Teorie behawioralnych wycen bazujące na dywidendach

Na koniec warto również omówić behawioralne teorie wycen, które odnoszą się do tematyki dywidend. Chociaż niewiele jest jeszcze artykułów poświęconych tej tematyce, to ukazało się niedawno kilka bardzo obszernych analiz dwóch badaczy – Yana Li oraz Liyana Yanga w formie *working papers*<sup>75</sup>, w których dokonywana jest próba ujęcia zależności między zmiennością wypłat dywidendy a cenami akcji. Badacze osadzają swój model w paradygmacie finansów behawioralnych, uwzględniając zjawiska, takie jak efekt wąskich ram<sup>76</sup> i awersja do ryzyka. Pierwszy z tych efektów, w świetle wielu analiz, oznacza skłonność inwestorów do oddzielania ryzyka związanego z inwestycjami na rynku kapitałowym od całkowitego ryzyka, na jakie narażony jest ich stan posiadania<sup>77</sup>. Zgodnie z efektem wąskich ram, inwestorzy

---

zarówno ryzyko jest wysokie, jak i gdy rynek zareagował niewspółmiernie na bardzo niekorzystne sygnały. Jeszcze inna prawidłowość polega na tym, że wysoki poziom relacji wartości księgowej do rynkowej (BV/P) odzwierciedla zarówno nieprawidłową wycenę, jak i ryzyko, podczas gdy beta sygnalizuje tylko ryzyko, przez co BV/P jest lepszym predyktorem przyszłych zwrotów. Ponieważ jednak beta, jako węższy, co do zakresu odzwierciedlanych zjawisk, wskaźnik pomaga rozróżnić wspomniane dwa zjawiska (nieprawidłowa wycena i ryzyko), toteż zarówno ona, jak i BV/P mogą łącznie dosyć dokładnie przewidywać przyszłe tendencje w zakresie cen na rynku. Przy nasilonej NPS dużej części inwestorów zdolność predykcyjna bety jednak zanika, o czym warto pamiętać, wykorzystując ten model do analiz. Por. D. Hirshleifer, op.cit., s. 1565–1566.

<sup>72</sup> Por. K. Daniel, D. Hirshleifer, A. Subrahmanyam, *Overconfidence, arbitrage...*, op.cit., s. 921.

<sup>73</sup> Por. D. Hirshleifer, op.cit., s. 1565.

<sup>74</sup> Por. ibidem, s. 1566.

<sup>75</sup> Por. Y. Li, L. Yang, *Dividend Volatility and Asset Prices: A Loss Aversion/Narrow Framing Approach*, Unpublished Working Paper, 2010 oraz Y. Li, L. Yang, *The Asset Pricing Implications of Dividend Volatility*, Unpublished Working Paper, 2011.

<sup>76</sup> Skłonność inwestorów do analizowania danego zjawiska w oderwaniu od istotnego dla tego problemu kontekstu.

<sup>77</sup> Por. Y. Li, L. Yang, *The Asset Pricing...*, op.cit., s. 2.

będą zachowywali się tak, jakby całkowitą użyteczność<sup>78</sup> w zakresie swojego bogactwa czerpali wyłącznie z tej alternatywy inwestycyjnej (związanej z inwestycjami w akcje), niezależnie od pozostałej części swojego stanu posiadania<sup>79</sup>. Dodatkowo, drugi czynnik behawioralny – awersja do ryzyka – sprawia, że inwestorzy, chcąc ograniczyć „przykrość” związaną z przetrzymywaniem akcji, które charakteryzują się dużą zmiennością w zakresie dywidend<sup>80</sup>, będą oczekiwali wyższej premii za ryzyko w zamian za utrzymywanie takich akcji w swoim portfelu<sup>81</sup>. Inwestorzy traktują sytuację większej zmienności dywidend jako przejaw bardziej niepewnego środowiska inwestycyjnego, przez co w sytuacji, gdy traktują oni taką inwestycję, jak gdyby inwestowali w nią cały majątek i są przy tym niechętni wobec ryzyka, to wymagana przez nich premia za ryzyko będzie systematycznie zawyżana, przez co zmienność dywidend będzie miała wpływ na wycenę aktywów kapitałowych<sup>82</sup>. Mechanizmem pośredniczącym w tym procesie jest zależność zmienności dywidend od zmienności konsumpcji. Warto w tym miejscu zwrócić uwagę na ważną makroekonomiczną zależność. Dość oczywistym ekonomicznym faktem jest to, że poziom konsumpcji u ludzi może fluktuować. Chociaż jednostki mają pewien stały wymagany poziom konsumpcji, to jednak z różnych ekonomicznych powodów ich poziom konsumpcji narażony jest na fluktuacje, co, przy awersji do ryzyka, wywołuje w prosty sposób niechęć wobec takiej zmienności poziomu konsumpcji. Ponieważ dla wszystkich ludzi pewien wymagany poziom, np. comiesięcznej konsumpcji jest stały, toteż dywidendy narażone są w szczególności na to, że zostaną skonsumowane. Uczestnicy życia gospodarczego różnią się między sobą poziomem zaspokajania swojego zapotrzebowania na konsumpcję ze środków z tytułu wypłaconych dywidend. Im większa część konsumpcji zaspokajana jest z dywidend, tym bardziej konsumpcja narażona jest na ryzyko związane ze zmiennością poziomu dywidend. Im wyższa jest ta proporcja, tym większy jest lewar konsumpcyjny (ang. *consumption leverage*) lub inaczej konsumpcyjna beta (ang. *consumption beta*). Zjawisko to zatem może silnie wiązać zmienność konsumpcji ze zmiennością poziomu dywidend. Słowem, zmienność w zakresie dywidend, zależnie od zaangażowania (lub podatności) w zaspokajanie konsumpcji, przekłada się na zmienność konsumpcji, a zmienność

---

<sup>78</sup> A więc również ryzyko.

<sup>79</sup> Por. N. Barberis, M. Huang, *The loss aversion / narrow framing approach to the equity premium puzzle*, NBER Working Paper No. 12378/2006.

<sup>80</sup> Zagregowana zmienność dywidend, rozumiana przez autorów cytowanego artykułu jako odchylenie standardowe stopy wzrostu dywidendy, traktowana jest, zdaniem tych badaczy, jako miara ryzyka, którą posługują się inwestorzy.

<sup>81</sup> Por. Y. Li, L. Yang, *The Asset Pricing...*, op.cit., s. 2.

<sup>82</sup> Por. ibidem.



konsumpcji na popyt globalny i wyniki przedsiębiorstw, a więc też na perspektywę wypłaty dywidend i ceny akcji<sup>83</sup>. Niechęci do ryzyka fluktuacji konsumpcji dowodzi również przekonanie niektórych ekonomistów, że premia za ryzyko związana z inwestycją w określone aktywa jest zdeterminowana aktualnymi możliwościami zabezpieczenia się przed fluktuacjami poziomu konsumpcji<sup>84</sup>. W tym makroekonomicznym kontekście konsumpcyjna beta będzie się zatem przekładać na wysokość wymaganej przez inwestorów premii za ryzyko<sup>85</sup>. Należy jednak pamiętać, że wcześniejsze modele, które ujmowały wspomniane przed chwilą zależności, nie uwzględniały efektów behawioralnych, o których mówią bardziej nowoczesne prace<sup>86</sup>. Wracając do artykułu Yana Li i Liyan Yanga, w którym została włączona perspektywa behawioralna, można zauważyć, że model oparty na konsumpcji, po uwzględnieniu efektu wąskich ram i awersji do ryzyka, daje jeszcze bardziej złożony obraz opisywanych przed chwilą zależności pomiędzy zmiennością dywidend a zmiennością konsumpcji. Perspektywa zaproponowana w tym artykule pozwala rozgraniczyć wpływ zmienności konsumpcji od eksplorowanej przez autorów zmienności dywidend, w zakresie, w jakim wpływają one na ceny akcji<sup>87</sup>. Czynniki behawioralne dostarczają zatem nowych prawidłowości. Z jednej strony, awersja do ryzyka powoduje, że inwestorzy są ostrożniejsi w swoich przewidywaniach i wymagają wyższej premii za kapitał<sup>88</sup> (ang. *equity premium*), co stanowi presję na spadek cen akcji i potęguje ich zmienność<sup>89</sup>. Podstawową statystyczną prawidłowością ujawnianą przez te modele jest zjawisko koncentrowania się (ang. *clustering* lub *GARCH effect*) zmienności w ramach stóp wzrostu dywidendy<sup>90</sup>, czego ostateczną konsekwencją, zdaniem autorów wspomnianego artykułu, w warunkach wąskich ram i awersji do

<sup>83</sup> Por. R. Bansal, R.F. Dittmar, C. Lundblad, *Consumption, dividends, and the cross section of equity returns*, „Journal of Finance” 2005, vol. 60, no. 4, s. 1639–1641.

<sup>84</sup> Por. R. Lucas, *Asset prices and an exchange economy*, „Econometrica” 1978, vol. 46, no. 6, s. 1429–1446 oraz D.T. Breeden, *An intertemporal asset pricing model with stochastic consumption and investment opportunities*, „Journal of Financial Economics” 1979, vol. 7, no. 3, s. 265–296.

<sup>85</sup> Por. R. Bansal, R.F. Dittmar, C. Lundblad, op.cit., s. 1639–1641.

<sup>86</sup> Warto również, w kontekście polskiej gospodarki, mieć na uwadze, że rozważania o zależności zmienności dywidend od zmienności konsumpcji mają sens w tak rozwiniętych ekonomicznie krajach i o tak długiej kapitalistycznej historii, jak USA, gdzie dywidendy są dla istotnie dużej części obywateli jednym z ważnych źródeł dochodu.

<sup>87</sup> Por. Y. Li, L. Yang, *The Asset Pricing...*, op.cit., s. 2.

<sup>88</sup> Premia za kapitał rozumiana jest jako dodatkowy zwrot, którego inwestorzy wymagają jako rekompensaty za ryzyko inwestowania na rynku papierów wartościowych. Por. <http://equity-premium.behaviouralfinance.net/>. Premia za kapitał jest tożsama z premią za ryzyko, z tym, że jest pojęciem węższym, ponieważ dotyczy tylko rynku papierów wartościowych (ang. *equity market* lub *stock market*).

<sup>89</sup> Por. Y. Li, L. Yang, *The Asset Pricing...*, op.cit., s. 3.

<sup>90</sup> Por. ibidem, s. 1.



ryzyka, jest fakt, że stopy zwrotu z akcji, w efekcie koncentracji zmienności, napędzane są przez wiadomości dotyczące dywidend (ang. *dividend news*)<sup>91</sup>. Ponadto, do ciekawych zależności ujawnianych przez ten model można zaliczyć negatywną korelację zmienności dywidend i wskaźnika relacji ceny do dywidendy (P/D) oraz to, że zmienność dywidend daje szansę przewidywania przyszłych wskaźników P/D<sup>92</sup>.

## 4. Podsumowanie

Ważnym faktem związanym z behawioralnymi modelami wycen jest to, że, poza nielicznymi wyjątkami, nie dostarczają nowego spojrzenia na problem dywidend, a przecież różne zjawiska, takie jak np. preferencja dywidendy w gotówce, doczekały się już wyjaśnień behawioralnych, zatem warto byłoby zmodyfikować również klasyczne modele wyceny oparte na dywidendach, dostarczając tym samym behawioralnych modeli opartych na dywidendach.

Wszystkie opisane wyżej teorie były odpowiedzią na występujące na rynkach finansowych, a w szczególności rynku papierów wartościowych, powtarzające się anomalie, które mimo płynności (głębokości rynku), zmniejszają jego efektywność.

## Bibliografia

### Wydawnictwa zwarte i ciągle recenzowane

1. Bansal R., Dittmar R.F., Lundblad C., *Consumption, dividends, and the cross section of equity returns*, „Journal of Finance” 2005, vol. 60, no. 4.
2. Blume L.E., Easley D., *Evolution and market behavior*, „Journal of Economic Theory” 1992b, vol. 58, no. 1.
3. Breeden D.T., *An intertemporal asset pricing model with stochastic consumption and investment opportunities*, „Journal of Financial Economics” 1979, vol. 7, no. 3, s. 265–296.
4. Daniel K., Hirshleifer D., Subrahmanyam A., *Investor psychology and security market under- and overreactions*, „The Journal of Finance” 1998, vol. 53, no. 6, s. 1839–1885.
5. Daniel K., Hirshleifer D., Subrahmanyam A., *Overconfidence, arbitrage, and equilibrium asset pricing*, „The Journal of Finance” 2001, vol. 56, no. 3, s. 921–965.

---

<sup>91</sup> Por. ibidem, s. 3.

<sup>92</sup> Por. ibidem, s. 4.

6. DeLong J. B., Schleifer A., Summers L., Waldman R., *Noise trader risk in financial markets*, „Journal of Political Economy” 1990, vol. 98, no. 4.
7. Gazzaniga M.S., *Istota człowieczeństwa. Co sprawia, że jesteśmy wyjątkowi*, Smak Słowa, Sopot 2011.
8. Hirshleifer D., *Investor psychology and asset pricing*, „The Journal of Finance” 2001, vol. 56, no. 4, s. 1533–1565.
9. Kahneman, D., *Thinking, Fast and Slow*, Farrar, Straus and Giroux, New York 2011.
10. Kahneman D., Slovic P., Tversky A., *Judgment under uncertainty: heuristics and biases*, Cambridge University Press, Cambridge 1982.
11. Lucas R., *Asset prices and an exchange economy*, „Econometrica” 1978, vol. 46, no. 6, s. 1429–1446.
12. Merton R.C., *A simple model of capital market equilibrium with incomplete information*, „The Journal of Finance” 1987, vol. 42, no. 3.
13. Odean T., *Volume, volatility, price, and profit when all traders are above average*, „The Journal of Finance” 1998, vol. 53, no. 6.
14. Shefrin H., *A Behavioral approach to asset pricing theory*, Elsevier, Burlington–San Diego–London 2008.
15. Shefrin H., Statman M., *Behavioral capital asset pricing theory*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1994, vol. 29, no. 3.
16. Tversky A., Kahneman D., *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*, „Science” 1974, vol. 185, s. 1124–1131.
17. Zaleśkiewicz T., *Psychologia inwestora giełdowego*, GWP, Gdańsk 2003.
18. Zin S.E., *Are behavioral asset-pricing models structural?*, „Journal of Monetary Economics” 2001, vol. 49, no. 1.

### **Artykuły prasowe, materiały seminaryjne i konferencyjne oraz working papers**

1. Barberis N., Huang M., *The loss aversion / narrow framing approach to the equity premium puzzle*, NBER Working Paper No. 12378/2006.
2. Blume L.E., Easley D., *Rational expectations and rational learning*, Economic Theory Workshop, Cornell University, 1992a, June.
3. Daniel K., Hirshleifer D., Subrahmanyam A., *Covariance risk, mispricing, and the cross section of security returns*, NBER Working Paper No. 7615/2000.
4. De Practional M., *We władzy uczuć*, „Forum” 2009, nr 16, s. 34–37.
5. Feix O., *Behavioral asset pricing*, Seminar Paper to be presented at the Behavioral Finance-Workshop 2002.

6. Li Y., Yang L., *Dividend Volatility and Asset Prices: A Loss Aversion/Narrow Framing Approach*, Unpublished Working Paper, 2010.
7. Li Y., Yang L., *The Asset Pricing Implications of Dividend Volatility*, Unpublished Working Paper, 2011.
8. Yue W., Mehta S., Chaturvedi A.R., *Is more information better? The effect of traders' irrational behavior on an artificial stock market*, ICIS 2000 Proceedings, 2000, Paper 72.



# Koncepcja kapitału intelektualnego z perspektywy teorii i praktyki rachunkowości

## 1. Wprowadzenie

Inwestycje w aktywa niematerialne są niezbędne w procesie utrzymania, jak i wzrostu konkurencyjności przedsiębiorstw funkcjonujących w warunkach współczesnej gospodarki<sup>1</sup>. Wraz ze wzrostem znaczenia kapitału intelektualnego pojawia się zatem potrzeba zweryfikowania tradycyjnych metod sporządzania sprawozdań finansowych, aby były one wystarczająco miarodajne i nie wprowadzały w błąd inwestorów. Kwestia identyfikacji i pomiaru składników niematerialnych odgrywających strategiczną rolę w kreowaniu wartości wydaje się kluczowa również z punktu widzenia pozostałych grup interesariuszy, w tym zwłaszcza zarządzających.

Celem niniejszego opracowania jest przedstawienie dotychczasowych rozwiązań mających zastosowanie w rachunkowości w przypadku aktywów niematerialnych, a także wskazanie podstawowych różnic pomiędzy uregulowaniami krajowymi zawartymi w ustawie o rachunkowości a rozwiązaniami zawartymi w Międzynarodowych Standardach Sprawozdawczości Finansowej. Przeprowadzona analiza

---

<sup>1</sup> Obecnie przedsiębiorstwa skłonne są wydawać na aktywa niematerialne tyle samo, co na materialne, a ich udział w wartości rynkowej w przypadku firm amerykańskich utrzymuje się na poziomie 30–50%. Podobnie i firmy europejskie zwiększyły w ostatnich latach niemal trzykrotnie nakłady na aktywa niematerialne. W konsekwencji tego udział tych nakładów w wartości rynkowej firm znajdujących się w publicznym obrocie utrzymywał się na poziomie 30%, por. K. Uppenberg, *The Knowledge Economy in Europe. A Review of the 2009 EIB Conference in Economics and Finance*, European Investment Bank, 2009, s. 8.

koncepcji rachunkowej kapitału intelektualnego pozwala nie tylko na prezentację dorobku teoretycznego w tym zakresie, lecz pokazuje również współczesne wyzwania i trendy wywołane koniecznością raportowania o kapitale intelektualnym w przedsiębiorstwie.

## 2. Rozważania wokół istoty i pomiaru kapitału intelektualnego w przedsiębiorstwie

Koncepcja kapitału intelektualnego powstała pod wpływem wzrostu znaczenia zasobów niematerialnych. Zdolność kreowania, transformacji oraz kapitalizacji niematerialnych składników stała się jednym z podstawowych czynników stymulujących wypracowanie i utrzymanie przewagi konkurencyjnej przedsiębiorstw. Szczególnie wzmożone zainteresowanie kapitałem intelektualnym odnotowano już w latach 80. XX w. na skutek rosnącej dysproporcji pomiędzy wartością księgową a wartością rynkową przedsiębiorstw. B. Lev, badając relację wartości rynkowej do wartości księgowej firm, zauważył, iż dla firm z listy 500 S&P w latach 70. XX w. stosunek ten był jak jeden do jednego, podczas gdy we współczesnej gospodarce relacja ta wynosi jak sześć do jednego, a nawet dwadzieścia pięć do jednego, jak w przypadku firmy Microsoft<sup>2</sup>. Inne badania wskazują podobnie, iż w 1982 r. zasoby zawarte w bilansach 500 największych przedsiębiorstw notowanych na giełdzie w USA reprezentowały przeciętnie 62% wartości rynkowej, zaś w 1992 r. omawiana relacja obniżyła się do poziomu 38%<sup>3</sup>. Potwierdza to bezdyskusyjnie, iż kapitał intelektualny, niezależnie od sposobu jego definiowania, istotnie determinuje wartość we współczesnym przedsiębiorstwie.

Z większości definicji wynika jednoznacznie, że kapitał intelektualny to suma wiedzy, jaką posiadają ludzie tworzący organizację, która umożliwia przekształcenie jej zasobów na mierzalną wartość finansową przedsiębiorstwa<sup>4</sup>. Należy przy tym zaznaczyć, że pojęcie kapitału intelektualnego jest niezwykle wielowymiarowe, gdyż

---

<sup>2</sup> B. Lev, *The Old Rules no Longer Apply*, „Forbes Magazine” April 1997 oraz B. Lev, *Knowledge and Stakeholders Value*, Working Paper, NYU 2002, [www.people.stern.nyu.edu/~blev/Home.html](http://www.people.stern.nyu.edu/~blev/Home.html).

<sup>3</sup> M. Jabłoński, *Koncepcje i modele kompetencji pracowniczych w zarządzaniu*, CeDeWu.pl, Warszawa 2011, s. 137–139.

<sup>4</sup> W 1997 r. T.S. Stewart opublikował w amerykańskim czasopiśmie „Fortune” artykuł *Brain Power – How Intellectual Capital Is Becoming America’s Most Valuable Assets*, w którym definiuje kapitał intelektualny jako „materiał intelektualny”, wiedzę, informację, własność intelektualną czy doświadczenie, jakie może być wykorzystane do tworzenia wartości, a więc stanowić źródło potencjalnego zysku, por. T.A. Stewart, *Intellectual Capital: the New Wealth of Organizations*, Currency/Doubleday, New York 1997.

na gruncie różnych nauk społecznych, w tym głównie ekonomicznych, poszukuje się sposobów jego interpretacji i pomiaru. Wyrazem tego są chociażby takie koncepcje kapitału intelektualnego, jak marketingowa, holistyczno-statyczna, holistyczno-dynamiczna (socjologiczna) czy rachunkowa. Zgodnie z podejściem marketingowym zaspakajanie potrzeb klienta okazuje się głównym wyznacznikiem wartościowania składowych kapitału intelektualnego, a zarazem punktem wyjścia w kształtowaniu struktury aktywów intelektualnych. W świetle podejścia holistyczno-statycznego najważniejszą rolę odgrywa identyfikacja autonomicznych czynników niematerialnych, wywierających wpływ na działalność przedsiębiorstwa. Przykładem takiego podejścia są m.in. interpretacje T. Stewarta (1991, 1997), K. Sveiby (1997) lub J. Warschat, K. Wagner i J. Hauss (1999). W ramach tego podejścia specjaliści z zakresu finansów przyjmują dodatkowo, iż kapitał intelektualny stanowią wszystkie zasoby zwane aktywami niematerialnymi, w obrębie których znajdują się zarówno aktywa identyfikowalne, jak i nieidentyfikowalne, lecz mające wpływ na wartość rynkową przedsiębiorstwa<sup>5</sup>.

Dalszy rozwój badań nad kapitałem intelektualnym zaowocował powstaniem kolejnej koncepcji holistyczno-dynamicznej, zwanej inaczej socjologiczną. Nastąpiło to pod wpływem wprowadzenia do kapitału intelektualnego jeszcze jednego, aczkolwiek niezwykle znaczącego, składnika, związanego z jakością relacji międzyludzkich. Od tej pory można już mówić o wyodrębnieniu się trzech komponentów w obszarze kapitału intelektualnego. I tak, Petrash, a następnie Edvinsson, Onge, Armstrong, Bukowitz oraz Williams w modelu zwanym *Platformą wartości* wyodrębniają kapitał ludzki, kapitał organizacyjny (strukturalny) oraz kapitał klientów (relacyjny). Podobnie trzy komponenty kapitału intelektualnego wyróżniają także Branticki, Strużyna oraz M.W. McElroy<sup>6</sup>. Zdaniem tego ostatniego z wymienionych autorów model Edvinssona nie przedstawia w pełni wszystkich komponentów wartości niematerialnych, takich jak zaufanie, zasada wzajemności, wspólnie podzielane wartości i normy, sieci kontaktów społecznych, itp. Dlatego kapitał społeczny – zwany inaczej relacyjnym, obejmujący szereg form więzi społecznych, istotnych z punktu widzenia kreacji wartości – powinien być potraktowany jako jeden z najbardziej cennych elementów kapitału intelektualnego.

Pojawienie się nowego czynnika decydującego o wartości rynkowej przedsiębiorstwa, jakim jest kapitał intelektualny, rodzi bez wątplenia konieczność jego

---

<sup>5</sup> M. Mroziewski, *Kapitał intelektualny współczesnego przedsiębiorstwa. Koncepcje, metody wartościowania i warunki jego rozwoju*, Difin, Warszawa 2010, s. 28–41.

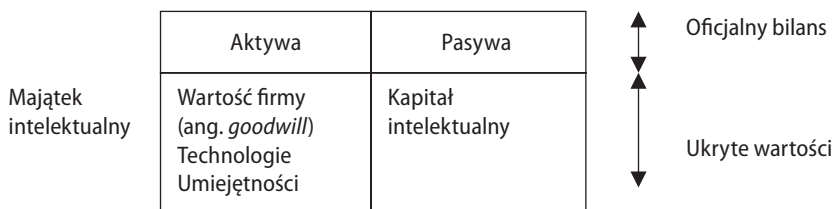
<sup>6</sup> M.W. McElroy, *Social Innovation Capital*, „Journal of Intellectual Capital” 2002, vol. 3, no. 1, s. 30.

pomiaru. W efekcie poszukiwań dotyczących sposobu pomiaru kapitału intelektualnego wyłoniły się co najmniej dwa sposoby jego ewaluacji. Pierwsza grupa modeli kapitału intelektualnego wykorzystuje m.in. mierniki niepieniężne o charakterze jakościowym. Spośród tej grupy do najbardziej znanych modeli zalicza się, takie jak: *Karta Zrównoważonych Wyników* Kaplana i Nortona (1992), *Nawigator Skandii* (1997) czy *Monitor Aktywów Niematerialnych* Sveiby (1997). Tymczasem druga grupa modeli bazuje wyłącznie na miernikach pieniężnych, a do najważniejszych z nich należą: *Model Ekonomicznej Wartości Dodanej* (EVA) i *Model oparty na kapitalizacji rynkowej* (MVA) wprowadzony przez Bontis (1999); *Wskaźnik q* Tobina oraz *Pulic VAIC™ Model* (1998, 2000)<sup>7</sup>. Nadmienić warto, iż metody pomiaru kapitału intelektualnego, wyrażone wartościowo, określane są przeważnie mianem ilościowych, podczas gdy modele wykorzystujące mierniki niepieniężne – mianem jakościowych.

### 3. Kapitał intelektualny w teorii rachunkowości

Zgodnie z koncepcją rachunkową przyjmuje się, że kapitał intelektualny jest całkowitym kapitałem przedsiębiorstwa odnoszącym się do wiedzy w nim zawartej. Obejmuje swoim zasięgiem wiedzę i doświadczenie pracowników, zaufanie klientów, markę, umowy, systemy informatyczne, procedury administracyjne, patenty, znaki towarowe, efektywność procesów, itp.<sup>8</sup>. Podkreślić warto, że znaczna część z tych składników stanowi majątek intelektualny przedsiębiorstwa, którego źródłami finansowania są zarówno kapitały własne, jak i obce.

Rysunek 1. Rachunkowe podejście do kapitału intelektualnego



Źródło: L. Edvinsson, M.S. Malone, *Kapitał intelektualny*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001, s. 40.

<sup>7</sup> H. Pew Tan, D. Plowman, P. Hancock, *Intellectual capital and Financial Returns of Companies*, „Journal of Intellectual Capital” 2007, vol. 8, no. 1, s. 78.

<sup>8</sup> J. Grodzicki, *Talent w przedsiębiorstwie opartym na wiedzy*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2011, s. 34.



W rachunkowości zamiast pojęcia kapitału intelektualnego znacznie częściej posługujemy się terminem „aktywa niematerialne”, który oznacza przede wszystkim nabytą wartość firmy (ang. *goodwill*)<sup>9</sup>. Aktywa niematerialne w ogólnym sensie ekonomicznym to niemające postaci fizycznej ani finansowej czynniki będące własnością przedsiębiorstwa, które mogą być dla niego źródłem korzyści w przyszłości. O ile w terminologii ekonomicznej używa się często zamiennie terminów „kapitał intelektualny” i „kapitał wiedzy”, o tyle w rachunkowości pojęcie wartości niematerialne – *intangible assets*, w skład którego wchodzić mogą prawa autorskie i pokrewne, licencje, koncesje, prawa do wynalazków, patentów, znaków towarowych, wzorów użytkowych oraz *know-how*, wartość firmy czy zakończone prace rozwojowe, utożsamia się najczęściej z kapitałem intelektualnym.

Zaznaczyć należy, iż z wielu definicji aktywów niematerialnych wynika, iż obejmują one zarówno tzw. *goodwill*, jak i inne identyfikowalne aktywa. Termin aktywa niematerialne z punktu widzenia rachunkowości ma jednak nieco węższe znaczenie, ze względu na to, iż stanowi część kapitału intelektualnego objętą raportowaniem w sprawozdaniach finansowych, podczas gdy za kapitał intelektualny z perspektywy ekonomii i nauk z zakresu organizacji i zarządzania uznaje się zazwyczaj ogół zasobów niematerialnych, które aktualnie stanowią podstawę wartości rynkowej przedsiębiorstwa<sup>10</sup>. Wielu autorów, w tym m.in. G. Smith i R. Parr, stwierdza ponadto, iż aktywa niematerialne stanowią wszystkie istniejące w przedsiębiorstwie elementy, które oprócz kapitału pracującego i aktywów trwałych, łącznie determinują jego funkcjonowanie<sup>11</sup>. Spośród nich można wyodrębnić zarówno aktywa identyfikowalne, jak i nieidentyfikowalne, wyceniane łącznie na bazie pozostałej po alokacji na aktywa identyfikowalne wartości ekonomicznej związanej z aktywami niematerialnymi. Zgodnie z taką interpretacją przyjmuje się, że suma aktywów niematerialnych opartych na wiedzy stanowi kapitał intelektualny przedsiębiorstwa. Przy czym w kontekście obowiązujących w rachunkowości przepisów prawnych, aby dany składnik można było zaliczyć ostatecznie do aktywów niematerialnych, powinien on spełniać niezwykle restrykcyjne kryteria. Oznacza to w praktyce, iż uwzględnienie wielu istotnych elementów kapitału

<sup>9</sup> Pojęcie *goodwill* można interpretować co najmniej na dwa sposoby. Po pierwsze, jako konsekwencję ponadprzeciętnej zdolności przedsiębiorstwa do generowania przyszłych dochodów, po drugie zaś jako zestaw aktywów kontrolowanych przez przejmowaną firmę, które nie występują w jej sprawozdaniach finansowych, por. G. Urbanek, *Wycena aktywów niematerialnych przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2008, s. 35.

<sup>10</sup> A. Pietruszka-Ortyl, *Kapitał intelektualny a zasoby niematerialne – tautologia czy rozbieżność?*, w: *Instrumenty zarządzania we współczesnym przedsiębiorstwie. Analiza krytyczna*, red. K. Zimniewicz, Zeszyty Naukowe nr 81, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2006, s. 428.

<sup>11</sup> G. Smith, R. Parr, *Valuation of Intellectual Property and Intangible Assets*, John Wiley&Sons, New York 2000, s. 15.

intelektualnego, takich jak lojalność klientów lub kultura organizacyjna nie wydaje się w ogóle możliwa na gruncie obowiązujących w rachunkowości zasad.

## 4. Wartości niematerialne w polskim prawie bilansowym i w świetle MSSF

Istotę i zakres wartości niematerialnych regulują m.in. ustawa o rachunkowości oraz Międzynarodowe Standardy Rachunkowości (MSR). Ustawa o rachunkowości nie zawiera kompleksowej definicji wartości niematerialnych i prawnych, utożsamiając je z prawami majątkowymi nadającymi się do gospodarczego wykorzystania w okresie o ekonomicznej użyteczności dłuższej niż rok, przeznaczone do użytkowania na potrzeby jednostki, a w szczególności:

- autorskie prawa majątkowe, prawa pokrewne, licencje, koncesje,
- prawa do wynalazków, patentów, znaków towarowych, wzorów użytkowych oraz zdobniczych,
- *know-how*.

Do wartości niematerialnych i prawnych zalicza się również nabytą wartość firmy (tzw. *goodwill*) oraz koszty prac rozwojowych.

Katalog praw zaliczanych do wartości niematerialnych i prawnych wymieniony w art. 3, ust. 1, pkt 14 wydaje się otwarty. Ustawa wymaga, aby wartości niematerialne i prawne zostały nabyte, aczkolwiek zgodnie z art. 33, ust. 2 do wartości niematerialnych i prawnych można też zaliczyć aktywa wytworzone we własnym zakresie, tj. koszty zakończonych prac rozwojowych, o ile spełniają one określone kryteria:

- produkt lub technologia wytwarzania są ściśle ustalone, a dotyczące ich koszty prac rozwojowych wiarygodnie określone,
- techniczna przydatność produktu bądź technologii została stwierdzona i odpowiednio udokumentowana,
- koszty prac rozwojowych zostaną pokryte przewidywanymi przychodami ze sprzedaży tych produktów lub zastosowania technologii.

Międzynarodowe Standardy Rachunkowości definiują wartości niematerialne znacznie bardziej precyzyjnie w stosunku do uregulowań ustawowych, podając kryteria identyfikacyjne tej grupy aktywów. Kwestia dotycząca aktywów niematerialnych została szczegółowo uregulowana w przepisach zawartych w MSR 38. Zgodnie z MSR 38 wartości niematerialne i prawne to możliwe do zidentyfikowania, niepieniężne składniki aktywów, niemające postaci fizycznej, będące w posiadaniu jednostki gospodarczej w celu wykorzystania w produkcji, dostarczenia dóbr lub świadczenia usług, bądź w celu oddania do odpłatnego użytkowania osobom trzecim lub też w celach

związanych z ogólną działalnością jednostki. Standard zwraca uwagę w szczególności na takie cechy, jak: możliwość zidentyfikowania danego składnika aktywów, sprawowania nad nimi kontroli oraz osiągnięcia przyszłych korzyści ekonomicznych<sup>12</sup>.

W oparciu o regulacje zawarte w MSR 38 (par. 57), za aktywa niematerialne uznaje się również aktywa wytworzone we własnym zakresie, powiązane z pracami rozwojowymi prowadzonymi w jednostce. W efekcie prowadzonych prac rozwojowych składnik aktywów niematerialnych uznaje się wówczas, gdy jednostka jest w stanie udowodnić:

- możliwość, z technicznego punktu widzenia, ukończenia składnika wartości niematerialnych, tak aby nadawał się do użytkowania lub sprzedaży;
- zamiar ukończenia składnika wartości niematerialnych oraz jego użytkowania lub sprzedaży;
- zdolność do użytkowania lub sprzedaży składnika wartości niematerialnych;
- sposób, w jaki składnik wartości niematerialnych będzie przynosił prawdopodobne przyszłe korzyści ekonomiczne;
- dostępność stosowanych środków technicznych, finansowych i innych, które mają służyć ukończeniu prac rozwojowych oraz użytkowaniu lub sprzedaży składnika wartości niematerialnych;
- możliwość wiarygodnego ustalenia nakładów poniesionych w czasie prac rozwojowych, które można przyporządkować temu składnikowi wartości niematerialnych.

W świetle obowiązujących Międzynarodowych Standardów Rachunkowości (MSR) przyjmuje się, że aktywa niematerialne mogą zostać ujęte w bilansie jedynie wówczas, gdy po pierwsze, możliwa jest ich identyfikacja, pozwalająca je wyróżnić od wartości firmy oraz po drugie, przyniosą przedsiębiorstwu korzyści ekonomiczne, które będzie ono w stanie kontrolować<sup>13</sup>. Kryterium identyfikowalności jest spełnione wtedy, gdy dany składnik można wydzielić z jednostki, zbyć lub ewentualnie oddać do użytkowania. I tak, przykładem aktywów posiadających oddzielny byt ekonomiczny jest własność intelektualna, tj. marki, prace B+R, patenty, kontrakty, prawa, bazy danych. Z kolei do aktywów nie posiadających odrębnego bytu ekonomicznego zalicza się najczęściej, takie jak: kapitał ludzki, relacje z klientami, partnerami, kulturę organizacyjną, przywództwo, reputację oraz pozostałe (struktury i procedury)<sup>14</sup>. Oprócz spełnienia tych dwóch z wymienionych kryteriów MSR 38

<sup>12</sup> A. Jarugowa, T. Martyniuk, *Komentarz do ustawy o rachunkowości. KSR – MSSF – podatki*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr, Gdańsk 2009, s. 113.

<sup>13</sup> B. Kaczmarek, W. Walczak, *Zarządzanie wiedzą we współczesnych przedsiębiorstwach. Ujęcie multidyscyplinarne*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2009, s. 242–243.

<sup>14</sup> G. Urbanek, *Pomiar kapitału intelektualnego i aktywów niematerialnych przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2007, s. 60.

zakłada, że wartość niematerialna może być nabyta lub wytworzona we własnym zakresie, a koszt ten może być określony w sposób miarodajny (par. 24). Standard zabrania jednak ujmowania jako składnika wartości niematerialnych znaków firmy, tytułów czasopism, tytułów wydawniczych, wykazów odbiorców i pozycji o podobnej istocie wytworzonych we własnym zakresie, ze względu na to, że nie jest możliwe ich odróżnienie od kosztów rozwoju firmy jako całości (par. 63).

Jeśli chodzi o zasady wyceny wartości niematerialnych i prawnych, to według ustawy o rachunkowości może to być: cena nabycia w przypadku zakupu praw majątkowych lub cena sprzedaży takiego samego bądź podobnego przedmiotu, koszt wytworzenia – w odniesieniu do kosztów prac rozwojowych, zaś przy wycenie wartości firmy – różnica pomiędzy ceną nabycia określonej jednostki lub zorganizowanej jej części a niższą od niej wartością godziwą przejętych aktywów netto<sup>15</sup>. Podobnie i MSR 38 (par. 24) stanowi, że wartość początkową wartości niematerialnych ustala się na poziomie ceny nabycia lub kosztu wytworzenia. Na cenę nabycia wartości niematerialnej składa się cena zakupu uwzględniająca cła importowe, podatki, zawarte w cenie niepodlegające odliczeniu, pomniejszone o wszelkie udzielone upusty i rabaty, a ponadto koszty bezpośrednio związane z przygotowaniem składnika aktywów do użytkowania. Są to koszty z tytułu świadczeń pracowniczych wynikające bezpośrednio z przygotowania tego składnika do stanu zdolności użytkowej, opłaty za obsługę i koszty testów sprawdzających prawidłowe działanie składnika. W paragrafie 29 wymieniono także przykłady nakładów niestanowiących kosztu składnika tej grupy aktywów, takie jak: nakłady na wprowadzenie nowego produktu lub usługi, nakłady na prowadzenie działalności gospodarczej w nowej lokalizacji lub transakcjach z nową klasą odbiorców, koszty administracji i inne koszty ogólnozakładowe. Warto nadmienić, iż zgodnie z przepisami ustawy o rachunkowości nie ma możliwości powiększenia wartości początkowej składnika wartości niematerialnych i prawnych o nakłady ponoszone po początkowym ujęciu, podczas gdy MSR 38 pozwala na aktywowanie nakładów poniesionych po początkowym ujęciu, ale pod ściśle określonymi warunkami wynikającymi bezpośrednio z kryteriów uznawania składnika majątkowego jako wartość niematerialną<sup>16</sup>. Reasumując, wyraźnie widać, że zarówno zapisy ustawy, jak i MSR 38 nakazują wycenę opartą na koszcie historycznym, tj. według ceny nabycia lub po koszcie wytworzenia pomniejszonym

---

<sup>15</sup> J. Pfaff, Z. Messner, *Rachunkowość finansowa z uwzględnieniem MSSF*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2011, 186.

<sup>16</sup> Ł. Matuszak, *Identyfikacja i wycena wartości niematerialnych i prawnych w polskim prawie bilansowym i Międzynarodowych Standardach Sprawozdawczości Finansowej*, w: *Krajowy i międzynarodowy wymiar współczesnej rachunkowości*, red. W. Gabrusewicz, Zeszyty Naukowe 117, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2009, s. 57–59.

o umorzenie i łączną kwotę odpisów amortyzacyjnych z tytułu utraty wartości. Aczkolwiek przepisy międzynarodowe przewidują również podejście alternatywne bazujące na wartości godziwej (wartości przeszacowanej)<sup>17</sup>, tymczasem taka możliwość w polskim prawie bilansowym nie występuje.

Wartości niematerialne i prawne podlegają, zgodnie z ustawą o rachunkowości, tj. art. 33, ust. 1 i art. 31, ust. 2, odpisom amortyzacyjnym i umorzeniowym. Zasady amortyzacji wartości niematerialnych i prawnych są identyczne, jak w przypadku środków trwałych. Ustawa pozwala na zastosowanie dowolnej metody amortyzacji z zastrzeżeniem, że wartość firmy amortyzuje się metodą liniową i odnosi w ciężar konta „Pozostałe koszty operacyjne”. W przypadku tej grupy aktywów trwałych ustawodawca wyznaczył także maksymalne okresy amortyzowania:

- dla wartości firmy okres 5 lat z możliwością przedłużenia w wyjątkowych wypadkach do 20 lat (art. 44b, ust. 10),
- dla kosztów prac rozwojowych okres 5 lat (art. 33, ust. 3).

W świetle przepisów dotyczących zasad amortyzacji zawartych w MSR 38 (par. 88) kluczową kwestią jest dokonanie oceny, czy okres użytkowania danego składnika jest określony, czy nieokreślony. Tylko bowiem wartości niematerialne, które charakteryzują się określonym okresem użytkowania będą podlegały amortyzacji. W sytuacji, gdy można określić okres użytkowania wartości niematerialnych, należy ustalić jego długość lub liczbę jednostek produkcji bądź podobnych jednostek tworzących ten okres. Zaznaczyć warto, że zgodnie z zapisami dokonanymi w paragrafie 98 dopuszcza się takie metody amortyzacji, jak liniowa, degresywna oraz metoda oparta na jednostkach. Przy czym przyjęta metoda nie powinna być przedmiotem swobodnego wyboru, lecz wynikać z oczekiwanego sposobu konsumowania korzyści ekonomicznych.

## 5. Wyzwania związane z rachunkowością kapitału intelektualnego

Wraz ze wzrostem znaczenia wiedzy i innowacji okazuje się, że tradycyjne metody raportowania bazujące na koszcie historycznym, stają się coraz bardziej zawodne. Rachunkowość skoncentrowana wyłącznie na pomiarze zasobów w wartościach

---

<sup>17</sup> Model bazujący na wartości przeszacowanej zakłada, że składnik jest wykazywany według wartości przeszacowanej, odpowiadającej jego wartości godziwej na dzień przeszacowania, pomniejszonej o dotychczasowe umorzenie i łączną kwotę dotychczasowych odpisów aktualizujących z tytułu utraty wartości (MSR 38, par. 74).

historycznych nie uwzględnia bowiem wielu kategorii aktywów niematerialnych, odgrywających kluczową rolę w procesie kreacji wartości w przedsiębiorstwie. Praktyka pokazuje, że dotychczasowe standardy raportowania – sięgające swą konstrukcją nawet końca XV w. – skupiają się zazwyczaj na aktywach materialnych, tymczasem informacja, jaką przekazują w sprawozdaniach na temat składników niematerialnych, wydaje się nieadekwatna do potrzeb różnych grup interesariuszy. Znane metody i narzędzia sprawozdawczości finansowej nie wystarczają aktualnie inwestorom do podejmowania decyzji, zaś szeroko opisywane serie światowych skandali finansowych oraz spektakularnych upadków wielu przedsiębiorstw zmuszają do poszukiwania nowych metod raportowania o kondycji i potencjale przedsiębiorstwa. Wszystko to powoduje, że istnieje konieczność ponownego przeanalizowania dotychczasowych rozwiązań i zasad raportowania o kapitale intelektualnym.

Można podać co najmniej kilka powodów, które skłaniają przedsiębiorstwa do ujmowania w swoich raportach składników niematerialnych utożsamianych najczęściej z kapitałem intelektualnym. Po pierwsze, sporządzanie takich sprawozdań pozwala zarówno na zewnątrz, jak i wewnątrz organizacji, przekazać komunikat o znaczącym wpływie kapitału intelektualnego na wartość przedsiębiorstwa, tj. o aktywach związanych z wiedzą ich pracowników i ekspertów, o zaufaniu klientów do danej firmy i oferowanych przez nią produktów, o infrastrukturze, w tym systemach informatycznych i procedurach administracyjnych, a także sprawności procesów<sup>18</sup>. Po drugie, informacje dotyczące kapitału intelektualnego służą wyjaśnieniu rozbieżności występujących pomiędzy wartością rynkową a księgową, oddziałując jednocześnie pozytywnie na reputację oraz wizerunek firmy, a co za tym idzie, umacniając jej wartość rynkową. Po trzecie, informacje o kapitale intelektualnym, jakim rozporządza dane przedsiębiorstwo są niezbędne z punktu widzenia interesów właścicieli i menedżerów, a sporządzane raporty stanowią niewątpliwie cenny instrument usprawniający procesy zarządzania. Dzięki raportom o kapitale intelektualnym interesariusze wewnętrzni, jak i zewnętrzni posiadają wiedzę o zasobach niematerialnych, w tym zwłaszcza ich roli w procesie kreacji wartości w przedsiębiorstwie. Oprócz informacji o wynikach finansowych, coraz częściej również sami inwestorzy, podejmując strategiczne decyzje, uwzględniają wskaźniki społeczne i środowiskowe, co zachęca do przygotowania dodatkowych raportów poświęconych wybranym elementom kapitału intelektualnego.

Literatura przedmiotu dostarcza wielu argumentów przeciwko ujawnianiu wszystkich informacji o kapitale intelektualnym w sprawozdaniach finansowych,

---

<sup>18</sup> Intellectual Capital Accounts. Reporting and Managing Intellectual Capital, The Danish Trade and Industry Development Council. Memorandum, May 1997, s. 5.



podając równocześnie rekomendacje odnośnie metod ujmowania aktywów niematerialnych w systemie rachunkowości wykorzystywanych dla celów zarządzania, monitorowania i raportowania. Powszechnie wiadomo, że wartości wykreowane przez aktywa niematerialne nie mają charakteru liniowego i addytywnego, a same aktywa niematerialne, aby mogły wykreować wartość, wymagają współdziałania z innymi aktywami. Oznacza to, że wartości niematerialne trudno wycenić w sposób bezpośredni, stosując historyczny koszt nabycia, gdyż ich wartość zależy niezwykle często od strategii przyjętej przez przedsiębiorstwo i od otoczenia, w którym ono działa. W rezultacie bilans jako sprawozdanie o charakterze liniowym i statycznym nie odzwierciedla w pełni wartości wszystkich zasobów będących w posiadaniu przedsiębiorstwa, co rodzi poważne implikacje<sup>19</sup>.

Pomimo iż praktyka rachunkowości dostrzega także potrzebę ujmowania wartości niewymiernych w sprawozdaniach finansowych, to pozostaje nadal stanowcza, restrykcyjna i konserwatywna względem podejścia do tego rodzaju aktywów<sup>20</sup>. Zasadniczym problemem, jaki się pojawia jest zwłaszcza kwestia niepewności związanej z korzyściami ekonomicznymi z tytułu posiadanych aktywów niematerialnych oraz sprawowaniem kontroli nad nimi. I tak, zgodnie ze standardem MSR 38 w przypadku braku legalnych praw lub innych jednoznacznych relacji z klientem i ich lojalności wobec firmy, ma ona zwykle niewystarczającą kontrolę nad ekonomicznymi korzyściami wynikającymi z aktywów niematerialnych. W związku z tym aktywa, takie jak lojalność klientów czy udział w rynku, nie mogą być traktowane jako aktywa niematerialne. Podobnie z uwagi na obowiązującą w rachunkowości zasadę ostrożności standard ten nie uznaje również za aktywa niematerialne pewnych form wartości intelektualnych, które zostały wewnętrznie wygenerowane, typu znaki firmowe, tytuły publikacji, listy klientów i inne podobne elementy. Wynika to głównie z trudności związanych z ich wiarygodną wyceną, co nie pozwala tym samym na aktywowanie w bilansie tego rodzaju składników.

## 6. Podsumowanie

Zasady identyfikacji i wyceny wartości niematerialnych zostały uregulowane zarówno w Międzynarodowych Standardach Sprawozdawczości Finansowej, jak

---

<sup>19</sup> B. Mierzejewska, *Kapitał intelektualny – jak o nim mówić interesariuszom?*, „E-mentor” 2009, nr 2 (29), s. 3.

<sup>20</sup> D. Dobija, *Pomiar i sprawozdawczość kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego w Warszawie, Warszawa 2004, s. 50–53.

i w polskim prawie bilansowym. Warto podkreślić, iż większość zapisów ustawy o rachunkowości i MSR 38 reprezentuje podobne stanowisko odnośnie kwestii identyfikacji oraz zasad wyceny początkowej wartości niematerialnych, choć występują też pewne rozbieżności. I tak, na przykład MSR 38 dopuszcza możliwość wyceny bazującej na wartości godziwej (wartości przeszacowanej), tymczasem zabrania amortyzacji składników wartości niematerialnych, wówczas gdy nie można ustalić okresu ich ekonomicznej użyteczności, co stoi w sprzeczności z przepisami ustawy o rachunkowości.

Reasumując, w oparciu o przeprowadzoną analizę stwierdza się, że zgodnie z rachunkową koncepcją kapitału intelektualnego wiele spośród jego komponentów nie spełnia kryteriów pozwalających na ich ujmowanie w sprawozdaniach finansowych. Restrykcyjne zasady obowiązujące w rachunkowości sprawiają, iż zarówno ewidencja, jak i raportowanie o kapitale intelektualnym dotyczy głównie historycznych wartości, nie dostarczając jednak kompletnej informacji o potencjale firmy do generowania przychodów w przyszłości na bazie posiadanych przez nią zasobów intelektualnych. Dlatego kwestią szczególnie istotną wydaje się zwłaszcza stworzenie odpowiedniego systemu pomiaru poszczególnych składników kapitału intelektualnego za pomocą wskaźników, które byłyby dostatecznie transparentne, obiektywne, proste – a co najważniejsze – porównywalne. Nieadekwatność tradycyjnych sprawozdań finansowych wymusza zatem nieuchronnie zmiany idące w kierunku modyfikacji istniejących zasad sprawozdawczości, które pozwoliłyby na uwzględnienie i pomiar niematerialnych źródeł kreacji wartości przedsiębiorstwa.

## Bibliografia

### Wydawnictwa zwarte

1. Dobija D., *Pomiar i sprawozdawczość kapitału intelektualnego przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego w Warszawie, Warszawa 2004.
2. Edvinsson L., Malone M.S., *Kapitał intelektualny*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.
3. Grodzicki J., *Talent w przedsiębiorstwie opartym na wiedzy*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2011.
4. *Intellectual Capital Accounts. Reporting and Managing Intellectual Capital*, The Danish Trade and Industry Development Council. Memorandum, May 1997.
5. Jabłoński M., *Koncepcje i modele kompetencji pracowniczych w zarządzaniu*, CeDeWu.pl, Warszawa 2011.



6. Jarugowa A., Martyniuk T., *Komentarz do ustawy o rachunkowości. KSR – MSSF – podatki*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr, Gdańsk 2009.
7. Kaczmarek B., Walczak W., *Zarządzanie wiedzą we współczesnych przedsiębiorstwach. Ujęcie multidyscyplinarne*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2009.
8. Matuszak Ł., *Identyfikacja i wycena wartości niematerialnych i prawnych w polskim prawie bilansowym i Międzynarodowych Standardach Sprawozdawczości Finansowej*, w: *Krajowy i międzynarodowy wymiar współczesnej rachunkowości*, red. W. Gabrusewicz, Zeszyty Naukowe 117, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2009.
9. *Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej (MSSF)*, t. I, II, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 2011.
10. Mroziewski M., *Kapitał intelektualny współczesnego przedsiębiorstwa. Koncepcje, metody wartościowania i warunki jego rozwoju*, Difin, Warszawa 2010.
11. Pfaff J., Messner Z., *Rachunkowość finansowa z uwzględnieniem MSSF*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2011.
12. Pietruszka-Ortył A., *Kapitał intelektualny a zasoby niematerialne – tautologia czy rozbieżność?*, w: *Instrumenty zarządzania we współczesnym przedsiębiorstwie. Analiza krytyczna*, red. K. Zimniewicz, Zeszyty Naukowe nr 81, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2006.
13. Smith G., Parr R., *Valuation of Intellectual Property and Intangible Assets*, John Wiley & Sons, New York 2000.
14. Urbanek G., *Pomiar kapitału intelektualnego i aktywów niematerialnych przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2007.
15. Urbanek G., *Wycena aktywów niematerialnych przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2008.

### **Artykuły prasowe i okolicznościowe**

1. Lev B., *The Old Rules no Longer Apply*, „Forbes Magazine” April 1997.
2. McElroy M.W., *Social Innovation Capital*, „Journal of Intellectual Capital” 2002, vol. 3, no. 1.
3. Mierzejewska B., *Kapitał intelektualny – jak o nim mówić interesariuszom?*, „E-mentor” 2009, nr 2 (29).
4. Pew Tan H., Plowman D., Hancock P., *Intellectual capital and Financial Returns of Companies*, „Journal of Intellectual Capital” 2007, vol. 8, no. 1.
5. Stewart T.A., *Intellectual Capital: the New Wealth of Organizations*, Currency/Doubleday, New York 1997.
6. Uppenberg K., *The Knowledge Economy in Europe. A Review of the 2009 EIB Conference in Economics and Finance*, European Investment Bank 2009.

**Dokumenty prawne**

1. Ustawa z dnia 29 września 1994 roku o rachunkowości, Dz.U. z 2002 r., nr 76, poz. 694 z późn. zm.

**Materiały internetowe**

1. IAS-38, Intangible Assets, <http://www.WorldGAAPInfo.com>.
2. Lev B., *Knowledge and Stakeholders Value*, Working Paper, NYU 2002, [www.people-stern.nyu.edu/~blev/Home.html](http://www.people-stern.nyu.edu/~blev/Home.html).

*Elwira Ziótkowska*

Kolegium Zarządzania i Finansów

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

# Charakterystyka wybranych technik zarządzania gotówką w ramach zdywersyfikowanych podmiotów gospodarczych – *netting* i *cash pooling*

## 1. Wprowadzenie

Zarządzanie gotówką w danym przedsiębiorstwie to nie tylko sterowanie poziomem utrzymywanych środków pieniężnych, lecz także efektywne wykorzystywanie sald, które w danym czasie pozostają do dyspozycji. Każde przedsiębiorstwo potrzebuje utrzymywać pożądany poziom środków pieniężnych, który powinien wynikać z racjonalnych przesłanek. Środki pieniężne w firmie powinny być na poziomie optymalnym – ani zbyt wysokim, ani zbyt niskim. Optymalny poziom gotówki musi zapewnić danemu przedsiębiorstwu płynność finansową bez wzrostu ryzyka działania tego przedsiębiorstwa.

Coraz bardziej popularnym narzędziem służącym do optymalizacji wykorzystywania środków będących do dyspozycji przedsiębiorstw powiązanych w grupy czy holdingi na kilku rachunkach staje się *cash pooling*. Jednostki mające skomplikowaną i rozbudowaną strukturę organizacyjną w różnym stopniu korzystają z możliwości finansowania zewnętrznego. Jedne z podmiotów wchodzących w skład grup kapitałowych posiadają wolne środki, które najczęściej są lokowane na rachunkach depozytowych, natomiast inne podmioty są zadłużone. Pomiędzy oprocentowaniem lokat i oprocentowaniem kredytów jest różnica w postaci marży przeznaczonej na pokrycie kosztów obsługi, a także będącej wynagrodzeniem dla banku za pośredniczenie i organizację transakcji. W celu optymalizacji kosztów coraz częściej przedsiębiorstwa skłaniają się do zastosowania bardziej efektywnych usług oferowanych przez

banki. Jedną z metod zarządzania finansami mającą na celu optymalizację korzyści z posiadanych środków pieniężnych jest *cash pooling*. W literaturze przedmiotu wyróżnia się wiele rodzajów *cash pooling*. Fundament stanowią dwa podstawowe rodzaje, a mianowicie *notional* i *zero-balancing cash pooling*.

Celem artykułu jest przybliżenie specyfiki jednego z podstawowych rodzajów usługi *cash pooling*, tj. *notional cash pooling* – opartego na mechanizmie *nettingu*. Autorka szczegółowo wyjaśnia czym jest zjawisko *nettingu* oraz strukturyzuje je w problematyce transakcji kompensacyjnych, wskazując jednocześnie na powiązania tego mechanizmu z usługą *notional cash pooling* oraz nakreśla związek interpretacyjny *cash pooling* opartego na *nettingu*, często utożsamianego z umową pożyczki.

## 2. Transakcje kompensacyjne na przykładzie *nettingu*

Kompensaty to forma rozliczeń bezgotówkowych dokonywana pomiędzy kontrahentami, dająca z jednej strony możliwość dokonania rozliczeń należności, a z drugiej strony zobowiązań w warunkach braku płynnych środków płatniczych. Kompensaty mogą być przeprowadzane albo przez same przedsiębiorstwa, albo z udziałem wyspecjalizowanych jednostek gospodarczych. Kompensaty stanowią dobry sposób na poprawę płynności finansowej.

W zależności od rodzaju możemy wyróżnić:

- kompensatę całościową – polegającą na tym, że podmioty gospodarcze dokonują u siebie wzajemnie zakupów opiewających na taką samą kwotę,
- kompensatę częściową – polegającą na tym, że podmioty gospodarcze używają pieniądza poprzez tylko częściowe rozliczenie za jego pomocą (ang. *counterpurchase agreements, buy-back agreements, offset agreements*).

W zależności od ilości podmiotów biorących udział w transakcjach kompensacyjnych możemy wyróżnić:

- kompensatę dwustronną,
- kompensatę wielostronną.

Kompensaty mogą być przeprowadzane w różnej formie np. opartej na barterze, *clearingu* czy *nettingu*.

Barter to szczególna forma kompensaty. Istota barteru „polega na tym, że kompensata dotyczy dwóch partnerów, w kontrakcie są szczegółowo wyspecyfikowane towary (ilość, jakość) będące przedmiotem wymiany w całości bezdewizowej”<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> *Transakcje handlu zagranicznego*, red. B. Stępień, PWE, Warszawa 2004, s. 161.

Handel na zasadzie barteru był wykorzystywany przed wprowadzeniem pieniądza i odbywał się pomiędzy różnymi społecznościami.

Mechanizm *clearingowy* polega na rozliczeniach między krajami z tytułu eksportu i importu. Importer wpłaca do banku swego kraju dane należności z tytułu importowanego towaru w walucie swego kraju po ustalonym kursie (przelicznik), eksporter zaś otrzymuje daną należność za wyeksportowany towar, tyle że w walucie swego kraju w swoim banku, według ustalonego kursu. Natomiast banki w określonych terminach między sobą wyrównują całokształt należności i zobowiązań w sposób ustalony w umowie.

Mechanizm *nettingu* jest stosowany w różnych metodach zarządzania środkami pieniężnymi w przedsiębiorstwie. Banki, które prowadzą obsługę klientów instytucjonalnych, posiadają w swoich ofertach produkty finansowe, których istota oparta jest na mechanizmie *nettingu*.

*Netting* został zdefiniowany jako „wspólny system płatniczy grupy kapitałowej, w którym dochodzi do rozliczenia finansowego w postaci kompensaty wzajemnych zobowiązań i należności określonych w jednej walucie”<sup>2</sup>. *Netting* rozumiany jest jako jedna z transakcji wewnątrzgrupowych polegająca na systemie wzajemnych rozliczeń kompensacyjnych, które dokonywane są pomiędzy rachunkami bankowymi będącymi w posiadaniu przedsiębiorstw powiązanych, firm wielooddziałowych czy też holdingów. Poprzez zastosowanie *nettingu* redukuje się przepływy kapitałowe pomiędzy członkami grupy kapitałowej w tym celu, aby tylko wartość netto (ang. *net amount*) podlegała przekazaniu określonemu podmiotowi w ramach danej grupy podmiotów powiązanych.

W praktyce wyróżnić można dwa podstawowe rodzaje *nettingu*<sup>3</sup>:

- *netting* dwustronny (ang. *bilateral netting*),
- *netting* wielostronny (ang. *multilateral netting*).

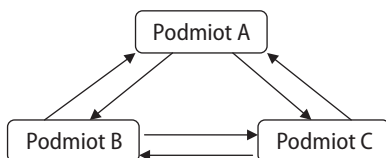
Rozpoczynając analizę rodzajów *nettingu*, zwróćmy uwagę najpierw na sytuację, w której nie dochodzi do żadnych kompensat (por. rysunek 1). Poniższy rysunek ilustruje brak możliwości kompensowania zobowiązań i należności między trzema kontrahentami. Podmiot A reguluje swoje zobowiązania wobec podmiotu B oraz wobec podmiotu C, przelewając środki stanowiące wartość rynkową posiadanych kontraktów. Podmiot B reguluje swoje zobowiązania wobec podmiotu C, natomiast podmiot C reguluje swoje zobowiązania wobec podmiotu A. W sytuacji braku *nettingu* nie jest widoczna redukcja przepływów kapitałowych między podmiotami

<sup>2</sup> Pismo Ministra Finansów z dnia 19.12.2002 r. nr PB 4/KGK-8214-2292-335/02.

<sup>3</sup> G. Rosenberg, M.C. Urquiza, D. Miller, *What is netting? How does netting work?*, materiały konferencyjne, Mexico City 9-10.11.2000.

grupy kapitałowej, ponieważ cała wartość kontraktu, a nie jedynie wartość netto, zostaje przekazana określone podmiotowi.

**Rysunek 1. Model rozliczeń pieniężnych bez zastosowania mechanizmu *nettingu***

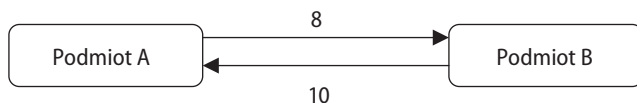


Źródło: opracowanie własne.

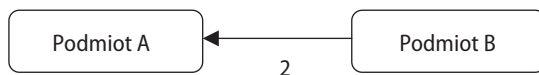
*Netting* dwustronny (ang. *bilateral netting*) występuje wówczas, gdy stronami są dwa podmioty z danej grupy podmiotów powiązanych występujących w charakterze uczestników systemu (por. rysunek 2).

**Rysunek 2. Model rozliczeń pieniężnych z zastosowaniem mechanizmu *nettingu* dwustronnego (ang. *bilateral netting*)**

a) rozliczenia bez zastosowania *nettingu*



b) rozliczenia z zastosowaniem *nettingu*



Źródło: opracowanie własne.

Podmiot A posiada zobowiązanie wobec podmiotu B w wysokości 8, natomiast podmiot B posiada zobowiązanie wobec podmiotu A w wysokości 10. Wierzytelność podmiotu B wobec podmiotu A przewyższa wartość wierzytelności podmiotu A wobec podmiotu B. Bez zastosowania mechanizmu *nettingu* podmiot A reguluje swoje zobowiązania wobec podmiotu B w wysokości 8, natomiast podmiot B reguluje swoje zobowiązania wobec podmiotu A w wysokości 10. Z zastosowaniem mechanizmu *nettingu* w takiej sytuacji tylko podmiot B reguluje swoje zobowiązanie wobec podmiotu A w wysokości 2.

Biorąc pod uwagę powyższe wskazania oraz posiłkując się przepisami Kodeksu cywilnego<sup>4</sup>, można stwierdzić, iż *netting* dwustronny powinien charakteryzować się następującymi cechami:

- biorą udział dwa podmioty grupy kapitałowej,
- biorące udział podmioty są wobec siebie zarówno wierzycielami, jak i dłużnikami,
- wierzytelności są w tej samej walucie i są wymagane w dniu dokonania kompensaty,
- wierzytelności kompensowane umarzają się do wierzytelności o niższej wartości (ang. *net amount*).

*Netting* wielostronny (ang. *multilateral netting*) występuje wówczas, gdy stronami są więcej niż dwa podmioty z danej grupy podmiotów powiązanych występujących w charakterze uczestników systemu oraz podmiot, który pełni funkcję tzw. *netting* lidera (podmiot, który dokonuje rozliczeń pomiędzy członkami systemu) (por. rysunek 3). Rolę *netting* lidera (centrum *nettingu*, centrum rozliczeniowego) może pełnić bank, w którym dana grupa przedsiębiorstw posiada swoje konta bankowe, ale także podmiot należący do danej grupy. W przypadku, gdy *netting* liderem jest bank, wówczas cały system *nettingowy* to produkt bankowy, czyli bank zarówno organizuje, jak i zarządza całym systemem. W przypadku, gdy *netting* liderem jest podmiot należący do danej grupy, wówczas bank organizuje techniczną stronę systemu, natomiast funkcje zarządcze pozostają w gestii *netting* lidera.

Biorąc pod uwagę powyższe wskazania oraz posiłkując się przepisami Kodeksu cywilnego<sup>5</sup>, można stwierdzić, iż *netting* wielostronny powinien charakteryzować się następującymi cechami:

- biorą udział więcej niż dwa podmioty grupy kapitałowej oraz *netting* lider,
- biorące udział podmioty są wobec siebie zarówno wierzycielami, jak i dłużnikami,
- wierzytelności są w tej samej walucie i są wymagane w dniu dokonania kompensaty,
- wierzytelności kompensowane umarzają się do wierzytelności o niższej wartości (ang. *net amount*).

Istota *nettingu* sprowadza się do kalkulowania wysokości odsetek, biorąc za podstawę zbilansowane saldo zadłużenia przy braku konieczności transferowania środków pomiędzy rachunkami. Warto również podkreślić, że w wyniku operacji *nettingu* odsetki nalicza się w oparciu o sumę sald (zarówno dodatnich, jak i ujemnych), lecz nie na saldach występujących na poszczególnych rachunkach.

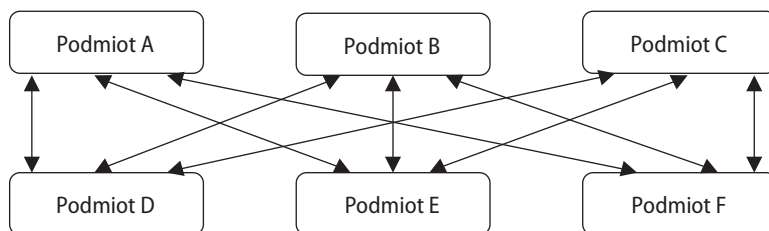
---

<sup>4</sup> Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny, Dz.U. z 1964 r., nr 16, poz. 93, art. 498 § 1 i § 2.

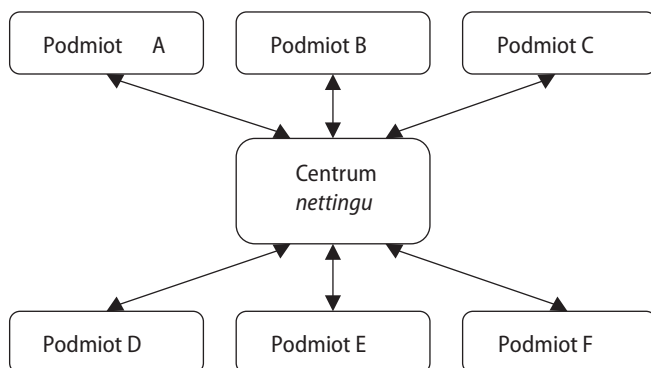
<sup>5</sup> Ibidem.

**Rysunek 3. Model rozliczeń pieniężnych z zastosowaniem mechanizmu *nettingu* wielostronnego (ang. *multilateral netting*)**

a) rozliczenia bez zastosowania *nettingu*



b) rozliczenia z zastosowaniem *nettingu*



Źródło: opracowanie własne.

### 3. Cykl i sesja *nettingowa*

Cykl *nettingowy* jest prowadzony w oparciu o wcześniej opracowany harmonogram składający się z następujących elementów<sup>6</sup>:

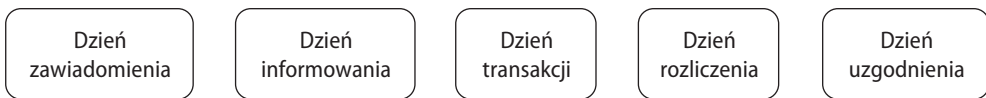
- dzień zawiadomienia – podmioty powiązane w ramach grupy zawiadamiają centrum rozliczeniowe o przeprowadzonych wewnętrznych transakcjach (przeprowadzanych w ramach grupy) dla których nastął termin rozliczenia;

<sup>6</sup> R. Jagiełło, *Polski system bankowy. Bankowość korporacyjna w Polsce*, dodatek: *Polski system bankowy: stan i perspektywy*, „Bank i Kredyt” 2005, nr 6, s. 12.



- dzień informowania – centrum *nettingu* ma za zadanie poinformować wszystkich uczestników systemu o szczegółach ich zobowiązań i należności, które powstały w danym cyklu rozliczeniowym oraz o ich pozycji netto;
- dzień transakcji – wszystkie transakcje zostają zaksięgowane przez centrum *nettingu* oraz każdy z uczestników zostaje poinformowany o posiadanej pozycji netto;
- dzień rozliczenia – czyli dzień, w którym środki pieniężne według wartości netto są albo przelewane na rachunki, albo ściągane z rachunków uczestników *nettingu* (dwa dni robocze po dniu transakcji);
- dzień uzgodnienia – następuje po dniu rozliczenia, dokonuje się kontroli rachunków w celu zapewnienia, że właściwe środki zostały poprawnie zaksięgowane, w odpowiedniej wysokości oraz z odpowiednią datą waluty.

#### Rysunek 4. Etapy cyklu *nettingowego*



Źródło: opracowanie własne.

Cykl *netingowy* podzielony na poszczególne etapy (por. rysunek 4) prowadzi do tego, iż operacje *nettingu* są transparentne i łatwe do monitorowania, w żaden sposób nie zaburzają obrazu działalności przedsiębiorstwa stosującego mechanizm *nettingu* w swoich rozliczeniach.

Sesja *nettingowa* odbywa się w ustalonym w umowie terminie, zazwyczaj raz w miesiącu. Uczestnicy systemu w dniu zawiadomienia za pomocą specjalistycznych programów komputerowych lub faksu czy drogą e-mailową zgłaszają *netting* liderowi salda swoich rachunków za dany okres. *Netting* lider na podstawie zebranych informacji określa pozycję finansową netto dla każdego uczestnika. Dalsze postępowanie zależy od rodzaju posiadanej pozycji. Zajęcie ujemnej pozycji finansowej netto (zobowiązania netto) jest równoważne, co do zasady, z koniecznością uregulowania zobowiązania netto w formie przekazania kwoty zadłużenia na rachunek *netting* lidera. Zajęcie dodatniej pozycji finansowej netto (należności netto) jest równoważne, co do zasady, z koniecznością uregulowania należności netto przez *netting* lidera na rachunek uprawnionego uczestnika.

Mechanizm *nettingu* powoduje, iż część zobowiązań uczestników systemu jest regulowana przez fizyczny transfer środków pieniężnych, a część bezgotówkowo przez kompensatę wierzycelności. Warto podkreślić, iż wszystkie płatności dokonywane

są na lub z rachunku bankowego *netting* lidera. Nie ma możliwości dokonywania bezpośrednich transferów na poziomie rachunków poszczególnych uczestników systemu. System przeprowadzania *nettingu* jest zarządzany przez *netting* lidera.

Wirtualne rachunki bankowe dla poszczególnych uczestników systemu służą tylko i wyłącznie do zapisu ich ustalonej pozycji finansowej netto. Po dokonaniu kompensaty danej wierzytelności następuje fizyczny transfer środków pieniężnych już z wykorzystaniem rzeczywistych rachunków bankowych. Brak rachunku bankowego prowadzonego w walucie obcej nie jest przeszkodą do rozliczania wierzytelności występującej w walutach obcych. Gdy dojdzie do takiej sytuacji, wówczas należności lub zobowiązania netto zostają przeliczone po ustalonym kursie, tak aby dany uczestnik systemu mógł otrzymać daną kwotę nadwyżki lub mógł dokonać przelewu zobowiązania netto w walucie, w której posiada rachunek bankowy.

#### **4. Cash pooling oparty na *nettingu* – istota, struktura, korzyści**

W praktyce gospodarczej przedsiębiorstwa utrzymujące odpowiedni poziom płynności finansowej powinny ponosić jak najmniejsze koszty z tym związane. Obecnie banki dysponują bardzo szerokim wachlarzem produktów i usług. Usługa *cash pooling*, która skierowana jest do klientów zrzeszonych w grupach kapitałowych czy holdingach, znajduje się wśród różnorodnych ofert bankowych.

Ogólna idea *cash pooling* polega na dodawaniu sald na rachunkach bieżących (poszczególnych uczestników systemu), któremu „towarzyszy transfer środków lub tylko matematyczna konsolidacja sald na rachunkach”<sup>7</sup>. Przez zastosowanie tej usługi możliwe jest kompensowanie występujących chwilowych nadwyżek z niedoborami środków. Lokowanie wspólnej nadwyżki, jak i oprocentowanie niedoborów odbywa się na korzystnych zasadach. Rozwiązanie to prowadzi do obniżenia kosztów finansowych związanych z obsługą zewnętrznego zadłużenia oraz maksymalizacji przychodów z lokat finansowych<sup>8</sup>.

---

<sup>7</sup> S. Lewicka-Potocka, *Cash pooling – przydatny instrument w realizacji celów zarządzania płynnością finansową w grupie kapitałowej*, w: *Problemy zarządzania finansami we współczesnych przedsiębiorstwach*, red. P. Szczepankowski, Vizja Press&it, Warszawa 2006, s. 332.

<sup>8</sup> J. Nargiełło, *Cash pooling jako instrument zarządzania należnościami w grupie kapitałowej*, w: *Finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa: Studia przypadków*, red. M. Panfil, Difin, Warszawa 2008, s. 342.

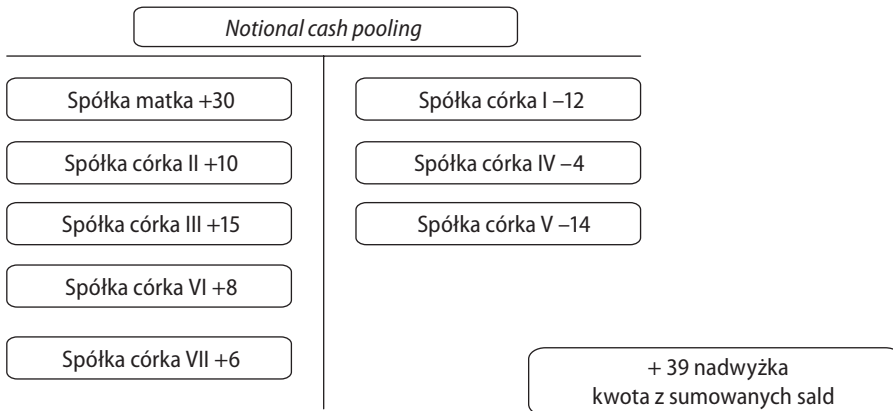
Praktyka rozwinęła wiele różnych form *cash pooling*, z których dwa podstawowe rodzaje to<sup>9</sup>:

- *notional cash pooling* (nazywany również *cash poolingiem* wirtualnym/kompensacyjnym);
- *zero-balancing cash pooling* (nazywany również *cash poolingiem* realnym/konsolidacyjnym).

Istnieje wiele różnych struktur *cash poolingowych*, jednak są one odmianami tych dwóch podstawowych rodzajów.

*Netting* stosowany jest jako metoda w *notional cash pooling*. *Notional cash pooling* (por. rysunek 5) cechuje „brak konieczności dokonywania fizycznego transferu środków pieniężnych, a jedynie salda z poszczególnych rachunków uczestniczących w *cash pooling*u podlegają sumowaniu i w ten sposób obliczane są odsetki od kwoty netto zgromadzonych sald”<sup>10</sup>. Konsolidacja wirtualna (por. rysunek 6) sprowadza się do ustalenia poziomu salda skonsolidowanego przypadającego na moment konsolidacji, a naliczane odsetki kalkulowane są w oparciu o sumę sald dodatnich i ujemnych na rachunkach, które podlegają konsolidacji.

**Rysunek 5. *Notional cash pooling* – dodatnia kwota zsumowanych sald**



Źródło: opracowanie własne.

Warto zauważyć, iż w przypadku *notional cash pooling*u opartego na *netting*u brak rzeczywistej koncentracji środków jest mniej kosztowny na przykład w porównaniu

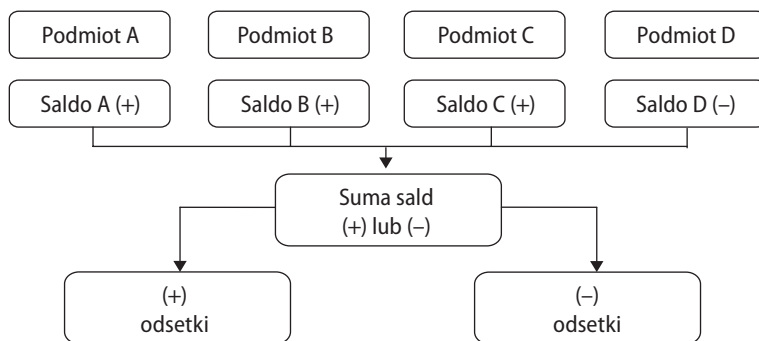
<sup>9</sup> Ibidem, s. 343

<sup>10</sup> M. Dłubak, *Cash pooling – zaawansowany instrument optymalizujący przepływy finansowe grupy kapitałowej*, „Prawo Przedsiębiorcy” nr 32, z 08.08.2006, s. 42.

z *zero-balancing cash poolingiem*, ze względu na fakt, iż nie wymaga najpierw łączenia, a później rozdzielania tych środków, które należą do poszczególnych jednostek. Z drugiej strony, zastosowanie *notional cash pooling* pozwala na uzyskanie mniejszych korzyści ze względu na fakt, iż bank zobowiązany jest do utrzymywania rezerw od wszystkich aktywów, również tych na kontach źródłowych.

Kompensowanie odsetek w formie *nettingu* wzajemnych należności i zobowiązań służących rozliczeniom finansowym w ramach danej grupy kapitałowej może przynieść wymierne korzyści. Główną korzyścią płynącą z zastosowania usługi *cash pooling* (również metody opartej na *nettingu*) jest obniżenie kosztów finansowych oraz podniesienie przychodów finansowych. Stosowanie *notional cash pooling* w oparciu o mechanizm *nettingu*, ze względu na fakt, iż część rozliczeń to rozliczenia bezgotówkowe, powoduje ograniczenie prowizji płaconych z tytułu wykonywania rzeczywistych przelewów. Ponadto, wykorzystywanie zasobów pieniężnych znajdujących się w posiadaniu danej grupy przedsiębiorstw powiązanych daje korzystne finansowanie krótkoterminowe. Co więcej, ograniczeniu ulegają także koszty transakcyjne, takie jak rozpatrywanie wniosków itp.

**Rysunek 6. Notional cash pooling oparty na nettingu – schemat**



Źródło: opracowanie własne.

Dzięki zastosowaniu usługi *cash pooling* zwiększa się płynność finansową nie tylko pojedynczego przedsiębiorstwa (oddziału), lecz także całej grupy kapitałowej, co niewątpliwie bezpośrednio wiąże się z większą wiarygodnością w oczach klientów. Ponadto poprzez wykorzystanie efektu skali grupy kapitałowej możliwa jest optymalizacja przepływów finansowych przy zachowaniu autonomii podmiotów podporządkowanych w danej grupie.

*Cash pooling* jest stosowany w krajach europejskich na coraz większą skalę. Również w Polsce w ramach *cash management* banki oferują tę usługę, m.in. Bank BPH

S.A., PKO Bank Polski S.A., ING Bank Śląski S.A., BNP Paribas Bank Polska S.A., Bank Handlowy w Warszawie S.A., Raiffeisen Bank Polska S.A. Poprzez oferowanie różnych wariantów usługi *cash pooling*, banki dążą do tego, aby optymalnie dopasowywać swoją ofertę do potrzeb, struktury organizacyjnej czy złożoności form działalności danych przedsiębiorstw. Warto podkreślić, że korzystanie z *cash pooling* jest nadal ograniczone głównie ze względu na brak przejrzystych i odpowiednich regulacji podatkowych. Można przypuszczać, że ta sytuacja nie ulegnie poprawie, dopóki nie zostaną zmienione te uregulowania, dzięki którym dane przedsiębiorstwo chcące skorzystać z usługi *cash pooling* nie będzie miało wątpliwości związanych z kwestiami podatkowymi.

## 5. *Cash pooling* oparty na *nettingu* a pożyczka

W polskim prawie nie ma bezpośrednich regulacji dotyczących *nettingu*. Opis mechanizmu jego działania można znaleźć w Kodeksie cywilnym, według którego do *nettingu* dochodzi wówczas, gdy „dwie osoby są jednocześnie względem siebie dłużnikami i wierzycielami, każda z nich może potrącić swoją wierzytelność z wierzytelności drugiej strony, jeżeli przedmiotem obu wierzytelności są pieniądze lub rzeczy tej samej jakości oznaczone tylko co do gatunku, a obie wierzytelności są wymagalne i mogą być dochodzone przed sądem lub przed innym organem państwowym. W skutek potrącenia obie wierzytelności umarzają się nawzajem do wysokości wierzytelności niższej”<sup>11</sup>.

*Netting* często jest utożsamiany z umową pożyczki. Umowę pożyczki reguluje Kodeks cywilny, według którego „przez umowę pożyczki dający pożyczkę zobowiązuje się przenieść na własność biorącego określoną ilość pieniędzy albo rzeczy oznaczonych tylko co do gatunku, a biorący zobowiązuje się zwrócić tę samą ilość pieniędzy albo tę samą ilość rzeczy tego samego gatunku i tej samej jakości”<sup>12</sup>. Biorąc pod uwagę fakt, iż umowa *nettingu*, a co z tym się wiąże również umowa *notional cash pooling*, to umowa nienazwana, dlatego umowy te są regulowane przez przepisy Kodeksu cywilnego o zobowiązaniach<sup>13</sup>. Zatem można stwierdzić, że transakcje *nettingu* stanowią swojego rodzaju pożyczkę, która jest zawierana między stronami, którymi są właściciele rachunków bankowych. Nasuwa się pytanie czy

<sup>11</sup> Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r., Kodeks cywilny, Dz.U. z 1964 r., nr 16, poz. 93, art. 498 § 1 i § 2.

<sup>12</sup> Ibidem, art. 720 § 1.

<sup>13</sup> Ibidem, art. 720–724.

rzeczywiście tak jest? Szukając odpowiedzi, przyjrzyjmy się bardziej szczegółowo poniższym argumentom.

Przedsiębiorcy obawiają się zakwalifikowania umowy *notional cash pooling* jako pożyczki, która z kolei podlega opodatkowaniu (2% stawka podatku od czynności cywilnoprawnych)<sup>14</sup>. Argumentem przemawiającym za tym, aby *notional cash pooling* oparty na *nettingu* nie był traktowany jako pożyczka, jest fakt, iż nie dochodzi do fizycznego transferu środków pieniężnych, a właśnie ta operacja jest warunkiem koniecznym, aby móc uznać daną transakcję jako pożyczkę.

Ponadto, umowa konsolidacji rachunków bankowych<sup>15</sup> może być traktowana jako specyficzna konstrukcja prawna wymagająca odróżnienia od zwykłych umów pożyczek. Wówczas *netting* nie ma formy tradycyjnej pożyczki udzielanej sobie wzajemnie przez podmioty powiązane, ale ma charakter bieżącego wyrównywania się sald na drodze wielostronnych oraz wielokrotnych świadczeń konsolidacyjnych posiadających charakter zwrotny.

Warto również zwrócić uwagę na fakt, iż zdefiniowanie poszczególnych stron transakcji jako stron umowy pożyczki jest pewną trudnością, gdyż pożyczki pomiędzy podmiotami danej grupy biorącymi udział w *notional cash pooling* opartym na mechanizmie *nettingu* następują ze wspólnej puli zgromadzonych środków na rachunku skonsolidowanym. Wobec tego, trudność powstająca na etapie ustalenia stron pożyczki powinna być podstawą do zwolnienia wyników finansowych uzyskiwanych w transakcjach *notional cash pooling* opartego na mechanizmie *nettingu* od podatku, jakiemu podlega umowa pożyczki.

## 6. Podsumowanie

Płynność finansowa wiąże się przede wszystkim z łatwością dokonywania transakcji. Również przedsiębiorstwa o rozbudowanej strukturze powinny dbać o to, aby ich finansowanie a także zarządzanie środkami finansowymi mogło odbywać się w sposób efektywny. W niniejszym opracowaniu zwrócono uwagę na jeden z podstawowych rodzajów *cash pooling* – *notional cash pooling* oparty na mechanizmie *nettingu*, będący niewątpliwie instrumentem usprawniającym finansowanie grup kapitałowych, przedsiębiorstw wielooddziałowych czy holdingów.

<sup>14</sup> G. Brycki, *Lepiej nie igrać z fiskusem*, „Rzeczpospolita” 2.02.2004, nr 27 (6710), s. B5.

<sup>15</sup> Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe, Dz.U. z 2002 r., nr 72, poz. 665, z późn. zm., art. 93a.

*Cash pooling* jest jednym z narzędzi coraz częściej stosowanych w praktyce gospodarczej, również przez polskie przedsiębiorstwa. Traktowany jest jako metoda na efektywne zarządzanie gotówką w przedsiębiorstwach i korporacjach charakteryzujących się wysokim stopniem złożoności. Sposób kalkulowania wysokości odsetek biorący za podstawę poziom zbilansowanego salda środków pieniężnych znajdujących się na kilku rachunkach daje możliwość osiągnięcia znacznie lepszego wyniku odsetkowego dla uczestników systemu *cash pooling* niż w przypadku dokonywania indywidualnego inwestowania nadwyżek czy indywidualnego ponoszenia kosztów z tytułu finansowania przez poszczególne jednostki.

Za jedną z podstawowych form *cash pooling* uważa się *notional cash pooling*, który bazuje na mechanizmie *nettingu*, polegającego na kompensowaniu odsetek. Rozwiązanie to prowadzi do obniżenia kosztów finansowych związanych z obsługą zewnętrznego zadłużenia oraz do maksymalizacji przychodów z lokat finansowych.

Przedsiębiorcy korzystający z usługi *notional cash pooling* obawiają się zakwalifikowania umów *cash poolingowych* jako pożyczki. Przytoczone interpretacje przepisów Kodeksu cywilnego oraz przepisów prawa bankowego można traktować jako podstawę do zwolnienia wyników finansowych uzyskiwanych na podstawie transakcji *notional cash pooling* opartych na mechanizmie *nettingu* od podatku, jakiemu podlega umowa pożyczki. Warto również mieć na uwadze, że tylko odpowiednio dobrana struktura *cash pooling*, taka która uwzględnia specyfikę danej jednostki, pozwala na usprawnianie procesu zarządzania gotówką, a przy tym na uzyskanie znacznych korzyści finansowych.

## Bibliografia

### Wydawnictwa zwarte

1. *Aktywne zarządzanie płynnością finansową przedsiębiorstwa*, red. K. Kreczmańska-Gigol, Difin, Warszawa 2010.
2. *Finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa: studia*, red. M. Panfil, Difin, Warszawa 2011.
3. Grabowska M., *Zarządzanie płynnością finansową przedsiębiorstw*, CeDeWu, Warszawa 2012.
4. Lewicka-Potocka S., *Cash pooling – przydatny instrument w realizacji celów zarządzania płynnością finansową w grupie kapitałowej*, w: *Problemy zarządzania finansami we współczesnych przedsiębiorstwach*, red. P. Szczepankowski, Vizja Press&it, Warszawa 2006.
5. Michalski G., *Strategiczne zarządzanie płynnością finansową w przedsiębiorstwie*, CeDeWu, Warszawa 2010.



6. Nargiełło J., *Cash pooling jako instrument zarządzania należnościami w grupie kapitałowej*, w: *Finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa: Studia przypadków*, red. M. Panfil, Difin, Warszawa 2008.
7. Pierścionek Z., *Strategie konkurencji i rozwoju przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
8. *Podstawy zarządzania płynnością finansową przedsiębiorstwa*, red. T. Cicirko, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2010.
9. Suski-Borek G., *Systemy cash management w bankach*, w: *Bankowość korporacyjna i inwestycyjna*, red. J. Stacharska-Targosz, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Bankowej, Poznań 2003.
10. *Transakcje handlu zagranicznego*, red. B. Stępień, PWE, Warszawa 2004.
11. *Zarządzanie majątkiem obrotowym w przedsiębiorstwie: wybrane problemy*, red. J. Grzywacz, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2006.

## **Dokumenty prawne**

### **Ustawy**

1. Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny, Dz.U. z 1964 r., nr 16, poz. 93.
2. Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. prawo bankowe, Dz.U. z 2002 r., nr 72, poz. 665 z późn. zm.

### **Inne dokumenty prawne**

1. Pismo Ministra Finansów z dnia 19.12.2002 r. nr PB 4/KGK-8214-2292-335/02.

### **Artykuły prasowe i okolicznościowe**

1. Brycki G., *Lepiej nie igrzać z fiskusem*, „Rzeczpospolita” nr 27 (6710), 2.02.2004.
2. Dłubak M., *Cash pooling – zaawansowany instrument optymalizujący przepływy finansowe grupy kapitałowej*, „Prawo Przedsiębiorcy” nr 32, 08.08.2006.
3. Jagiełło R., *Polski system bankowy. Bankowość korporacyjna w Polsce*, dodatek: *Polski system bankowy: stan i perspektywy*, „Bank i Kredyt” 2005, nr 6.
4. Rosenberg G. (Central Bank of Argentina), Urquiza M.C. (Argentine Securities and Exchange Commission), Miller D. (Bank of America), *What is netting? How does netting work?*, materiały konferencyjne, Mexico City 9–10.11.2000.

### **Materiały internetowe**

1. <http://www.mf.gov.pl/>.



*Ludmiła Słobodzian*

Kolegium Zarządzania i Finansów

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

# Polityka prywatyzacyjna w Rosji w pierwszej fazie transformacji

## 1. Wprowadzenie

W spadku od „realnego socjalizmu” nowa Rosja otrzymała praktycznie całkowicie upaństwowioną gospodarkę. Dlatego rynkowi rosyjskiemu brakowało na razie pełnowartościowej infrastruktury, mechanizm konkurencji natomiast nie pracował na najwyższych obrotach. Rynek kapitałowy i rynek pracy – nierozzerwalne części systemu rynkowego – są jeszcze bardzo słabo reprezentowane w postkomunistycznej gospodarce kraju, a te podmioty gospodarcze, które w tym lub innym stopniu zaczęły już kierować się kryteriami rynkowymi, są jeszcze zbyt zależne od państwa. Aparat państwowy, pozostały z dawnych czasów, bardzo często nie chce ustępować swoich pozycji i dąży do przywrócenia szerokiej ingerencji administracyjnej w gospodarkę. W takich warunkach proces prywatyzacji nabiera szczególnej wagi.

Stworzenie wieloustrojowej konkurencyjnej gospodarki rynkowej, przekształcenie własności prywatnej w dominującą formę własności są to główne elementy wszystkich przekształceń systemowych oraz reform gospodarczych w Rosji. Jednakże w rzeczywistości ten proces przebiegał skomplikowanie i niekonsekwentnie.

Główny cel prywatyzacji teoretycznie polega na tym, że należy dać podmiotom gospodarczym skutecznego właściciela w ramach gospodarki rynkowej, stworzyć efektywną konkurencyjną gospodarkę na równi współdziałającą na rynku światowym i wewnętrznym z innymi krajami, utworzyć liczną klasę średnią – realną bazę dla demokracji i stabilności politycznej. Jak ten cel był realizowany praktycznie? Odpowiedzi na to pytanie próbuję udzielić w niniejszym opracowaniu.

## 2. Państwowy Program Prywatyzacji

Zgodnie z ustawą o prywatyzacji, przyjętą w lipcu 1992 r., Rząd Federacji Rosyjskiej początkowo corocznie opracowywał Państwowy Program Prywatyzacji, zatwierdzany przez parlament kraju najpóźniej miesiąc przed rozpoczęciem dyskusji nad ustawą budżetową FR. Program był obliczony na trzy lata oraz zawierał konkretne zadania na rok bieżący, a także prognozy na dwa następne lata.

Wszystkie obiekty będące własnością państwa i samorządów terytorialnych zostały w programie podzielone na kilka grup, w zależności od możliwości ich prywatyzacji. Program nie regulował jedynie prywatyzacji sowchozów, funduszu ziemi oraz funduszu mieszkaniowego.

Do „pierwszej grupy” należały obiekty i przedsiębiorstwa, których prywatyzacji zakazano. Są to przede wszystkim bogactwa naturalne, zasoby wodne, przestrzeń powietrzna, obiekty historycznego i kulturowego dziedzictwa narodów Rosji, rezerwy złota i Diamentowy Fundusz, Bank Centralny, etatowy i rezerwy majątek Sił Zbrojnych, Ministerstwo Bezpieczeństwa i Spraw Wewnętrznych, stacje, nadające programy telewizyjne i audycje radiowe, przedsiębiorstwa produkujące materiały ulegające rozszczepieniu oraz materiały radioaktywne, broń jądrową, aparaty kosmiczne, przedsiębiorstwa produkujące substancje narkotyczne i toksyczne, drogi samochodowe ogólnego użytku, obiekty infrastruktury inżynierskiej miast i rejonów, cmentarze, krematoria, itd.

„Drugą grupę” stanowiły przedsiębiorstwa, których prywatyzacja wymaga decyzji rządu Rosji lub republik wchodzących w jej skład, w zależności od typu własności. Do nich należą obiekty i przedsiębiorstwa produkujące i remontujące systemy i elementy wszystkich typów uzbrojenia, przedsiębiorstwa produkujące amunicję, przedsiębiorstwa budowy urządzeń atomistyki, kompleksu paliwowo-energetycznego, przemysłu wydobywczego, banki komercyjne, przedsiębiorstwa łączności, agencje informacyjne i telegraficzne, przedsiębiorstwa i instytucje o przeznaczeniu społeczno-kulturalnym, przedsiębiorstwa poligraficzne i wydawnictwa, państwowe zakłady sanatoryjno-uzdrowiskowe, itd. Na prywatyzację takich obiektów i przedsiębiorstw zezwala Zastępca Przewodniczącego Rządu, po zgłoszeniu przez Państwowy Komitet ds. Zarządzania Majątkiem Rosji i odpowiednie ministerstwo. Decyzja powinna zostać podjęta w ciągu miesiąca po wpłynięciu zgłoszenia prywatyzacyjnego do agencji terytorialnej Państwowego Komitetu ds. Zarządzania Majątkiem Rosji.

Do „trzeciej grupy” należały zjednoczone obiekty i przedsiębiorstwa, prywatyzowane jedynie na podstawie decyzji Państwowego Komitetu ds. Zarządzania Majątkiem Rosji, z uwzględnieniem opinii ministerstw poszczególnych branż. Są

to przedsiębiorstwa wszystkich branż, zajmujące dominującą pozycję na federalnym lub miejscowym rynku towarów, pracy oraz usług, większe przedsiębiorstwa z liczbą pracowników ponad 10 tys. osób, przedsiębiorstwa transportu kolejowego, lotniczego, morskiego i rzeczno-żeglarskiego, szkoły wyższe i średnie, przedsiębiorstwa przemysłu medycznego, przedsiębiorstwa produkujące spirytus, likiery, wódki, wina i wyroby tytoniowe.

Do „czwartej grupy” należały przedsiębiorstwa, w których stosunki własności mogą być zmienione jedynie zgodnie z lokalnymi programami prywatyzacji: miejski transport pasażerski, sauny, pralnie, apteki, itp. Decyzje o ich prywatyzacji podejmowały komitety zarządzające majątkiem.

I w końcu, do „piątej grupy” należały obiekty i przedsiębiorstwa podlegające obowiązkowej prywatyzacji. Chodzi tu o przedsiębiorstwa najbardziej wpływające na kształtowanie stosunków rynkowych: przedsiębiorstwa handlu hurtowego i detalicznego, żywienia zbiorowego i usług, budownictwa, przemysłu spożywczego i lekkiego, itp. Do niej też należały deficytowe przedsiębiorstwa wszystkich branż, obiekty, których budowę wstrzymano oraz obiekty z nieukończoną budową, dla których wygasły normatywne terminy budowy, jak również majątek przedsiębiorstw likwidowanych bez prawa do sukcesji.

### 3. Mechanizm i baza ustawodawcza prywatyzacji

W systemie reform gospodarczych i całego procesu transformacji oraz przemian ustroju ekonomicznego Rosji, prywatyzacja odgrywa kluczową rolę. Oficjalnie zaczęła się dopiero w 1992 r., gdyż w latach pierestrojki Gorbaczowa nie mówiono o niej wcale. Mówiło się wówczas o komercjalizacji, pełnym rozrachunku gospodarczym, odpaństwowieniu własności, przekształceniu własności państwowej w „kolektywną”, itd. Jak sądzili Gorbaczow i wielu jego współtowarzyszy, „naród jest przeciwny prywatyzacji”<sup>1</sup>. W grudniu 1989 r. były premier ZSRR, N. Ryżkow, oświadczył, że rząd nie zgadza się na „wprowadzenie własności prywatnej, w tym własności prywatnej ziemi”, na „denacjonalizację własności państwowej na szeroką skalę, w tym małych i średnich przedsiębiorstw”.

Podobnego typu nastroje utrzymują się również obecnie, jednakże teraz odgrywają nieco inną rolę, ukrycie uczestnicząc przede wszystkim w praktyce przekształcenia

---

<sup>1</sup> W książce *Августовский нум [Pucz sierpniowy]* (Moskwa 1991, s. 29–30) M. Gorbaczow pisze: „Należę do ludzi, którzy nigdy nie ukrywali swojego stanowiska, będąc zdecydowanymi zwolennikiem idei socjalizmu... Prowadząc rozważania o socjalizmie, powinniśmy zdawać sobie sprawę z tego, że klęskę poniósł jedynie model socjalizmu, który był w naszym kraju, a nie sama idea socjalistyczna”.

przedsiębiorstwa państwowego w spółkę akcyjną, utrzymaniu przedsiębiorstw państwowych, tworzeniu dużych korporacji państwowych.

Federacja Rosyjska otrzymała w spadku od byłego Związku Radzieckiego ogromne bogactwo. Według oficjalnych danych z początku 1990 r., „odtworzalne bogactwo narodowe” ZSRR dochodziło do 2,7 trylionu rubli w cenach „sprzed reformy”. Ponad 70% tego bogactwa przypadało na własność państwową, która w tamtych czasach w ogóle wykluczała jakąkolwiek własność republikańską, regionalną bądź lokalną. Jeżeli jednak do bogactwa narodowego zaliczymy bogactwa naturalne, to na własność państwową przypada ponad 90% całego bogactwa narodowego byłego ZSRR. Wszystko to mówi o ogromnej skali zadania sprywatyzowania tej własności.

Ogólny plan strategiczny prywatyzacji został przygotowywany jeszcze w 1991 r.: pierwszy Program Prywatyzacji RFSRR pojawił się w maju 1991 r., na długo przed reformami Gajdara. Następnie przyjęto cały pakiet ustaw i uchwał władzy wykonawczej o prywatyzacji, w tym *Główne zasady Programu Prywatyzacji Przedsiębiorstw Państwowych i Lokalnych w Federacji Rosyjskiej w 1992 r.*, ustawę FR o prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych i lokalnych, ustawę FR o zmianach i uzupełnieniach ustawy o prywatyzacji, uchwałę Rządu FR o trybie wprowadzenia systemu bonów prywatyzacyjnych w Federacji Rosyjskiej, itp. Wreszcie, 11 lipca 1992 r. rosyjski parlament podczas drugiego czytania przyjął Państwowy Program Prywatyzacji, który przewidywał, że dominującymi obiektami prywatyzacji powinny się stać przedsiębiorstwa przemysłu lekkiego i spożywczego, budownictwa oraz przemysłu materiałów budowlanych, przemysłowo-technicznej obsługi rolnictwa, transportu samochodowego, żywienia zbiorowego i usług. W każdej z tych branż planowano sprywatyzować 50–60% wszystkich przedsiębiorstw. Jednakże już po 3 tygodniach wydano Dekret Prezydenta, ogłaszający przyspieszone przekształcenie przedsiębiorstw większości branż przemysłowych w otwarte spółki akcyjne, zatwierdzający procedury owego przekształcenia, w tym wzorcowy statut spółki akcyjnej. Następnie uchwalono dodatkowe ustawy, dekrety i postanowienia. W rezultacie utworzono niezbędną bazę prawną dla szerokiej prywatyzacji.

W praktyce w Rosji wykorzystywano kilka dróg i metod prywatyzacji<sup>2</sup>. Ze wszystkich możliwych sposobów prywatyzacji szczególną uwagę zwracano, po pierwsze, na wyprzedaż małych przedsiębiorstw z liczbą zatrudnionych do 200 osób na aukcjach (mała prywatyzacja); po drugie, na przekształcenie dużych przedsiębiorstw państwowych z liczbą zatrudnionych ponad 1 000 w spółkę akcyjną (duża prywatyzacja); po trzecie, na rozdanie całemu narodowi **voucherów (bonów prywatyzacyjnych)** z prawem ich

---

<sup>2</sup> Por. Państwowy Program Prywatyzacji Państwowych i Lokalnych Przedsiębiorstw w Federacji Rosyjskiej za r. 1993, „Российские вести” [Rossijskie wiesti], 4.02.1993.

późniejszej wymiany na akcje prywatyzowanych przedsiębiorstw. Oczywiście, wykorzystywano także inne drogi prywatyzacji, lecz nie były one na tyle charakterystyczne. Wśród możliwych metod prywatyzacji wymienię sześć następujących: sprzedaż akcji przedsiębiorstw i firm; sprzedaż przedsiębiorstw na aukcjach; sprzedaż przedsiębiorstw w ramach przetargów; sprzedaż przedsiębiorstw w ramach przetargów inwestycyjnych; sprzedaż własności likwidowanych przedsiębiorstw; przekazanie w dzierżawę.

Podczas przekształcania przedsiębiorstwa państwowego w spółkę akcyjną, załogom pracowniczym proponowano do wyboru trzy warianty prywatyzacji.

Wariant 1. Pracownicy uzyskują prawo do nieodpłatnego otrzymania 25% uprzywilejowanych akcji oraz kupna jeszcze 10% zwykłych akcji na warunkach ulgowych (za bony). Później pracownicy i administracja mogli również nieodpłatnie otrzymać jeszcze 10% akcji, które zarezerwowano dla funduszu sprzedaży akcji pracownikom przedsiębiorstw (FARP). Administracja przedsiębiorstw miała prawo nabyć 5% akcji. Pozostałe 50% akcji mogło być swobodnie sprzedawane na rynku, w tym (według obowiązujących stawek) na aukcjach bonów.

Na taki wariant zgodziły się załogi mniej więcej 16% przekształcanych w spółkę akcyjną przedsiębiorstw.

Wariant 2. Załoga pracownicza otrzymywała prawo kupna pakietu kontrolnego akcji, stanowiącego 51% wszystkich zwykłych akcji. Do tego można było dodać jeszcze 5% akcji, wziętych z FARP po zakończeniu aukcji bonów.

Drugi wariant okazał się najbardziej popularnym, został wybrany przez około 80% wszystkich przedsiębiorstw przekształcanych w spółkę akcyjną. W praktyce wiele załóg nabywało nie 51%, lecz do 71% akcji, przeznaczając na aukcje komercyjne za *vauchery* mniej niż 10% akcji.

Wariant 3. Kadry kierownicze zawierały umowę na przebudowę i reorganizację przedsiębiorstwa, otrzymywały na to 20% akcji i prawo do późniejszego inwestowania, a 50% akcji przechodziło do wolnej sprzedaży.

Odnotujmy, że trzeci wariant był najbardziej postępowy, chociaż wybrało go tylko 2–3% przedsiębiorstw przekształcanych w spółki akcyjne. W gruncie rzeczy zainteresowały się nim tylko całkowicie przestarzałe zakłady, znajdujące się na progu bankructwa bądź borykające się z nieukończoną budową, a zatem niczego nie produkujące.

Powyższe świadczy o tym, że załogi przedsiębiorstw, przekształcanych w spółki akcyjne, uzyskiwały ogromne ulgi, których nie miała żadna inna grupa społeczna. Niestety, ta niesprawiedliwość społeczna jest nierozzerwalnie związana z samym mechanizmem prywatyzacji i nie może być zrekompensowana żadnymi *vaucherami*. Pojawił się nawet smutny dowcip: klasa robotnicza znowu jest „hegemonem” całego narodu. Praktycznie załoga pracownicza w trakcie aukcji zawsze mogła

zapropnować wyższą cenę niż konkurent, dlatego że z uwzględnieniem wszystkich ulg zapłaci tylko 2/3 ogłoszonej ceny. A w rezultacie główny cel prywatyzacji – pozyskanie kompetentnego, energicznego właściciela, w pełni odpowiedzialnego za efektywność i konkurencyjność produkcji – nie został osiągnięty. Mógłby zostać osiągnięty wyłącznie po dokonaniu szeregu zmian form własności.

Oprócz prywatyzacji zakładów przemysłowych oraz innych przedsiębiorstw, z upływem czasu poważnie posunęła się sprawa prywatyzacji ziemi. Prezydent Rosji jeszcze w październiku 1993 r. podpisał Dekret o uregulowaniu stosunków gruntowych i rozwoju reformy rolnej w Rosji, zgodnie z którym państwo gwarantowało nietykalność i ochronę praw właścicieli ziemskich. Dekret zezwalał wszystkim rosyjskim osobom prawnym i fizycznym, posiadającym działki gruntu, rozporządzać nimi według własnego uznania: sprzedawać i kupować, przekazywać w spadku i jako darowiznę, oddawać w zastaw, dzierżawę, zamieniać, przekazywać działkę gruntu lub jej część jako wkład do funduszu założycielskiego różnych przedsiębiorstw.

Oprócz bazy ustawodawczej lub prawnej utworzono także zorganizowany mechanizm prywatyzacji. Przede wszystkim powołano specjalne organizacje państwowe zabezpieczające ogólne kierowanie procesem prywatyzacji. Jest to Państwowy Komitet ds. Zarządzania Majątkiem FR, pełniący funkcje organizacyjno-prawne, oraz Rosyjski Fundusz Majątku Federalnego (RFFI), który pełnił funkcje wykonawcze. Oba urzędy, oprócz centralnego aparatu w Moskwie, posiadały w terenie struktury terytorialne, odpowiednie komitety na poziomie republik Federacji, obwodów i miast.

Jednocześnie tworzono instytucje inwestycyjne, specjalizujące się w usługach organizowania pierwotnego ulokowania papierów wartościowych prywatyzowanych przedsiębiorstw (firmy konsultingowe i maklerskie, spółki inwestycyjne i banki), jak również instytucje inwestycyjne, występujące jako ogniwo pośrednie, akumulujące oszczędności w celu ich późniejszego inwestowania (fundusze inwestycyjne oraz firmy). Utworzono rozmaite organizacje kupujące i sprzedające prywatyzowane podmioty (aukcje, przetargi inwestycyjne, przetargi międzynarodowe i in.), a także struktury zorganizowanego rynku papierów wartościowych (giełdy papierów wartościowych, oddziały funduszu giełd towarowych, spółki inwestycyjne i korporacje).

Celem organizacji takiego mechanizmu prywatyzacji było utworzenie **rynku kapitałowego**. Jednakże baza ustawodawcza, regulująca tworzenie i funkcjonowanie przedsiębiorstw państwowych i firm, była zbyt słaba i niewystarczająco dopracowana. Nie mniej jednak, na podstawie danych GUS, do 1994 r. udział sektora państwowego w PKB kraju zmniejszył się do 38%, udział prywatyzowanych przedsiębiorstw wyniósł 37%, zaś przedsiębiorstw od początku prywatnych – 25%.

Pierwszy etap prywatyzacji w Rosji w istocie zakończył się **prywatyzacją czekową**. Po 1 lipca 1994 r. zaczął się jej drugi etap, polegający na tym, że przedsiębiorstwa



zaczęły się prywatyzować bezpośrednio za pieniądze. W *Podstawowych Zasadach Państwowego Programu Prywatyzacji Przedsiębiorstw Państwowych i Lokalnych w Federacji Rosyjskiej po 1 lipca 1994 roku*, opublikowanych latem 1994 r., zostały wymienione główne cele prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych i lokalnych na tym etapie: ogólne podwyższenie efektywności gospodarki rosyjskiej oraz działalności poszczególnych przedsiębiorstw; utworzenie szerokiej warstwy właścicieli prywatnych oraz sprzyjanie procesom wykształcenia strategicznych właścicieli prywatnych; pozyskanie inwestycji produkcyjnych, w tym zagranicznych; ochrona społeczna ludności, w tym praw właścicieli prywatnych (akcjonariuszy).

Przewidywano następujące rodzaje konkursów na przeprowadzenie przetargów pieniężnych (sprzedaż akcji spółek akcyjnych): **inwestycyjne, handlowe, aukcyjne**. Przedsiębiorstwo sprzedawano temu, kto proponował za nie najwyższą cenę. Wszystkie przedsiębiorstwa podlegające sprzedaży dzielono na grupy, uwzględniając sytuację gospodarczą oraz warunki prywatyzacji. Sytuację obiektów własności federalnej określała decyzja Rządu FR bądź Państwowego Komitetu ds. Zarządzania Majątkiem. Przedsiębiorstwa. Obiekty stanowiące własność samorządów terytorialnych, sprzedawano na podstawie decyzji organów władzy. Miejscowe komitety Państwowego Komitetu ds. Zarządzania Majątkiem oraz Rosyjskiego Funduszu Badań Fundamentalnych (RFFI) musiały szczegółowo śledzić sytuację oraz udzielać fachowej pomocy miejscowym władzom.

Wynikiem drugiego etapu prywatyzacji stało się dalsze zmniejszenie udziału sektora państwowego w PKB kraju. Według danych GUS w 1996 r. zmniejszył się on do 23%, udział prywatyzowanych przedsiębiorstw wzrósł zaś do 39%, natomiast przedsiębiorstw od początku prywatnych – do 38%. Jednak, podobnie jak na pierwszym etapie, nie zostało wykonane zadanie uzyskania znacznych dochodów z prywatyzacji wraz z zadaniem przyciągnięcia inwestycji i restrukturyzacji przedsiębiorstw. Rozstrzygała się inna kwestia: przejście od socjalizmu do kapitalizmu przy minimalnym poziomie konfliktów społecznych, czyli kwestia polityczna. W ten sposób proces prywatyzacji kierował się przede wszystkim motywami politycznymi, a nie ekonomicznymi („95 przeciwko 5”, jak później powie A. Czubajski).

Po 1996 r. prywatyzacja w Rosji rozpoczęła trzeci etap swojego rozwoju. W odróżnieniu od pierwszych dwóch etapów (bezpieczeństwo i pieniężnego) ten etap otrzymał miano prywatyzacji szczątkowej lub wycinkowej (selektywnej), kiedy to prywatyzowano duże, kosztowne przedsiębiorstwa na podstawie specjalnej decyzji organów rządowych.

Tempo prywatyzacji w miarę jej rozprzestrzeniania się zaczęło zwalniać. Co więcej, prywatyzacja jako część składowa reform gospodarczych w ogóle traciła na znaczeniu, ponieważ praktycznie została w znacznym stopniu zrealizowana. Na

pierwszy plan wysunęły się inne zadania, a mianowicie doskonalenie zarządzania korporacyjnego, restrukturyzacja sprywatyzowanych przedsiębiorstw, kontrolowanie przez państwo sprywatyzowanych przedsiębiorstw, zarówno na poziomie federalnym, jak i regionalnym, itp. Jednakże przy tym chronicznie nie rozwiązywano kwestii zwiększenia budżetu dzięki prywatyzacji oraz pozyskaniu inwestycji.

## 4. Niektóre rezultaty prywatyzacji w Rosji

Według opinii licznych specjalistów, pomimo politycznego sprzeciwu władzy wykonawczej i przedstawicielskiej w latach 1992–1998, co wyrządziło ogromne szkody nie tylko prywatyzacji, lecz także całej reformie gospodarczej w kraju i ostatecznie spowodowało niedotrzymanie wcześniej ustalonych terminów prywatyzacji, właśnie w dziedzinie prywatyzacji w Rosji zaszły najważniejsze i najpoważniejsze zmiany na drodze od gospodarki sterowanej do rynkowej. Zgodnie z prawem umacnia się własność prywatna, właścicielami stało się już kilkadziesiąt milionów ludzi, w niektórych sprywatyzowanych przedsiębiorstwach rozpoczęły się przekształcenia strukturalne, opanowywano współczesne technologie, zaczęła odradzać się produkcja.

Prawdopodobnie najlepiej oceniły wyniki prywatyzacji w Rosji kraje zgromadzone w G7, które były gotowe ją poprzeć i przeznaczały środki finansowe na bezpośrednią pomoc prywatnemu biznesowi w Rosji. Wiele firm prywatnych z Zachodu wykazało się dalekowzrocznością i przenikliwością, inwestując swój kapitał w gospodarkę Rosji, mimo że liczne ustawy i przepisy prawne dotyczące kapitału zagranicznego opracowano słabo lub nie opracowano wcale. I jeżeli w kraju, w którym na razie utrzymują się problemy w gospodarce, coś (przy tym bardzo ważnego) zdecydowanie zmienia się na lepsze, wzbudza to nadzieję i wywołuje zainteresowanie.

Jednocześnie jasne jest, że najwyższe tempo prywatyzacji jest charakterystyczne dla handlu, żywienia zbiorowego i usług. Według danych GUS, tylko w roku 1993 sprywatyzowano ponad 40 tys. przedsiębiorstw, w 1996 – około 5 tys., a w 2001 r. – 2,3 tys.

Liczba gospodarstw farmerskich nie zwiększa się, lecz się zmniejsza. Według oficjalnych danych, po burzliwym wzroście liczby gospodarstw farmerskich w latach 1991–1994 (w 1991 r. było ich razem 4,4 tys., w 1992 r. – 49 tys., zaś w 1993 r. – 183 tys.) w latach 1994–1997 ta liczba ustabilizowała się na poziomie 270–280 tys., a następnie zmniejszyła się. Wraz z procesem tworzenia się nowych gospodarstw farmerskich odbywa się proces ich likwidacji z powodu trudności z zaopatrzeniem materialno-technicznym, pogorszeniem sytuacji finansowej, itd. Średnia wielkość działki gruntu ustabilizowała się na poziomie 43–44 ha.



Jeżeli chodzi o działki, należące do ludności, to w latach 1991–1993 ich liczba się podwoiła i ustabilizowała na poziomie 50 mln (5% gruntów uprawnych). Praktycznie oznacza to jedną działkę na rodzinę. Większość mieszkańców miasta została posiadaczami dwóch domów: jednego w mieście, drugiego na działce. W wyniku przyjęcia szeregu ustaw i rozporządzeń każdy mógł otrzymać działkę i do 2002 r. monopol własności państwowej na ziemię został zniesiony, czego nie potrafili dokonać ani Aleksander II, ani Piotr Stołypin. Tym samym przewyżczono poważną przeszkodę na drodze dalszego rozwoju stosunków rynkowych nie tylko w sektorze rolnym, lecz także w gospodarce krajowej w całości.

Jednakże główny ruch w procesie prywatyzacji odbywa się w przemyśle. Warstwa „burzua” szybko rośnie. Ogólnie rzecz biorąc, w przemyśle w Rosji ponad 60% zatrudnionych pracuje w sprywatyzowanych przedsiębiorstwach, co stanowi główny wkład w reformę gospodarczą, transformację systemową Rosji. Kapitalizm Jelcyna był związany z burzliwym wzrostem liczby bogatych przedsiębiorców w przemyśle i otrzymał nazwę oligarchicznego. Dziś wiadomo o faktach niepłacenia podatków oraz o innych wykroczeniach. Jednakże ogólnych wyników prywatyzacji nikt nie zamierza zaprzeczać.

W przemyśle lekkim i spożywczym większość przedsiębiorstw utraciła charakter państwowy. Jednak w tych dziedzinach znaczący jest udział przedsiębiorstw prywatyzowanych na drodze przekształcania przedsiębiorstw w spółki akcyjne, co ściśle rzecz biorąc jest raczej odpaństwowieniem, a nie prywatyzacją. W rezultacie przekształcania przedsiębiorstwa państwowego w spółkę akcyjną na pierwszym etapie tworzyła się nie własność prywatna, lecz własność kolektywna pracowników danego przedsiębiorstwa, pewnego rodzaju kołchoz w przemyśle i w innych branżach nierolniczych.

Praktyka pokazała, że przejście własności państwowej w ręce załóg pracowniczych to dopiero pierwszy krok odejścia od własności państwowej, lecz nie tworzenia własności prywatnej. Nie prowadzi to do kształtowania własności prywatnej oraz realnego właściciela. W wyniku odpaństwowienia powstają najwyżej przesłanki dla późniejszego ukształtowania takiego właściciela, wewnątrz przedsiębiorstwa, poprzez ponowny podział i koncentrację akcji przez ograniczoną liczbę akcjonariuszy. W warunkach braku dojrzałego rynku i silnego sektora prywatnego, w Rosji *de facto* w pierwszym okresie prywatyzacji tworzył się sektor spółek akcyjnych, które nie są ani państwowymi, ani prywatnymi i pracują w myśl zasady grupowego egoizmu.

GORZEJ wygląda sytuacja z prywatyzacją w branżach przemysłu ciężkiego: w budowie maszyn, hutnictwie, przemyśle chemicznym i wydobywczym. Właśnie w tych branżach w Rosji powstały szczególnie duże przedsiębiorstwa, których prywatyzacja rodzi najtrudniejsze problemy i w rzeczywistości na ogół wchodzi na drogę

przekształcenia przedsiębiorstwa państwowego w spółkę akcyjną. Prywatyzacja dużych przedsiębiorstw lub duża prywatyzacja jest sprawą nadzwyczaj trudną i długotrwałą.

Według oficjalnych danych na 1 stycznia 2000 r., w kraju sprywatyzowano około 138 tys. przedsiębiorstw lub prawie 60% ogólnej liczby przedsiębiorstw z początku procesu prywatyzacji. Do dyspozycji państwa tym nie mniej pozostawała znaczna liczba pakietów akcji przedsiębiorstw (ponad 10 tys.) na ogół dużych.

W 1993 r. podczas małej prywatyzacji udział przedsiębiorstw prywatyzowanych drogą wykupu dzierżawionego majątku wyniósł 31%, przedsiębiorstw sprzedanych podczas przetargu handlowego – tyle samo też na aukcji – 7%, sprywatyzowanych za pomocą przekształcenia przedsiębiorstwa państwowego w spółkę akcyjną – 29%. Nie upowszechniła się sprzedaż podczas przetargów inwestycyjnych, jak również sprzedaż majątku likwidowanych przedsiębiorstw: w udziale przypadło im jedynie 2% sprywatyzowanych przedsiębiorstw.

W ten sposób w pierwszym okresie prywatyzacji w Rosji faktycznie nie rozpowszechniły się przetargi inwestycyjne – ważna forma powiązania prywatyzacji z gospodarczym wzrostem kraju. W późniejszym okresie stały się one bardziej popularne.

## 5. Podsumowanie

Poważną kwestią całego procesu prywatyzacji w Rosji jest ocena kapitału podlegającego odpaństwowieniu i prywatyzacji. Główne fundusze w procesie prywatyzacji oceniano według wartości bilansowej, nie uwzględniając ich faktycznie zmienionej wartości z powodu liberalizacji cen od stycznia 1992 r. Oznaczało to zaniżenie ich realnej wartości.

Realna wartość bonów prywatyzacyjnych emitowanych na sumę 1/3 dawnej wartości bilansowej podstawowych funduszy również była zaniżona, co nie tylko zmniejszało dochód ich posiadaczy, lecz tworzyło sprzyjające warunki zysku dla wszelkich struktur kryminalnych. Wielokrotnie odnotowywano fakty, kiedy komitety zarządzające majątkiem sprzedawały majątek państwowy lub majątek samorządów terytorialnych przedsiębiorstwom prywatnym oraz osobom fizycznym za cenę symboliczną, a tysiące *vaucherów* za bezcen skupowali bogaci cwaniacy, przedstawiciele struktur szarej strefy lub mafijnych. W tym czasie sprzedaż własności państwowej w ręce prywatne odbywała się na ogół po cenie rynkowej. Jeżeli cena była niska, to najczęściej wiązało się to z popytem potencjalnych inwestorów, chcących nabyć tę własność. Nie należy zapominać, że zakłady radzieckie oraz inne podmioty prywatyzowane w nowych warunkach rynkowych nie mogły drogo kosztować, ponieważ wymagały dużych inwestycji w celu doprowadzenia ich do stanu zgodnego z nowymi wymogami rynku.

W społeczeństwie dominują silne nastroje przeciw sprzedaży własności państwowej kapitałowi zagranicznemu. Szeroko rozpowszechniona jest opinia, że pośród nowych właścicieli kapitalistów przeważają wychodźcy ze starej nomenklatury partyjno-gospodarczej, którzy zgromadzili swoje kapitały nielegalnie. Tym niemniej jedną z najważniejszych współczesnych cech w rozwoju rosyjskiej prywatyzacji jest zwiększenie liczby inwestorów zagranicznych, którzy nabyli akcje przedsiębiorstw na aukcjach bonów.

Na zakończenie warto powiedzieć o poważnych sprzecznościach w zasadniczym podejściu do prywatyzacji. Wśród ekonomistów byli zwolennicy bezpłatnego rozdawania majątku państwowego załogom pracowniczym (O. Bogomołow, P. Bunicz, G. Popow, L. Pijaszewa, B. Pinskiier i in.). Inaczej wygląda prywatyzacja w Moskwie. Jej przeciwieństwo stanowiła prywatyzacja w Niżnim Nowogrodzie, która odbywała się zgodnie z Państwowym Programem Prywatyzacji. Według Państwowego Komitetu ds. Zarządzania Majątkiem FR, osoby, które bezpłatnie otrzymały własność, nie zaczęły lepiej pracować; natomiast tam, gdzie przedsiębiorstwa można było wykupywać za opłatą, efektywność pracy znacznie wzrosła.

Sprzeciw wobec procesu prywatyzacji przejawiała także rządząca elita rosyjska, która nie utraciła swojego pociągu do „wartości” socjalistycznych. Tak oto, nie bez protektoratu ze strony premiera W. Czernomyrdina, 65% własności państwowej w kompleksie paliwowo-energetycznym kraju wyłączono z procesu prywatyzacyjnego w pierwszej połowie 1993 r., podejmowano próby uchylecia już podjętych decyzji odnośnie prywatyzacji (Zakład Bałtycki), przydzielano pakiet kontrolny akcji rządowi federalnemu, itp.

## Bibliografia

1. *Ekonomika perechodnogo perioda: oczerki ekonomiceskoj polityki postkomunisticeskoj Rossii 1998–2002*, Moskwa 2003.
2. *Ewropa i Rossija: opyt ekonomiceskich preobrazowanij*, Moskwa 1996.
3. Gorbaczow M., *Abzycmowckuij nymu [Pucz sierpniowy]*, Moskwa 1991, s. 29–30.
4. *Kurs perechodnoj ekonomiki*, Moskwa 1997.
5. Oslund A., *Rossija: rożdenie rynocznoj ekonomiki*, Moskwa 1996.
6. Państwowy Program Prywatyzacji Państwowych i Lokalnych Przedsiębiorstw w Federacji Rosyjskiej za r. 1993, „Rossijskie wiesti”, 4.02.1993.
7. *Privatizacija po-rossijski*, Moskwa 1999.



*Grażyna Kozuń-Cieślak*

Wydział Ekonomiczny

Uniwersytet Technologiczno-Humanistyczny w Radomiu

# Efektywność – ewolucja koncepcji w retrospekcji teorii ekonomii

## 1. Wprowadzenie

Usprawnianie działania jest immanentną cechą procesów decyzyjnych podejmowanych przez człowieka w różnych obszarach jego funkcjonowania, a towarzyszy temu nieustanna konieczność dokonywania wyboru w warunkach różnego rodzaju ograniczeń, które związane są przede wszystkim z wielkością, strukturą i jakością posiadanych zasobów, dostępną i posiadaną wiedzą oraz rozmiarami i jakością otoczenia instytucjonalnego.

Ekonomizacja działań jest podstawą koncepcji *homo oeconomicus*, a gospodarowanie w warunkach różnorodnych ograniczeń podporządkowane jest wartościom i celom, które jednostki ludzkie preferują<sup>1</sup>.

Ekonomizacja działań nie jest jednak koncepcją jednoznaczną, w dużym przybliżeniu można powiedzieć, że polega na wyborze najlepszego spośród możliwych działań, ze względu na założony cel oraz warunki, jakie cel ten ograniczają<sup>2</sup>. Ekonomizacja polega na tym, że mając określone preferencje, dokonujemy racjonalnego wyboru, dotyczącego zastosowania dostępnych środków, aby preferowane wartości czy cele osiągać w jak najwyższym stopniu. Ekonomizację, jako postawę i proces, można zastosować do każdej dziedziny świadomej aktywności człowieka, ale szczególnie trudnym i kontrowersyjnym problemem jest badanie ekonomizacji w obszarach

---

<sup>1</sup> *Teoria wyboru publicznego*, red. J. Wilkin, Wydawnictwo Naukowe Scholar, Warszawa 2005, s. 9.

<sup>2</sup> M. Warecki, *Organizacja i zarządzanie. Zarys problematyki*, Akademia Ekonomiczna w Krakowie, Kraków 1986, s. 37.

działalności podmiotów sektora publicznego, gdyż – jak określił to J. Wilkin – dyskusja na ten temat, ze względu na swój subiektywny charakter, zawsze była i pozostanie przedmiotem rozważań na poziomie ekonomii normatywnej<sup>3</sup>.

Z ekonomizacją działań wiąże się kategoria efektywności – pojęcie, które, mimo iż powszechnie używane, bywa źródłem semantycznych nieścisłości. Termin ten wykorzystywany jest przez ekonomistów, prakseologów, inżynierów, menedżerów, polityków, a ta powszechność jego stosowania w rozmaitych dyscyplinach naukowych i praktyce gospodarczej współczesnego świata świadczy wręcz o pewnym ogniskowaniu się kultury zachodnich społeczeństw wokół efektywności.

Celem niniejszego opracowania jest przybliżenie etymologicznych korzeni pojęcia „efektywność” oraz nakreślenie swoistej semantycznej ewolucji tej kategorii w perspektywie historycznej.

## 2. Etymologiczne meandry „efektywności”

Termin „efektywność” etymologicznie wywodzi się z łaciny, jednakże w literaturze występują pewne rozbieżności co do określenia, które miałyby stanowić jego łaciński źródłosłów.

W systemie języka polskiego określeniem pierwotnym i macierzystym w stosunku do terminu „efektywność” jest, datowane od 1949 r., określenie „efektywny”. Jako jego źródłosłów, podobnie jak w przypadku datowanego od 1546 r. słowa „efekt”, *Etymologiczny słownik języka polskiego*<sup>4</sup> podaje łacińskie określenie *effectus*, któremu przypisywane są takie znaczenia, jak „wykonanie”, „dokonanie”, „spełnienie”, „skutek”, „rezultat”, „wpływ”, „działanie”, „oddziaływanie” oraz „doskonały” i „mistrzowski”<sup>5</sup>.

Według słownika etymologicznego pojęciem bezpośrednio „wyjściowym”, a zarazem „wzorcowym” dla terminu „efektywny” jest łacińskie słowo *effectivus*, niemiecki termin *effektiv* i francuski wyraz *effectif*. Pojęcia te w obrębie ojczystych dla siebie systemów języka definiowane są następująco<sup>6</sup>:

<sup>3</sup> *Teoria wyboru publicznego*, op.cit., s. 10.

<sup>4</sup> A. Bańkowski, *Etymologiczny słownik języka polskiego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000, s. 338.

<sup>5</sup> R. Winkler, *Zarządzanie komunikacją w organizacjach zróżnicowanych kulturowo*, Oficyna Wolters Kluwer, Kraków 2008, s. 156.

<sup>6</sup> *Ibidem*, s. 155.

- *effectivus* (łac.) – „skuteczny”, „twórczy”, „rzeczywisty”, „sprawczy”,
- *effektiv* (niem.) – „faktyczny/rzeczywisty”, „wywierający wrażenie”, „istotny”, „całkowity/zupełny”, „opłacalny/korzystny”, „dający rezultat/przynoszący rezultat”, „faktycznie przeobrażony”,
- *effectif* (fr.) – „ten który ma lub może mieć skutek/ten który ma lub może przynieść rezultat”, „konkretny”, „pozytywny”, „który tłumaczy się przez efekt pozytywny/realny/ konkretny/namacalny”.

Według *Słownika języka polskiego*, „efektywny” to „dający dobre wyniki”, „wydajny”, „istotny”, „rzeczywisty”<sup>7</sup>.

Z kolei *Słownik wyrazów obcych* objaśnia znaczenie pojęcia „efektywny” jako „skuteczny, sprawny, istotny, rzeczywisty”, również wywodząc je z łacińskiego słowa *effectus*, ale jego pochodzenie wiąże z czasownikiem *efficere*, czyli „wykonać”, „dokonać”, „sporządzić”<sup>8</sup>.

*Słownik ekonomii* podaje, że angielskim odpowiednikiem słowa „efektywność” jest określenie *efficiency*<sup>9</sup>, które w słowniku *Online Etymology Dictionary* wywodzone jest z łacińskiego *efficientia* (oznaczającego: efektywność, wydajność, sprawność, skuteczność)<sup>10</sup>, zaś *Webster’s Dictionary* wiąże je z określeniami *efficient*, czyli „uczynić”, „dokonać” oraz *efficiens* oznaczające „skuteczny”, „efektywny”, „wydajny” (dla których słowem źródłowym również jest czasownik *efficere*)<sup>11</sup>.

Przedstawiona tu analiza etymologiczna zarysowuje dwa wymiary pojęcia „efektywny”, które R. Winkler określiła jako wymiar gatunkowy i jakościowy<sup>12</sup>:

- gatunkowy – ponieważ określenie „efektywny” z definicji odnoszone jest do jakiegoś aspektu rzeczywistości powiązanego z działaniem, czynieniem albo wykonywaniem czegoś, a zatem do jakiegoś procesu lub do skutku. Odwoływanie się do takich objaśnień, jak „twórczy” (łac.), „przynoszący rezultat” (niem.) czy do sformułowania „który ma lub może przynieść rezultat” (fr.), implikuje przesłankę świadczącą o nieprzypadkowym charakterze kategorii rzeczywistości, do której pojęcie to może zostać odniesione. Nieprzypadkowym, a zatem powiązanym z intencją (zamierzeniem) ich realizacji. Pojęcie „efektywny” odnosić należy tym samym do jakiejś kategorii zachowania ludzkiego, które jest „celowe,

<sup>7</sup> *Słownik języka polskiego PWN*, <http://sjp.pwn.pl/slownik/2556022/efektywny>.

<sup>8</sup> W. Kopaliński, *Słownik wyrazów obcych i zwrotów obcojęzycznych z almanachem*, HPS, Warszawa 2007, cz. 1, s. 152.

<sup>9</sup> *Słownik ekonomii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008, s. 599.

<sup>10</sup> *Online Etymology Dictionary*, <http://www.etymonline.com/index.php?term=efficiency>.

<sup>11</sup> *An Encyclopaedia Britannica Company*, Merriam-Webster, <http://www.merriam-webster.com/dictionary/efficient>.

<sup>12</sup> R. Winkler, op.cit., s. 156–157.

świadome i dowolne”, i które w zamierzeniu podejmującego go podmiotu ma się przyczynić do wystąpienia określonego rezultatu. Istnieje przy tym również możliwość do odniesienia tego terminu do rezultatu, który stanowi następstwo takiego właśnie działania.

- jakościowy – z uwagi na to, że właściwy dla pewnej kategorii rzeczywistości efekt końcowy, ma być nie tylko prawdziwy/faktyczny, lecz także odczuwalny/niebagatelny oraz ma wykazywać swoistą konotację dodatnią.

Reasumując, mianem efektywnego można określić taki aspekt rzeczywistości powiązany z pewną kategorią działania (przez którą należy rozumieć intencjonalnie podjęty proces/przemianę/przeobrażenie), który nie tylko jest realny (a zatem dający się określić/wymierny), lecz także na tle pozostałych podobnego typu aspektów rzeczywistości zyskuje ocenę pozytywną o niebagatelnej wartości, z uwagi na określone kryterium oceny i przy określonym sposobie wartościowania uzyskanych rezultatów pod kątem tego kryterium<sup>13</sup>.

Jednocześnie należy podkreślić, że powszechne w opracowaniach leksykalnych semantyczne pokrewieństwo określeń, takich jak: efektywność, wydajność, produktywność, skuteczność czy sprawność – choć wprowadza pewien chaos terminologiczny – to związane jest z konceptualną ewolucją badań nad ekonomizacją (usprawnianiem) działań, co bardzo wyraźnie można dostrzec, analizując rozwój myśli ekonomicznej w zakresie znaczeniowego kontekstu określenia „efektywny”.

### 3. Konceptualizacja „efektywności” w retrospekcji myśli ekonomicznej

Mimo że etymologiczne korzenie „efektywności” wywodzą się z łaciny, to, jak pisze J. Huerta De Soto, początki „koncepcji efektywności wykraczają daleko poza świat rzymski i sięgają starożytnej Grecji. Huerta De Soto odwołuje się do *Oikonomikos*, dzieła napisanego 380 lat p.n.e., w którym Ksenofont odnosi się do zarządzania rodzinnym domem i majątkiem<sup>14</sup>, tworząc – zdaniem tego autora

<sup>13</sup> Ibidem, s. 157.

<sup>14</sup> Ksenofont przedstawiał dwa sposoby zwiększania majątku rodzinnego. Każdy z tych sposobów odpowiadał innej koncepcji efektywności. Pierwszy odnosił się do statycznego modelu efektywności i polegał na solidnym zarządzaniu dostępnymi już (danymi) zasobami tak, aby uniknąć ich utraty. Najlepszym sposobem osiągnięcia tej statycznej efektywności miało być utrzymanie gospodarstwa w należyтым ładzie. Ksenofont wprowadził także – jak pisze J. Huerta De Soto – inny model efektywności, a mianowicie „efektywność dynamiczną”, gdzie pomnożenie majątku odbywało się poprzez przedsiębiorczą kreatywność, czyli raczej w ramach handlu i spekulacji, niż przez unikanie utraty już



– podstawy koncepcyjnego rozdziału efektywności statycznej i dynamicznej, który przetrwał do średniowiecza<sup>15</sup>, a następnie został wyparty przez dominującą koncepcję efektywności statycznej<sup>16</sup>.

Również F. Schipper historycznych korzeni koncepcji efektywności upatruje w starożytnej Grecji, wiążąc ją z arystotelesowską teorią przyczynowości<sup>17</sup>, wyróżniając cztery zasadnicze rodzaje przyczyn:

- sprawczą (łac. *causa efficiens*), czyli to, dzięki czemu coś zaistniało – powstanie rzeczy musi być określone przez czynnik działający uprzednio;
- celową (łac. *causa finalis*), czyli to, ze względu na co coś zaistniało – powstanie rzeczy musi służyć pewnemu celowi;
- materialną (łac. *causa materialis*), czyli to, z czego coś powstało – rzecz powstaje z materii;
- formalną (łac. *causa formalis*), czyli to, według czego coś zostało uformowane – powstaje przez ukształtowanie materii przez formy.

Arystoteles (384–322 p.n.e.) uważał, że do interpretacji świata nie wystarcza analiza więzi przyczynowo-skutkowych, konieczne jest także spojrzenie nań z punktu widzenia jego celów<sup>18</sup>.

Jeszcze w XVII w. angielscy filozofowie, tacy jak F. Bacon (1561–1626) czy T. Hobbes (1588–1679) używali określenia „efektywny” (ang. *efficient*) właśnie w arystotelesowskim znaczeniu, a więc w odniesieniu do każdej „przyczyny sprawczej”, która wywołuje „jakiś efekt”<sup>19</sup>. Na przykład Bacon (twórca empiryzmu i zwolennik stosowania indukcji w badaniach naukowych) w wydanym w 1620 r. dziele *Novum Organum*, krytykował zasadność naukowego rozpoznania w oparciu o cztery arystotelesowskie przyczyny, twierdząc, że „[...] przyczyna celowa jest dla nauk raczej szkodliwa i na nic się nie przydaje – z wyjątkiem wypadków, gdy chodzi o działanie

---

dostępnych zasobów. Por. J. Huerta De Soto, *Sprawiedliwość a efektywność*, Fijor Publishing Company, Warszawa 2010, s. 11–13. Zagadnienie efektywności dynamicznej zostanie poruszone jeszcze w końcowej części niniejszego opracowania.

<sup>15</sup> J. Huerta De Soto twierdzi, że tradycja jasnego rozróżniania dwóch sposobów rozumienia efektywności, statycznego i dynamicznego, była żywa jeszcze w średniowieczu, na co przywołuje przykład św. Bernarda ze Sieny, który napisał m.in., że zyski kupców można usprawiedliwić nie tylko z racji ich solidnego zarządzania swoim majątkiem (już danym), lecz przede wszystkim z powodu ryzyka i niebezpieczeństw, jakie wiążą się z przedsiębiorczą spekulacją. Por. J. Huerta De Soto, *Czterysta lat efektywności dynamicznej*, <http://mises.pl/blog/2010/03/02/huerta-de-soto-czterysta-lat-efektywnosci-dynamicznej/>.

<sup>16</sup> Zagadnienie efektywności dynamicznej zostanie poruszone jeszcze w końcowej części niniejszego opracowania.

<sup>17</sup> F. Schipper, *Rethinking Efficiency*, referat zaprezentowany na XX Światowym Kongresie Filozofii w Bostonie, 10–15 sierpnia 1998.

<sup>18</sup> A. Sikora, *Od Heraklita do Huserla. Spotkania z filozofią*, OPEN, Warszawa 1999, s. 65.

<sup>19</sup> F. Schipper, op.cit.

człowieka, wykrywanie formy uważa się za sprawę beznadziejną, przyczyna zaś sprawcza i materialna (*the efficient and the material causes*) są niedokładne i powierzchowne i nauce prawdziwej i czynnej nic właściwie nie przynoszą<sup>20</sup>.

Arystotelesowskie zabarwienie określenia „efektywny” przetrwało w języku naukowym przez kolejnych 200 lat – D. Ricardo (1772–1823) w dziele *Principles of Political Economy and Taxation*, opublikowanym po raz pierwszy w 1817 r., używał określeń *efficient* oraz *efficiency* w znaczeniu zdolności sprawczej (np. do produkowania, zaspokajania potrzeb, nadawania się do czegoś, skuteczności)<sup>21</sup>. Trzeba jednak zaznaczyć, że w tym samym dziele obydwa określenia występują też w znaczeniu, które dziś określilibyśmy jako „wydajny” (produktywny)<sup>22</sup>. Znamiennym wydaje się jednak, że w książce liczącej ponad 500 stron Ricardo użył określeń *efficient* oraz *efficiency* zaledwie 11 razy (z czego 6 w znaczeniu produktywności), podczas gdy określenie „produktywność” (w różnych odmianach: *productive, productiveness, productively, unproductive*) zostało zastosowane przez niego ponad 130 razy. W pewnym sensie wyjaśnia to, dlaczego w polskim przekładzie tego dzieła, opublikowanym w 1957 r. *Zasady ekonomii politycznej i opodatkowania*, określenia *efficient* oraz *efficiency*

<sup>20</sup> „In what an ill condition human knowledge is at the present time is apparent even from the commonly received maxims. It is a correct position that «true knowledge is knowledge by causes». And causes again are not improperly distributed into four kinds: the material, the formal, **the efficient**, and the final. But of these the final cause rather corrupts than advances the sciences, except such as have to do with human action. The discovery of the formal is despaired of. **The efficient** and the material (as they are investigated and received, that is, as remote causes, without reference to the latent process leading to the form) are but slight and superficial, and contribute little, if anything, to true and active science”, por. F. Bacon, *The New Organon*, Book II, Aphorism II, [http://www.constitution.org/bacon/nov\\_org.htm](http://www.constitution.org/bacon/nov_org.htm). Cytat z wydania polskiego: F. Bacon, *Novum Organum*, PWN, Warszawa 1955, s. 163.

<sup>21</sup> „No sinking fund can be **efficient** for the purpose of diminishing the debt, if it be not derived from the excess of the public revenue over the public expenditure. It is to be regretted, that the sinking fund in this country is only such in name; for there is no excess of revenue above expenditure. It ought, by economy, to be made what it is professed to be, a really **efficient** fund for the payment of the debt”, por. D. Ricardo, *Principles of Political Economy and Taxation*, s. 149, <http://www.archive.org/stream/worksofdavidrica00rica#page/148/mode/2up>. Fragment ten w polskim wydaniu książki z 1957 r. brzmi następująco: „Żaden fundusz amortyzacyjny, o ile nie powstał z nadwyżki dochodów publicznych nad wydatkami nie może **skutecznie** służyć do zmniejszenia długu. Należy ubolewać, że fundusz amortyzacyjny jest nim w naszym kraju tylko z nazwy, nie mamy bowiem nadwyżki dochodów nad wydatkami. Za sprawą oszczędności powinien on stać się tym, za co się go podaje, czyli funduszem rzeczywiście **nadającym się** do spłacenia długu państwowego”, por. D. Ricardo, *Zasady ekonomii politycznej i opodatkowania*, PWN, Warszawa 1957, s. 286.

<sup>22</sup> „If the surplus produce which land affords in the form of rent be an advantage, it is desirable that, every year, the machinery newly constructed should be less **efficient** than the old, [...]”, por. D. Ricardo, *Principles of...*, op.cit., s. 39. W polskim przekładzie użyto określenia „sprawny”: „Gdyby produkt dodatkowy, który daje ziemia w postaci renty, stanowił rzeczywistą korzyść, byłoby pożądanym, aby nowokonstruowane maszyny były z każdym rokiem mniej **sprawne** od dawnych, [...]”, por. D. Ricardo, *Zasady ekonomii...*, op.cit., s. 80.

zostały przetłumaczone przez użycie szerszego znaczeniowo określenia, jakim jest „sprawność”<sup>23</sup>, co wydaje się semantycznie bliższe intencji, w której zastosował je sam Ricardo.

Arystotelesowskie rozumienie „efektywności” jako „działania sprawczego” znalazło odzwierciedlenie w definicji, jaką można znaleźć w pierwszej edycji *American Dictionary of the English Language* (ang. *ADEL Webster's Dictionary*) z 1828 r., według której „efektywny” (ang. *efficient*) to „powodujący efekt”, „powodujący, że jakaś rzecz jest tym, czym jest”. W słowniku występuje też określenie „efektywność” (ang. *efficiency*), które objaśnione jest jako „działanie przynoszące efekt; powodowanie że coś jest”<sup>24</sup>. A zatem w definicji słownikowej nie pojawia się objaśnienie, które nawiązywałoby do relacji rezultat/nakład, mimo że w literaturze termin „efektywność” wykorzystywany już był w znaczeniu „produktywności” – w dzisiejszym rozumieniu tego słowa.

Rozwój piśmiennictwa podejmującego problematykę ekonomizacji działań zaowocował dalszym rozwojem koncepcji efektywności, znacząco wykraczającym poza ujęcie arystotelesowskie, ponieważ odnoszące działania sprawcze do „zamierzonego celu” tych działań, co odnotować można już w pierwszej połowie XIX w.

W pracach J. Benthama (1748–1832) określenie „efektywny” używane jest jako orzecznik (predykat) dla przyczyn, które powodują „pożądaną efekt” (czasem osiągnany tylko do pewnego stopnia). F. Schipper przywołuje przykład zaczerpnięty z dzieła Benthama z 1830 r. zatytułowanego *Official Aptitude Maximized Expense Minimized*, w którym Bentham pisze, że *efficient minister* to ten, który odnosi sukces w tym, co chce osiągnąć, a nieefektywny to taki, który tego nie osiąga<sup>25</sup>. Należy tu zauważyć, że zgodnie z dzisiejszą semantyką poprawniej byłoby mówić w tym przypadku o „skuteczności”, a nie „efektywności”. Warto też zwrócić uwagę na jeszcze jedno dzieło Benthama, *Manual of Political Economy*, w którym autor, mówiąc o sposobach powiększania bogactwa, wskazuje na znaczenie *efficiency of the quantity of labour employed*, co oczywiście odnosiło się do „produktywności”, a nie „efektywności” zatrudnionej pracy<sup>26</sup>.

<sup>23</sup> Lata 60. to okres rozkwitu w Polsce prakseologii, czyli nauki o sprawnym działaniu. W 1955 r. został wydany *Traktat o dobrej robocie* T. Kotarbińskiego, w którym autor wyjaśnia kategorię „sprawności” jako działanie skuteczne (celowe) i ekonomiczne (wydajne lub oszczędne).

<sup>24</sup> „Efficient = Causing effects; producing; that causes any thing to be what it is. The efficient cause is that which produces; the final cause is that for which it is produced”; „Efficiency = The act of producing effects; a causing to be or exist”, por. *Webster's Dictionary* z 1828, <http://www.1828-dictionary.com/d/search/word,efficient>.

<sup>25</sup> F. Schipper, op.cit.

<sup>26</sup> „When an increase of wealth to any given amount takes place, it is either by means of an increase of labour, or without of any increase. When it takes place without any increase in the quantity of

Związek między osiąganym i oczekiwanym efektem obecny jest również w pracach J.S. Milla (1806–1873)<sup>27</sup>, który jednak wyraźnie wprowadził do swych rozważań dodatkowo nowy element, a mianowicie koszt (nakład). Mill w swoich pracach na temat ekonomii politycznej mówił na przykład o efektywności pracy, rozważając ją w kontekście kosztów produkcji. W *Principles of Political Economy* z 1842 r. można znaleźć takie sformułowanie, jak *general efficiency of all labor*, w kontekście rozważań nad wartością towarów w sytuacji uzyskiwania dotychczasowej wielkości produkcji, ale przy mniejszym nakładzie pracy<sup>28</sup>. I ponownie trzeba podkreślić, że użyte w oryginale określenie *efficiency* znaczeniowo było bliższe określeniom, takim jak „produktywność” lub „wydajność” w dzisiejszym rozumieniu tych słów. Warto też zauważyć, że w dziele liczącym ponad 700 stron, Mill oprócz określenia *efficiency* (lub *efficient, efficiently*), których użył ponad 80 razy, stosował też określenie *productive* (*unproductive, productiveness*), które wystąpiło ponad 360 razy, co może sugerować, iż nie traktował tych pojęć jako synonimy. Reasumując, można stwierdzić, że w rozważaniach na temat ekonomizacji działań w teorii J.S. Milla – wyrażanej za pomocą określenia *efficiency* – wyraźnie widać powiązanie „osiągania pożądanego efektu z nakładami”, co uznać należy za nowość w ewolucji koncepcji efektywności, zbliżając ją do współczesnego rozumienia tej kategorii.

---

labour, it takes place by means of an increase in the effect, or say, **efficiency** of the quantity of labour employed”, por. J. Bentham, *Manual of Political Economy*, s. 38, <http://www.efm.bris.ac.uk/het/bentham/manualpolitaleconomy.pdf>.

<sup>27</sup> J.S. Mill był wybitnym klasykiem ekonomii, ale też filozofem i politologiem, twórcą liberalizmu demokratycznego i pierwszym posłem w historii domagającym się dla kobiet prawa głosowania w wyborach. Szerzej na ten temat por. K. Chojnicka, H. Olszewski, *Historia doktryn politycznych i prawnych. Podręcznik akademicki*, Przedsiębiorstwo Wydawnicze Ars boni et aequi, Poznań 2004, s. 217–221.

<sup>28</sup> W oryginalnej wersji pracy fragment, o którym tu mowa ma następujące brzmienie: „If, for instance, the general **efficiency** of all labor were increased, so that all things without exception could be produced in the same quantity as before with a smaller amount of labor, no trace of this general diminution of **cost of production** would show itself in the values of commodities”, por. J.S. Mill, *Principles Of Political Economy*, Book III, Chapter II, § 2, s. 309, <http://www.gutenberg.org/ebooks/30107>. W polskojęzycznym wydaniu *Zasad ekonomii politycznej* z 1859 r. powyższy fragment przetłumaczono, używając określenia „produkcyjny”: „Gdyby np. praca w ogóle stała się więcej **produkcyjną**, tak aby wszystkie rzeczy bez wyjątku mogły być produkowane w tej samej ilości, lecz z mniejszą pracą niż poprzednio, ogólne to zmniejszenie **kosztów produkcji** nie wyraziłoby się w zmniejszeniu wartości różnych towarów”, por. J.S. Mill, *Zasady ekonomii politycznej*, Drukarnia Józefata Ohryzki, Petersburg 1859, t. 2, ks. 3, rozdz. 4, § 3, s. 29. Natomiast w wydaniu z 1966 r. ten sam tekst przetłumaczono, stosując określenie „wydajność”: „Jeżeli np. ogólna wydajność wszelkiej pracy wzrosła tak, że wszystkie rzeczy bez wyjątku mogłyby być produkowane w tej samej ilości, co poprzednio, mniejszą ilością pracy, nie wystąpiłby w wartościach dóbr żaden ślad tego powszechnego zmniejszenia się kosztu produkcji”, por. J.S. Mill, *Zasady ekonomii...*, op.cit., s. 51.

Idee Ricarda, Benthama czy Milla powstawały w atmosferze dziewiętnastowiecznej „rewolucji przemysłowej” i nabierały coraz silniejszego z nią powiązania poprzez odniesienia do dynamicznie rozwijającej się wówczas fizyki mechanicznej i efektywności energetycznej. Sformułowane w tym czasie prawo zachowania energii (1842–1843) i druga zasada termodynamiki (1850–1851) przyczyniły się do ogromnego rozwoju fizyki, znajdując praktyczne zastosowanie w technologii budowy maszyn, mającej swoje podstawy w statycznej koncepcji efektywności energetycznej, definiowanej jako minimalizacja utraty energii<sup>29</sup>. Ten rozwój nauki i techniki wywarł wpływ na postrzeganie i ocenę ekonomiczności działań, również w sferze działalności gospodarczej. Należy jednak podkreślić, że efektywność maszyny to koncepcja techniczno-fizyczna związana z przetwarzaniem energii – można ją mierzyć lub obliczać, używając do tego praw natury w celu wyznaczenia stanu idealnego (docelowego). W przypadku efektywności rozważanej w obszarach działalności gospodarczej, takiej jak u Milla, a więc związanej z „przekształcaniem” nakładu pracy (lub wynagrodzeń za pracę) w rezultat, wyznaczenie stanu idealnego nie jest możliwe na podstawie jakichkolwiek praw naturalnych, dlatego nie jest też możliwe ustalenie obiektywnego stanu docelowego, który mógłby służyć jako standard.

Wpływ fizyki na myśl ekonomiczną znalazł też odzwierciedlenie w pracach L. Walrasa (1834–1910). W artykule z 1909 r. *Economics and Mechanics* autor twierdził, że w dziele *Elements of Pure Economics*, które ukazało się w 1874 r., wykorzystywał formuły matematyczne identyczne ze stosowanymi w fizyce matematycznej<sup>30</sup>.

Jednym z pierwszych, którzy zastosowali w naukach społecznych techniczne rozumienie „efektywności” był też irlandzki ekonomista F.Y. Edgeworth (1845–1926), który w książce *Mathematical Psychics: An essay on the application of mathematics to the moral sciences* wydanej w 1881 r., definiując efektywność, objaśniał ją jako sytuację, w której pierwszy silnik jest bardziej efektywny od drugiego, jeśli przy jednakowym zużyciu paliwa przez oba, pierwszy wytwarza więcej energii niż drugi<sup>31</sup>.

Na początku XIX w. koncepcja efektywności wzorowana na efektywności fizyczno-mechanistycznej wywierała też ogromny wpływ na organizację i zarządzanie

---

<sup>29</sup> Silnik parowy, który stał się klasycznym dobrem w czasach rewolucji przemysłowej stanowi doskonały tego przykład – przekształcał on ciepło w ruch, powodując podnoszenie ciężarków. Celem inżynierów był tu maksymalny ruch z minimalnym zużyciem (minimalną stratą) energii, por. J. Huerta De Soto, *Sprawiedliwość ...*, op.cit., s. 14.

<sup>30</sup> Ibidem, s. 15.

<sup>31</sup> „[...] efficiency being thus defined: one engine is more **efficient** than another if, whenever the total quantity of fuel consumed by the former is equal to that consumed by the latter, the total quantity of energy yielded by the former is greater than that yielded by the latter”, por. F.Y. Edgeworth, *Psychics: An essay on the application of mathematics to the moral sciences*, C. Kegan Paul & Co., London 1881, s. 2.

przedsiębiorstwem, a wielkim apologetą dbałości o efektywność był F.W. Taylor (1856–1915)<sup>32</sup>, który w publikacji *The Principles of Scientific Management* wydanej w 1911 r. zauważał konieczność położenia kresu niepotrzebnemu marnotrawstwu lasów, energii wodnej, węgla, gleb, a nade wszystko ludzkiej pracy, czego przyczyną upatrywał w złym zarządzaniu<sup>33</sup>. I chociaż powyższe postulaty wpisują się we współczesną dyskusję na temat ochrony środowiska naturalnego, to w czasach, w których zostały sformułowane, ich przesłaniem była jedynie troska o ekonomizację działalności gospodarczej. Taylor nawoływał, aby w każdej fabryce powstał dział efektywności produkcji, którego zadaniem miało być nadzorowanie robotników, pomiar czasu poświęcanego na pracę oraz redukcja jakichkolwiek strat<sup>34</sup>.

Wpływ techniczno-fizycznego podejścia na ocenę ekonomizacji działalności znalazł odzwierciedlenie w definicji efektywności, która została zamieszczona w aktualizacji słownika *Webster's Third New International Dictionary, Unabridged*. W edycji z 1961 r. kategoria *efficient* została objaśniona jako „odznaczający się zdolnością do wyboru i wykorzystania najbardziej skutecznego i najmniej marnotrawnego sposobu wykonania danego zadania lub osiągnięcia celu”<sup>35</sup>. Słownik ten jako synonim rzeczownika *efficiency* podaje określenie *effectiveness*, czyli „zdolność do wytwarzania pożądaných rezultatów przy minimalnym nakładzie sił, czasu, pieniędzy, materiałów”<sup>36</sup>.

Ostatnia dekada XIX w. to okres, w którym pojawiły się początki prakseologii jako nauki o normach i zasadach sprawnego działania. Twórcą koncepcji prakse-

<sup>32</sup> F.W. Taylor nazywany jest ojcem naukowego zarządzania (tayloryzmu). Tayloryzm należy obecnie do najbardziej kontrowersyjnych teorii zarządzania. Jego zwolennicy uważają, że zapewnia profesjonalizm oparty na wiedzy i zasadach naukowych, który ożywił amerykański przemysł, umożliwił zdobywanie znaczących zysków w produktywności i przyczynił się do prosperity na początku XX w. Według przeciwników, tayloryzm prowadzi do obniżania umiejętności, dehumanizacji, śmierci rzemieślniczego wytwarzania, dominacji kapitału nad pracą. Szerzej na ten temat por. W. Żółcińska, *Fiasko tayloryzmu*, „CEO. Magazyn Top Menedżerów” maj 2005, <http://ceo.cxo.pl/news/78993/Fiasko.taylorizmu.html>. Taylor jako prekursor nauki organizacji i zarządzania zaliczany jest do nurtu inżynierskiego (ang. *Industrial Engineering*), podobnie jak np. H. Ford czy K. Adamiecki. Na temat osiągnięć licznych przedstawicieli nurtu *Industrial Engineering* w nauce organizacji i zarządzania por. Z. Martyniak, *Prekursorzy nauki organizacji i zarządzania*, PWE, Warszawa 1993.

<sup>33</sup> F.W. Taylor, *The Principles of Scientific Management*, New York 1911, ponownie publikowany: Forgotten Books 2008, s. 1, <http://www.forgottenbooks.org/info/9781606801123>.

<sup>34</sup> J. Huerta De Soto, *Sprawiedliwość ...*, op.cit., s. 17.

<sup>35</sup> „Efficient = marked by ability to choose and use the most effective and least wasteful means of doing a task or accomplishing a purpose”, por. *Webster's Third New International Dictionary*, Merriam-Webster, 1966.

<sup>36</sup> „Effectiveness = capacity to produce desired results with a minimum expenditure of energy, time, money, or materials”, por. aktualne wydanie słownika *Webster's Third New International Dictionary, Unabridged*, <http://unabridged.merriam-webster.com>.



ologii był A. Espinas (1844–1922), który w artykule *Les origines de la technologie*<sup>37</sup> z 1890 r. podał nazwę tej nowej dyscypliny i przedstawił jej zadania. Espinas określał prakseologię jako naukę o formach działania i czynnikach warunkujących wzmacnianie się sprawności działań<sup>38</sup>. Ogromny wkład w rozwój prakseologii włożył jeden z największych polskich uczonych – T. Kotarbiński (1886–1981), który w wydanym w 1955 r. *Traktacie o dobrej robocie* podjął próbę całościowego wyłożenia problematyki prakseologii. Praca ta zawierała analizę pojęć swoistych dla prakseologii, wśród których autor – mówiąc o sprawnym działaniu – jednak nie używa określenia „efektywność”. Kotarbiński pisze natomiast, że ocena sprawności sprowadza się do pytań o skuteczność i ekonomiczność działania<sup>39</sup>. „Skutecznym” nazywa działanie, które prowadzi do skutku zamierzonego jako cel (utożsamia działania skuteczne z działaniami celowymi i poddaje je stopniowaniu)<sup>40</sup>. Z kolei „ekonomizację” wskazuje jako jedną z czterech dyrektyw działania skutecznego (oprócz: preparacji, instrumentalizacji oraz organizacji), przez którą rozumie uczynienie działań bardziej ekonomicznymi, czyli oszczędniejszymi, bądź wydajniejszymi<sup>41</sup>. Tak rozumiana ekonomiczność (nazywana też przez Kotarbińskiego „gospodarnością”) również podlega stopniowaniu – „postępowanie jest tym wydajniejsze (produkcyjniejsze), im cenniejszy daje wytwór przy danych ubytkach (zużyciu zasobów, wkładach, stratach) i odwrotnie jest tym oszczędniejsze, im mniejszą miarą ubytków płaciło się osiągnięcie danego wytworu”<sup>42</sup>.

Według T. Kotarbińskiego, „efektywność” jest pojęciem bardziej ogólnym niż „skuteczność”. Poglądowi takiemu autor dał wyraz podczas sympozjum naukoznawczego, które miało miejsce w Wojskowej Akademii Politycznej w 1970 r. Twierdził, że „skuteczność” należy odnosić jedynie do działań (celowych), a „efektywność” zarówno do działań celowych, jak i zachowań świadomych, a zarazem niecelowych (nie mieszczących się w charakterystyce celu)<sup>43</sup>. Można zatem powiedzieć, że w nurcie prakseologicznym „efektywność” jest dodatnią cechą świadomych działań i zachowań dających pozytywny skutek, bez względu na to, czy był on zamierzony, czy też nie.

<sup>37</sup> A. Espinas, *Les origines de la technologie*, „Revue Philosophique de la France et de l’Etranger” Paris 1980, vol. XXX.

<sup>38</sup> T. Kotarbiński, *Rozwój prakseologii*, „Kultura i Społeczeństwo” 1961, nr 4.

<sup>39</sup> T. Kotarbiński, *Abecadło praktyczności*, Wiedza Powszechna, Warszawa 1974, s. 37–38.

<sup>40</sup> T. Kotarbiński, *Traktat o dobrej robocie*, Zakład Narodowy im. Ossolińskich, Wrocław 1982, s. 104–106.

<sup>41</sup> Ibidem, s. 131.

<sup>42</sup> Ibidem, s. 111; T. Kotarbiński, *Hasło dobrej roboty*, Wiedza Powszechna, Warszawa 1984, s. 13.

<sup>43</sup> T. Kotarbiński, *Niektóre zagadnienia epistemologii pragmatycznej*, w: *Problemy efektywności badań naukowych*, Materiały sympozjum naukoznawczego, 26 listopada 1970, WAP, Warszawa 1971.

Takie podejście prezentował też T. Pszczołowski (1922–1999), wybitny polski prakseolog kontynuujący i rozwijający badania Kotarbińskiego. W *Małej encyklopedii prakseologii i teorii organizacji* definiuje „efektywność” jako dodatnią cechę działań dających jakiś oceniany pozytywnie wynik bez względu na to czy był on zamierzony, czy nie zamierzony (np. badania naukowe odznaczają się niekiedy efektywnością, mimo że cel badacza z chwili rozpoczęcia jego pracy nie został osiągnięty, ponieważ uzyskał on inne wyniki ocenione pozytywnie). Autor ten, przywołując Kotarbińskiego, zadaje też pytanie o to: jaki jest stosunek pojęcia „efektywność” do pojęcia „skuteczność” i czy „efektywność” jest poszczególnym przypadkiem „skuteczności”. Rozwijając tę kwestię, stwierdza, że „efektywność” nie jest poszczególnym przypadkiem „skuteczności”, gdyż „efektywność” dotyczy nie tylko zamierzonych efektów, lecz w ogóle tych, które wypadły w konsekwencji, niezależnie od tego czy je kto zamierzył, czy nie zamierzył, o ile tylko wypadły pozytywnie, a nie negatywnie. Dalej *Mała encyklopedia* wyróżnia trzy znaczenia terminu „efektywność”<sup>44</sup>:

- efektywność przedmiotowa, ujawniająca się w wynikach poznawczych badań naukowych (o danym badaniu powiemy w tym przypadku, że jest efektywne, gdy wyniki w nim uzyskane przyczyniają się do ogólnego rozwoju nauki);
- efektywność społeczna badania ma miejsce wówczas, gdy uzyskane dzięki niemu rezultaty powodują dodatnie przeobrażenia postaw społecznych, wpływają na humanizację stosunków międzyludzkich, ich moralną sublimację;
- efektywność ekonomiczno-techniczna badania jest tym większa, im większy wynika z niego pożytek dla technologii i ekonomiki.

Warto tu jeszcze zwrócić uwagę na definiowane przez Kotarbińskiego pojęcie „działania”, o którym pisze w *Traktacie o dobrej robocie*, iż immanentną cechą świadomego działania jest określenie celu oraz środków adekwatnych do warunków, w których będzie się dochodziło do jego realizacji<sup>45</sup>.

Bardzo interesujące są też rozważania Pszczołowskiego nad formą przymiotnikową „efektywny”, którą definiuje jako działanie odznaczające się efektywnością stwierdzaną *ex post*. Autor uważa, że „efektywność”, podobnie jak „skuteczność”, może być niestopniowalna albo stopniowalna. W przypadku efektywności niestop-

<sup>44</sup> T. Pszczołowski, *Mała encyklopedia prakseologii i teorii organizacji*, Ossolineum, Wrocław 1979, s. 60.

<sup>45</sup> „Działać – a przynajmniej działać z namysłem – to tyle, co zmieniać rzeczywistość w sposób mniej lub bardziej świadomy; to zmierzać do określonego celu w danych warunkach przy pomocy właściwych środków [...]. Działanie, które mamy urzeczywistnić wymaga przeto trojkiego wyznaczenia: 1) wyznaczenia celu, 2) wyznaczenia warunków należących do rzeczywistości, 3) wyznaczenia środków przystosowanych zarówno do zamierzonego celu, jak też do istniejącej rzeczywistości”, por. T. Kotarbiński, *Traktat ...*, op.cit., s. 19.



niowalnej działanie jest efektywne albo nieefektywne (np. z dwóch działań A oraz B działanie A jest efektywne, zaś działanie B jest nieefektywne, ponieważ działanie A daje wyniki oceniane pozytywnie, natomiast działanie B żadnych pozytywnych wyników nie przynosi). Nie bierzemy pod uwagę liczby i jakości tych wyników pozytywnych, stwierdzamy jedynie ich obecność albo brak. W przypadku efektywności stopniowalnej uwzględniamy liczbę i jakość wyników: z dwóch działań A oraz B bardziej efektywne jest działanie A, jeśli przynosi więcej wyników ocenianych pozytywnie, przy tej samej liczbie wyników, jeśli A ma wyniki cenniejsze. O ile skuteczność jakiegoś działania jest relacją pomiędzy jego wynikami zrealizowanymi w chwili  $t_2$ , a celami zamierzonymi i określonymi w chwili  $t_1$ , to efektywność jest oceną działania wydaną ze względu na aktualne potrzeby w chwili  $t_2$ . Jeżeli wyniki z  $t_2$  są zgodne z celami z wcześniejszej chwili  $t_1$  – działanie było nie tylko efektywne, lecz również skuteczne; teoretycznie możliwe jest działanie efektywne, ale nieskuteczne ze względu na kompleks celów z chwili  $t_1$ <sup>46</sup>. Pszczołowski stwierdza, że działanie odznaczające się skutecznością jest także efektywne, ale o efektywności mówi się również wtedy, gdy działanie w krańcowym przypadku nie jest wcale skuteczne, ponieważ nie osiągnięto celu z chwili  $t_1$ , lecz jakieś cele powstałe później, w okresie do  $t_2$ <sup>47</sup>.

Zaprezentowane dotychczas rozważania na temat istoty określenia „efektywność” wyraźnie wskazują na historycznie ukształtowany brak jednoznaczności tego pojęcia.

Zwracał na to uwagę H. Simon (1916–2001), laureat Nagrody Nobla z 1978 r., który w książce *Administrative Behavior: A Study of Decision-Making Processes in Administrative Organizations*<sup>48</sup> wydanej w 1947 r. stwierdził, iż praktycznie rzecz biorąc do końca XIX w. terminów „efektywność” i „sprawność” używano zamiennie, na potwierdzenie czego autor przytoczył definicję ze *Słownika Oksfordzkiego*, według którego „efektywność” to przygotowanie lub zdolność do realizacji lub częściowego osiągnięcia zamierzonego zadania, przysposobienie, sprawność, skuteczność. Następnie Simon dodaje, że termin „efektywność” (ang. *efficiency*) nabrał drugiego znaczenia i rozumiany jest jako stosunek między nakładem i efektem, co znalazło odzwierciedlenie w *Encyclopedia of the Social Sciences*, według której: „Efektywność rozumiana jako stosunek nakładów do efektów, wysiłku do wyników, wydatków do dochodów, kosztów do osiągniętego zadowolenia, jest terminem stosunkowo nowym. Tak rozumiana efektywność weszła do języka technicznego dopiero

<sup>46</sup> T. Pszczołowski, op.cit., s. 61.

<sup>47</sup> Ibidem, s. 219.

<sup>48</sup> Wydanie polskie: H. Simon, *Działanie administracji. Proces podejmowania decyzji w organizacjach administracyjnych*, PWN, Warszawa 1976.

w drugiej połowie XIX wieku, a ekonomiści i przemysłowcy zaczęli stosować ten termin jeszcze później, bo dopiero w początkach XX wieku”. Simon zauważał też, że w trzecim, jeszcze innym znaczeniu, używali terminu „efektywność” teoretycy naukowego zarządzania i przytacza kolejne hasło z *Encyclopedia of the Social Sciences*: „Początki nowoczesnego naukowego zarządzania można datować od ukazania się pracy F.W. Taylora *A Piece Rate System*, w której przedstawił on pionierską metodę normowania wyników pracy w zakładach stalowych Midvale. Ustaliwszy te normy, zwykło się traktować stosunek faktycznych wyników do wyników znormalizowanych jako efektywność pracy w odróżnieniu od znaczenia przypisywanego temu terminowi przez inżynierów-mechaników, którzy przez efektywność rozumieją stosunek faktycznych efektów do faktycznych nakładów”<sup>49</sup>.

Simon podaje też przykład jeszcze jednego pioniera naukowego zarządzania, H. Emersona, o którym pisze, że chętnie stosował termin „inżynieria efektywności” i definiował efektywność jako relację między zamierzeniami a rzeczywistym ich wykonaniem. Swoje uwagi na temat pojęcia „efektywności” Simon konkluduje stwierdzeniem, że w inny sposób liczy się stosunek: nakłady–efekty w naukach przyrodniczych, a inny w naukach społecznych. Dla inżyniera nakłady i efekty są wielkościami dającymi się mierzyć w jednostkach energii, a prawo zachowania energii mówi mu, że efekt w postaci użytecznej energii nie może przewyższać nakładu energii. Jest to źródłem pojęcia „doskonałej efektywności”, a więc sytuacji, w której nakłady dokładnie odpowiadają efektom. W naukach społecznych nakłady i efekty rzadko dają się mierzyć w porównywalnych jednostkach i nawet wtedy, kiedy pozwalają się skwantyfikować, nie występuje żadne „prawo zachowania energii” niepozwalające na to, żeby efekty przewyższały poniesione nakłady. Dlatego pojęcie „doskonałej efektywności”, jeśli w ogóle ma się z niego korzystać w naukach społecznych, trzeba inaczej zdefiniować. Co więcej, dodaje Simon, teoria nie wymaga liczbowego pomiaru efektywności, ale tylko porównania czy efektywność jednej z dwóch alternatyw jest większa czy mniejsza. W tych okolicznościach – stwierdza Simon – nie ma żadnego znaczenia, czy będziemy definiowali efektywność jako stosunek efektów do nakładów, czy jako stosunek możliwości faktycznych do maksymalnych – wynik jest ten sam<sup>50</sup>. Dla Simona bycie efektywnym oznaczało po prostu wybieranie najkrótszej drogi i najtańszych sposobów, aby osiągnąć pożądane cele.

Jak wykazują zaprezentowane rozważania, odwołujące się do przykładów zastosowania określenia „efektywność” z perspektywy historycznej, objaśnianie

---

<sup>49</sup> Ibidem, s. 317–318.

<sup>50</sup> Ibidem, s. 319–320.

efektywności w kontekście pojęć nakład–rezultat jest relatywnie nowe, bo w takim rozumieniu termin ten był wykorzystany dopiero od XIX w.

Dziś taka koncepcja badania gospodarności działania nazywana jest efektywnością techniczną (technologiczną) albo produkcyjną, którą odróżnić należy od efektywności alokacyjnej. Rozróżnienie to znalazło odzwierciedlenie w oksfordzkim słowniku *Dictionary of Economics*<sup>51</sup>. Wydanie polskie tego słownika objaśnia „efektywność techniczną” (ang. *technical efficiency*) jako aspekt efektywności związany z osiągnięciem możliwie wysokiej produkcji przy danych nakładach lub osiągnięcia określonego poziomu produkcji przy możliwie niskich nakładach. Jest to efektywność produkcji. Różni się ona od efektywności wymiany (ang. *efficiency in exchange*), która dotyczy rozdziału dóbr między konsumentami oraz alokacji czynników produkcji między producentami. Efektywność techniczna jest warunkiem koniecznym, ale niewystarczającym do efektywnego gospodarowania: gospodarka może odnieść większe korzyści, wytwarzając odpowiedni zestaw towarów za pomocą metod technicznie nieefektywnych, niż wytwarzając metodami technicznie efektywnymi dobra, których nikt nie chce kupować<sup>52</sup> (ostatnie zdanie przytoczonej definicji jest przejawem podejścia dynamicznego, o którym będzie mowa w dalszej części opracowania).

Jak już zostało wcześniej powiedziane, efektywność techniczna (produkcyjna) to konieczny, ale niewystarczający warunek działania ekonomicznie efektywnego. Schyłek XIX w. to przełomowy moment w rozwoju teorii odnoszących się do ekonomizacji działań związanych z optymalizacją alokacji, która jest wyborem spośród różnych możliwych wariantów, podporządkowanym pewnej określonej funkcji celu.

Pojawienie się koncepcji efektywności alokacyjnej przypada na okres rewolucji subiektywno-marginalistycznej<sup>53</sup> w ekonomii i związane jest pośrednio z dorobkiem

<sup>51</sup> *Dictionary of Economics*, Oxford University Press, 2002.

<sup>52</sup> *Słownik ekonomii*, op.cit., s. 97.

<sup>53</sup> Rewolucja ta polegała na stworzeniu nowego zestawu narzędzi analitycznych, które wykorzystywane były przez ekonomistów, a najważniejszym z nich była analiza marginalna, która dała początek szerszemu stosowaniu matematyki w ekonomii. Analiza marginalna formułuje wnioski dla polityki gospodarczej na podstawie porównania ze sobą wartości krańcowych: krańcowego kosztu, krańcowego utargu, krańcowej użyteczności, krańcowego utargu z czynnika produkcji oraz innych wielkości krańcowych, czyli związanych z ostatnią jednostką analizowanego parametru ekonomicznego. W centrum zainteresowania znalazł się mechanizm rynkowy jako proces kształtowania się cen na rynku, zaczęto kłaść nacisk na wolność wyborów, a kluczowym dla tych kwestii było – rewolucyjne jak na ówczesne czasy – powiązanie wartości (ceny) z użytecznością marginalną. Ekonomia została zdominowana przez problem alokacji, czyli efektywnego rozdysponowania dóbr oraz czynników produkcji między konkurujące ze sobą potrzeby konsumpcyjne oraz procesy produkcyjne. Szerzej na ten temat por. H. Landreth, D.C. Colander, *Historia myśli ekonomicznej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, s. 233–250. Warto tu też wspomnieć, że znaleźć można w literaturze opinie, iż subiektywistyczno-marginalistyczne

L. Walrasa (1834–1910) – pracującego w Lozannie francuskiego ekonomisty – który jako pierwszy potrafił połączyć analizę strony popytowej ze stroną podażową dla całej gospodarki narodowej, tworząc w 1874 r. zręby sformalizowanego modelu matematycznego wyrażającego stan równowagi ogólnej<sup>54</sup>. Następca i kontynuatorem dorobku Walrasa był włoski ekonomista i socjolog V. Pareto (1848–1923), który wzbogacił teorię równowagi ogólnej przez rozwinięcie argumentacji na rzecz efektywnej alokacji zasobów na konkurencyjnych rynkach. W wydanym po włosku dziele *Manuale di economia politica*<sup>55</sup> z 1906 r., wieńczącym jego wcześniejsze prace, ustanowił on podstawy analityczne dla teorii wyboru konsumenta, producenta oraz ekonomii dobrobytu. Na podstawie sformułowanego modelu wykazał, że zmiana alokacji zasobów pomiędzy ich różne możliwe zastosowania podnosi poziom dobrobytu, jeżeli poprawie sytuacji materialnej jednej osoby nie towarzyszy pogorszenie sytuacji innej osoby. Trzeba tu jednak zaznaczyć, że w swojej koncepcji równowagi sam Pareto nie używał określenia „efektywność”, a określenie „optimum Pareto”, zamiennie dziś używane z określeniem „efektywność Pareto”, po raz pierwszy wprowadzone zostało do literatury w 1950 r. przez I.M. D. Little w książce zatytułowanej *A Critique of Welfare Economics*<sup>56</sup>.

Zaistnienie efektywności ekonomicznej w rozumieniu Pareta wymaga spełnienia trzech wymienionych poniżej warunków koniecznych, które spełnione są jedynie w konkurencji doskonałej<sup>57</sup>:

---

podejście jest dużo starsze i wywodzi się z szesnastowiecznej Hiszpanii, a jego twórcami byli głównie dominikanie lub jezuita wykładający teologię i teorię moralności na Uniwersytecie w Salamance. Dorobkiem swym wyprzedzali swoje czasy, czego dowodem może być fakt, że to hiszpański, katolicki myśliciel rozwiązał „paradoks wartości” znany w literaturze jako „paradoks wody i diamentu”. Sformułował on teorię marginalnej użyteczności 27 lat wcześniej od C. Mengera. Myślicielem tym był J. Balmes (1810–1848), który w 1844 r. opublikował artykuł *Prawdziwa idea wartości lub rozważania o pochodzeniu, naturze i różnorodności cen*, w którym rozwiązał paradoks wartości i wyraźnie przedstawił zagadnienie marginalnej użyteczności. Balmes zadał sobie pytanie: „Dlaczego kamień szlachetny wart jest więcej od bochenka chleba?”. Bardzo interesujące rozważania na temat dorobku hiszpańskich scholastyków można znaleźć w: J. Huerta De Soto, *Cztery lata efektywności dynamicznej*, <http://mises.pl/blog/2010/03/02/huerta-de-soto-cztery-lata-efektywnosci-dynamicznej/>.

<sup>54</sup> Teoria równowagi ogólnej to rozstrzygnięcia kwestii, czy niezależne działania poszczególnych podmiotów gospodarujących prowadzą do osiągnięcia równowagi przez wszystkich (wszystkie rynki i wszystkie podmioty gospodarcze jednocześnie znajdują się w równowadze). Analiza równowagi ogólnej obejmuje więc określanie sposobu osiągania stanu oczyszczenia rynków przy cenach realizujących funkcję celu, jaką jest maksymalizacja zysku i użyteczności przez wszystkie pojedyncze podmioty gospodarcze, por. E. Czarny, E. Nojszewska, *Mikroekonomia*, PWE, Warszawa 2000, s. 306.

<sup>55</sup> Anglojęzyczne tłumaczenie wydane przez A.M. Kelley i zatytułowane *Manual of Political Economy* ukazało się w 1971 r. (był to przekład z wydania, które ukazało się w 1927 r. w języku francuskim).

<sup>56</sup> J.S. Chipman, *Pareto: Manuel of Political Economy*, s. 6, <http://www.econ.umn.edu/~jchipman/>.

<sup>57</sup> J.E. Stiglitz, *Ekonomia sektora publicznego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004, s. 86.

- efektywność wymiany – oznacza, że nie jest możliwa taka transakcja, która polepszyłaby położenia obu uczestniczących w niej stron,
- efektywność produkcji – oznacza to, że nie jest możliwa taka zmiana rozdysponowania zasobów czynników produkcji, która przyczyniłaby się do zwiększenia produkcji,
- efektywność struktury produkcji – oznacza to, że wytwarzane dobra odpowiadają potrzebom jednostek.

Innymi słowy, aby osiągnąć doskonale efektywny rynek, wszystkie transakcje gospodarcze w społeczeństwie powinny być takie, że nikt nie powinien korzystać kosztem kogoś innego, a ostateczna równowaga powinna przedstawiać sytuację, w której dalsze transakcje nie mogą zostać przeprowadzone bez łamania „reguły Pareto”.

Te trzy aspekty efektywności warunkujące zaistnienie efektywności w sensie Pareta znalazły odzwierciedlenie w przywoływanym już wcześniej słowniku *Dictionary of Economics*, który najpierw definiuje „efektywność” w ujęciu technicznym (operacyjnym) jako: „osiągnięcie danych wyników możliwie najmniejszym kosztem lub osiągnięcie możliwie dużego produktu z danej ilości materiałów”, a następnie rozwija hasło w sensie alokacyjnym, wyróżniając efektywność konsumpcji, produkcji oraz wyboru<sup>58</sup>:

- efektywność w konsumpcji wyjaśniona jest jako rozmieszczenie dóbr pomiędzy konsumentów w taki sposób, żeby nie była możliwa realokacja, która powodowałaby poprawę sytuacji jednego konsumenta, nie pogarszając sytuacji drugiego,
- efektywność w produkcji oznacza takie rozmieszczenie zasobów pomiędzy gałęziami, żeby nie było możliwe wyprodukowanie większej ilości określonych dóbr bez obniżenia produkcji innych dóbr,
- efektywność przy wyborze zestawu dóbr oznacza wybranie takiego ich zestawu, aby nie była możliwa wymiana dóbr powodująca lepszą sytuację jednego konsumenta kosztem sytuacji drugiego.

Jednocześnie słownik *Dictionary of Economics* wyróżnia hasło „efektywna alokacja zasobów” (ang. *efficient resource allocation*) i objaśnia je jako sytuację, kiedy nie jest możliwe przemieszczenie zasobów, aby osiągnąć jeden lub więcej celów bez szkody dla innych celów<sup>59</sup>.

Odnosząc się do paretowskiej koncepcji efektywności alokacyjnej, M. Woźniak stwierdza, że gdyby podmioty gospodarcze miały naturę jednowymiarowego indywiduum, funkcjonowały w warunkach doskonałej konkurencji i przy założeniu, iż

<sup>58</sup> Słownik ekonomii, op.cit., s. 96–97.

<sup>59</sup> Ibidem, s. 96.

wyjściowy stan podziału jest akceptowany jako sprawiedliwy, można byłoby przyjąć, że w tak zdefiniowanej gospodarce istniałby stan gwarantujący spójność społeczno-ekonomiczną, czyli efektywność i sprawiedliwość. Tylko identyczność warunków (doskonała konkurencja, doskonała informacja, brak opóźnień) warunkuje sprawiedliwy, według kryterium wkładu do produkcji, podział, który wyrównuje koszty i korzyści krańcowe – autor zwraca jednak uwagę, iż tak pojmowana sprawiedliwość pomija kryterium słuszności etycznej (w rezultacie te alokacje zasobów, w wyniku których polepsza się dobrobyt najbogatszych, lecz nie prowadzi to do powiększania się dobrobytu najuboższych, są aprobowane jako efektywne)<sup>60</sup>.

Koncepcja „efektywności Pareto” zyskała w ekonomii status „teoretycznego standardu”, do którego odnoszą się w swych rozważaniach ekonomiści, niezależnie od tego, jaki nurt ideowy reprezentują – dla jednych, koncepcja ta i towarzyszące jej założenia są argumentem na rzecz liberalizmu gospodarczego, dla innych stanowi punkt wyjścia w rozważaniach uzasadniających interwencjonizm państwowy i paternalizm<sup>61</sup>.

Ta antynomia interpretacji efektywności Pareto wydaje się zrozumiała w kontekście uwagi, jaką poczynił na ten temat A. Glapiński. Autor stwierdza, że paretowska koncepcja optimum osiąganego przez wolną (i doskonałą) konkurencję zakładała szkodliwość ingerencji państwa (a także jakiegokolwiek innej instytucji naruszającej wolną grę rynkową, w tym przede wszystkim monopolu), a jednak ten sam Pareto uważał też, że planujące państwo kolektywne może w osiągnięciu optimum, przynajmniej teoretycznie, doskonale zastąpić konkurencję prywatnych przedsiębiorstw poprzez „bezrynkowe” zestawienie zasobów i potrzeb. Pareto uważał bowiem, że zagadnienie roli państwa w życiu społecznym i gospodarce to problem czysto pragmatyczny<sup>62</sup>.

Teoretycznie efektywność Pareto wydaje się dobrym sposobem ustalania, czy wprowadzana zmiana poprawia efektywność ekonomiczną. Jednak w praktyce jest prawie niemożliwe podjęcie działań mających skutki społeczne (np. zmiany w polityce gospodarczej), aby co najmniej jedna osoba nie była na nich stratna. Trzeba też zauważyć, że nawet dobrowolna zmiana nie będzie efektywna w sensie Pareto, jeśli towarzyszą jej koszty zewnętrzne (np. zanieczyszczenia, których skutki ponosić będą osoby trzecie).

<sup>60</sup> M.G. Woźniak, *Wzrost gospodarczy. Podstawy teoretyczne*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2008, s. 88–89.

<sup>61</sup> Na temat antynomii interpretacji efektywności Pareto por. G. Kozuń, *Dylematy oceny efektywności podmiotów sektora publicznego w retrospekcji teoretycznej*, w: *Teoria i praktyka gospodarowania*, red. T. Bernat, Wydawnictwo PPH ZAPOL, Szczecin 2011, s. 86–97.

<sup>62</sup> A. Glapiński, *Meandry historii ekonomii*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2012, s. 145.



Podobnie wypowiada się M.G. Woźniak stwierdzając, że faktyczne rynki zwykle nie osiągają optimum Pareto z powodu występujących powszechnie asymetrii informacji, opóźnień czasowych oraz niemożliwych do wyeliminowania przypadków ryzyka i niepewności. Rezultatem tego są m.in. błędy alokacyjne, dystrybucyjne i stabilizacyjne rynków. Jednak nawet wtedy, gdy wolny rynek jest efektywny, powstające na nim różnicowania dochodów mogą być uznane jako niesprawiedliwe ze względów etycznych<sup>63</sup>. Można powiedzieć, że optymalność Pareto jest warunkiem koniecznym, ale nie wystarczającym do maksymalizacji dobrobytu<sup>64</sup>.

Rozwinięciem efektywności Pareto jest tzw. efektywność Kaldora-Hicksa, w myśl której określone rozwiązanie prowadzi do wzrostu efektywności, gdy w wyniku jego zastosowania jeden podmiot zyskuje więcej, niż traci inny, a jednocześnie istnieje (przynajmniej teoretycznie) sposób kompensacji strat przez podmiot zyskujący na rzecz podmiotu tracącego. Jest to koncepcja oparta na zasadzie „potencjalnego zadośćuczynienia”. Sformułowana w 1939 r. przez N. Kaldora (1908–1986) tzw. zasada kompensacji była próbą interpretacji optimum Pareto i wiązała się z poszukiwaniem kryterium oceny celowości przejścia z jednego stanu do drugiego w sytuacji, gdy oznaczało to korzyść dla jednych i niekorzyść dla innych<sup>65</sup>.

Kaldor zwrócił uwagę na problem, który dotknął brytyjską legislację w XIX w., a kwestia dotyczyła tzw. ustaw zbożowych<sup>66</sup> – regulacji, które chroniły brytyjskich farmerów przed konkurencją z zagranicy. Zasadnicze pytanie ówczesnej debaty dotyczyło rozstrzygnięcia czy prawo powinno być zmienione, aby skorzystała na tym gospodarka jako całość, nawet jeśli stracą na zmianie poszczególne grupy społeczeństwa. J. Hicks (1904–1989), laureat Nagrody Nobla z 1972 r., uogólnił argumentację Kaldora, rozszerzając ją na wszelkie bariery handlowe<sup>67</sup>.

---

<sup>63</sup> M.G. Woźniak, op.cit., s. 90.

<sup>64</sup> E. Czarny, E. Nojszewska, op.cit., s. 338.

<sup>65</sup> *Słownik historii myśli ekonomicznej*, red. E. Kudera, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2004, s. 86 i 235.

<sup>66</sup> Ustawy zbożowe (ang. *Corn Law*) to prawa angielskie mające na celu ochronę interesów rolnictwa krajowego przez nałożenie ograniczeń na zagraniczny handel zbożem. Stosowane były od XII w., a w wieku XVII przekształciły się w stały element handlowej polityki protekcyjnej. Przybierały najczęściej formę wysokich ceł importowych, doprowadzając m.in. 1791, 1815 do powstania skutecznej bariery antyimportowej. Krytykowane przez ideologów liberalizmu gospodarczego, m.in. A. Smitha i D. Ricardo. Stosowanie ustaw zbożowych powodowało wzrost cen zboża krajowego, a w konsekwencji także dochodów właścicieli ziemskich. Zwalczane były przez Ligę Przeciw Ustawom Zbożowym, reprezentującą interesy klasy średniej, domagającą się prawa do swobodnego handlu. Ustawy zbożowe zostały zniesione w 1846 r.

<sup>67</sup> Kaldor twierdził, że zniesienie prawa zbożowego było zmianą zgodną z zasadą Pareto, choć w zmodyfikowanym sensie. Zyski, jakie odniosła gospodarka z wolnego handlu, powinny być w normalnych okolicznościach wystarczające, aby umożliwić pokrycie strat farmerom uprawiającym zboże.



W postaci uogólnionej, zgodnie z koncepcją Kaldora-Hicksa, nowa sytuacja jest bardziej efektywna niż dotychczasowa, jeśli ci, którzy na niej zyskali mogą zadośćuczynić tym, którzy stracili. Efektywność Pareto nie dopuszcza sytuacji, w której którykolwiek z podmiotów straci na wprowadzeniu określonego rozwiązania. Natomiast efektywność Kaldora-Hicksa dopuszcza stratę jednego podmiotu pod dwoma warunkami: zysk innych podmiotów jest większy od tej straty oraz istnieje przynajmniej teoretyczna możliwość pełnej kompensacji strat. Wówczas można powiedzieć, że nadwyżka korzyści nad kosztami kompensacji stanowi poprawę sytuacji jednego podmiotu bez pogorszenia sytuacji drugiego, pozostając w zgodzie z efektywnością Pareto. Ostatecznie oznacza to, że każda alokacja efektywna w sensie Pareto jest efektywna również według kryterium Kaldora-Hicksa, lecz nie każda sytuacja efektywna z punktu widzenia Kaldora-Hicksa jest efektywna w sensie Pareto<sup>68</sup>.

Efektywność Pareto odnosi się do analiz krótkookresowych, statycznych. R. Bartkowiak stwierdza na przykład, iż w dynamicznym społeczeństwie optimum Pareto to twór czysto teoretyczny, stworzony w celu wyjaśnienia zasad wyboru dokonywanego w sytuacji wyizolowanej z otoczenia. Społeczeństwa są dynamiczne i heterogeniczne, tworzący je ludzie dysponują różnymi cechami, a gospodarka oferuje wciąż nowe dobra, które kształtują zarówno nowe potrzeby, jak i są przez nie kształtowane. W tych warunkach jeżeli jednostki zmierzają do sytuacji optymalnej w sensie Pareto, to zapewne nigdy jej nie osiągną<sup>69</sup>.

W podobnym tonie wypowiada się też przywoływany już wcześniej Huerta De Soto – przedstawiciel austriackiej szkoły ekonomii – który stwierdza, że krytyka pod adresem ekonomii dobrobytu zasadza się na uwadze, że dyscyplina ta sprowadza problem efektywności do prostego matematycznego problemu maksymalizacji,

---

Kaldor wierzył, że beneficjenci zmian legislacyjnych powinni zapłacić farmerom za prawo zniesienia taryf, a i tak ostatecznie osiągać zyski netto. Ważne było, aby beneficjenci byli w stanie nabyć to prawo, tzn. posiadać środki na zrekompensowanie strat, ale niekoniecznie musieli to zrobić. Można powiedzieć, że Kaldor i Hicks przekształcili zasadę Pareto wywodzącą się z modelu wolnego rynku w narzędzie, które może być zastosowane w sferze legislacyjnej (regulacyjnej), czyli takiej, która z natury swej jest przymusowa. Por. K. Mathis, *Efficiency Instead of Justice?: Searching for the Philosophical Foundations of the Economic Analysis of Law*, Springer Switzerland 2009, s. 39.

<sup>68</sup> Przykładowo, jeśli początkowo osoba A posiada 10 jednostek dobra X, a osoba B ma ich 100 i zastosowanie pewnej polityki gospodarczej spowoduje, że ostatecznie osoba A będzie miała 20 jednostek X, a osoba B będzie ich miała 99, to opisana tu zmiana alokacji nie będzie poprawą w sensie efektywności Pareto. Jednak w sensie Kaldora-Hicksa nowa alokacja będzie korzystna, jeśli osoba A, choćby teoretycznie, będzie mogła dać osobie B jakąś ilość (od 1 do 10) jednostek dobra X.

<sup>69</sup> R. Bartkowiak, *Historia myśli ekonomicznej*, PWE, Warszawa 2003, s. 131.

gdzie przyjęte jest założenie, że dane gospodarcze są dane i stałe. Prawda natomiast jest taka, że dane ciągle zmieniają się w wyniku przedsiębiorczej kreatywności<sup>70</sup>.

Austriacy, jako najwięksi apologety podejścia dynamicznego, rozumieją efektywność dynamiczną jako zdolność do rozwoju zarówno kreatywności przedsiębiorczej, jak i koordynacji (zdolność przedsiębiorców do odkrywania możliwości zysku oraz zdolność do koordynacji i pokonywania wszelkich społecznych niedostosowań lub dyskoordynacji). Huerta De Soto stwierdza, że posługując się językiem ekonomii neoklasycznej, można by powiedzieć, że celem efektywności rozumianej dynamicznie nie jest prowadzenie systemu w stronę krzywej możliwości produkcyjnych (uznając stosowną krzywą za „daną”), lecz raczej ciągle przesuwanie tej krzywej w prawo<sup>71</sup>. Z dynamicznej perspektywy głównym celem nie jest uniknięcie marnotrawstwa środków, które uznane są za znane i dane (co stanowi cel efektywności statycznej), lecz nieprzerwane odkrywanie i tworzenie nowych celów i środków. Autor podkreśla też, że dynamiczny aspekt efektywności ekonomicznej zawiera w sobie jej aspekt statyczny, jako że ta sama przedsiębiorcza siła, która wprawia w ruch efektywność dynamiczną poprzez tworzenie i odkrywanie nowych możliwości zysku, dąży również do osiągnięcia jak najwyższego stopnia efektywności statycznej, jaki leży w granicach ludzkich możliwości dzięki koordynacji wcześniejszych niedostosowań<sup>72</sup>.

Efektywność dynamiczna jest zatem stosunkowo nieprecyzyjnym pojęciem, nie ma bowiem uniwersalnej, akceptowanej definicji tego pojęcia. Ogólnie można powiedzieć, że efektywność dynamiczna wiąże się z efektywnym użyciem rządskich zasobów na przestrzeni czasu i obejmuje efektywność techniczną i alokacyjną w wymiarze międzyokresowym.

## 4. Podsumowanie

Przedstawione rozważania nie wyczerpują zakresu problematyki dotyczącej ewoluowania koncepcji „efektywności”, ale wyraźnie wskazują na jej historycznie ukształtowaną wieloznaczeniowość. Aż do XVIII w. określenia „efektywny” używano w znaczeniu każdego działania przynoszącego jakiś rezultat (wynik, skutek). Kolejnym etapem semantycznej ewolucji pojęcia „efektywny” było odniesienie uzyskanego rezultatu do rezultatu pożądanego, a więc w koncepcji efektywności pojawił się „pożądany skutek działania” – cel. Jednocześnie spowodowało to, że

<sup>70</sup> J. Huerta De Soto, *Sprawiedliwość ...*, op.cit., s. 18–20.

<sup>71</sup> J. Huerta De Soto, *Cztery lata ...*, op.cit.

<sup>72</sup> J. Huerta De Soto, *Sprawiedliwość ...*, op.cit., s. 28.

pojęcia „skuteczny” i „efektywny” traktowano jako tożsame. Wraz z rozwojem fizyki mechanistycznej i nastaniem rewolucji przemysłowej koncepcja efektywności zyskała nowy wymiar – zaczęto postrzegać uzyskiwany efekt działań nie tylko w kontekście efektu pożądanego, lecz także nakładów poniesionych na jego osiągnięcie. Dlatego w literaturze często brak jest jednoznacznego rozróżnienia między takimi kategoriami, jak efektywność, produktywność, skuteczność, sprawność, czego potwierdzeniem są chociażby objaśnienia, które można znaleźć w różnych słownikach i leksykonach, często traktujących wymienione kategorie jako synonimy<sup>73</sup>.

Trzeba tu też zaznaczyć, że niejednoznaczność określenia „efektywność” nie jest wyłącznie problemem występującym w języku polskim, co można by – chociaż częściowo – złożyć na karb błędnych lub nie w pełni oddających kontekstowy sens tłumaczeń, które po upływie wielu dziesiątek lat spowodowały taki semantyczny chaos. Przeciwnie, podobne problemy występują również w języku angielskim, o czym pisał już w 1979 r. amerykański ekonomista C.G. Leathers w artykule zatytułowanym *"Language Barriers" in Public Productivity Analysis: The Case of Efficiency and Effectiveness*. Autor stwierdza, że w pierwotnym znaczeniu „efektywność” (ang. *efficiency*) rozumiana była jako stosunek rezultatu do nakładu (co dziś nazwiemy efektywnością techniczną lub produktywnością) i zupełnie abstrahowała od celu, ale odkąd ekonomia rozwinęła się jako nauka badająca systemy, nacisk badań został położony na cele wykorzystywania zasobów. Dlatego tradycyjnie centralnym punktem ekonomii jest obecnie efektywność alokacyjna, zgodnie z którą właściwa kombinacja dóbr produkowana jest w maksymalnej ilości, co oznacza, że efektywność techniczna jest niezbędna do osiągania efektywności alokacyjnej. Stąd – jak stwierdza Leathers – ekonomistom trudno jest zaakceptować wypowiedzi, z których wynika, że skuteczność (ang. *effectiveness*) jest rozumiana jako forma efektywności (ang. *efficiency*), a czasem nawet te dwa określenia są sobie przeciwstawiane. Leathers przywołuje przykłady zastosowania przez nie-ekonomistów określeń *efficiency* oraz *effectiveness* i konkluduje, że gdy nie-ekonomista mówi o *efficiency*, to zazwyczaj ma na myśli to, co ekonomista nazwie efektywnością techniczną, natomiast użycie określenia *effectiveness* przez nie-ekonomistę koncepcyjnie sprowadzić można do tego, co ekonomista rozumie przez efektywność alokacyjną. Leathers zwraca też uwagę, że nie-ekonomiści, używając określenia „efektywny w sensie ekonomicznym” (ang.

---

<sup>73</sup> Na przykład według *Słownika języka polskiego* „efektywność” oznacza „pozytywny wynik, skuteczność, sprawność”, a z kolei *Słownik wyrazów bliskoznacznych* wskazuje „wydajność” jako określenie bliskoznaczne. *Słownik języka polskiego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008, s. 184; *Słownik wyrazów bliskoznacznych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006, s. 107.

*efficiency in strictly economic terms*), mają zazwyczaj na myśli efektywność kosztową, która dla ekonomisty jest finansowym odpowiednikiem efektywności technicznej<sup>74</sup>.

## Bibliografia

1. *An Encyclopaedia Britannica Company*, Merriam-Webster, <http://www.gutenberg.org/ebooks/30107>.
2. Bacon F., *Novum Organum*, PWN, Warszawa 1955.
3. Bacon F., *The New Organon*, Book II, Aphorism II, [http://www.constitution.org/bacon/nov\\_org.htm](http://www.constitution.org/bacon/nov_org.htm).
4. Bańkowski A., *Etymologiczny słownik języka polskiego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000.
5. Bartkowiak R., *Historia myśli ekonomicznej*, PWE, Warszawa 2003.
6. Bentham J., *Manual of Political Economy*, <http://www.efm.bris.ac.uk/het/bentham/manualpoliticeconomy.pdf>.
7. Chipman J.S., *Pareto: Manuel of Political Economy*, <http://www.econ.umn.edu/~jchipman/>.
8. Chojnicka K., Olszewski H., *Historia doktryn politycznych i prawnych. Podręcznik akademicki*, Przedsiębiorstwo Wydawnicze Ars boni et aequi, Poznań 2004.
9. Czarny E., Nojszewska E., *Mikroekonomia*, PWE, Warszawa 2000.
10. *Dictionary of Economics*, Oxford University Press, England 2002.
11. Edgeworth F.Y., *Psychics: An essay on the application of mathematics to the moral sciences*, C. Kegan Paul & Co., London 1881.
12. Espinas A., *Les origines de la technologie*, „Revue philosophique de la France et de l'Étranger” Paris 1980, vol. XXX.
13. Glapiński A., *Meandry historii ekonomii*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2012.
14. Huerta De Soto J., *Czterysta lat efektywności dynamicznej*, <http://mises.pl/blog/2010/03/02/huerta-de-soto-czterysta-lat-efektywnosci-dynamicznej/>.
15. Huerta De Soto J., *Sprawiedliwość a efektywność*, Fijor Publishing Company, Warszawa 2010.
16. Kopaliński W., *Słownik wyrazów obcych i zwrotów obcojęzycznych z almanachem*, HPS, Warszawa 2007, cz. 1.
17. Kotarbiński T., *Abecadło praktyczności*, Wiedza Powszechna, Warszawa 1974.

---

<sup>74</sup> Por. C.G. Leathers, „Language Barriers” in *Public Productivity Analysis: The Case of Efficiency and Effectiveness*, „Public Productivity Review” Spring – Summer 1979, vol. 3, no. 4, s. 63–68.

18. Kotarbiński T., *Hasło dobrej roboty*, Wiedza Powszechna, Warszawa 1984.
19. Kotarbiński T., *Niektóre zagadnienia epistemologii pragmatycznej*, w: *Problemy efektywności badań naukowych*, Materiały sympozjum naukoznawczego, 26 listopada 1970, WAP, Warszawa 1971.
20. Kotarbiński T., *Rozwój prakseologii*, „Kultura i Społeczeństwo” 1961, nr 4.
21. Kotarbiński T., *Traktat o dobrej robocie*, Zakład Narodowy im. Ossolińskich, Wrocław 1982.
22. Kozuń-Cieślak G., *Dylematy oceny efektywności podmiotów sektora publicznego w retrospekcji teoretycznej*, w: *Teoria i praktyka gospodarowania*, red. T. Bernat, Wydawnictwo PPH ZAPOL, Szczecin 2011.
23. Landreth H., Colander D.C., *Historia myśli ekonomicznej*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005.
24. Leathers C.G., „Language Barriers” in *Public Productivity Analysis: The Case of Efficiency and Effectiveness*, „Public Productivity Review” Spring–Summer 1979, vol. 3, no. 4.
25. Martyniak Z., *Prekursorzy nauki organizacji i zarządzania*, PWE, Warszawa 1993.
26. Mathis K., *Efficiency Instead of Justice?: Searching for the Philosophical Foundations of the Economic Analysis of Law*, Springer Switzerland 2009.
27. Mill J.S., *Principles of Political Economy*, Book III, Chapter II, § 2, <http://www.gutenberg.org/ebooks/30107>.
28. Mill J.S., *Zasady ekonomii politycznej*, Drukarnia Józefata Ohryzki, Petersburg 1859, t. 2, ks. 3, rozdz. 4.
29. *Online Etymology Dictionary*, <http://www.etymonline.com/index.php?term=efficiency>.
30. Pszczołowski T., *Mała encyklopedia prakseologii i teorii organizacji*, Ossolineum, Wrocław 1979.
31. Ricardo D., *Principles of Political Economy and Taxation*, <http://www.archive.org/stream/worksofdavidrica00rica#page/148/mode/2up>.
32. Ricardo D., *Zasady ekonomii politycznej i opodatkowania*, PWN, Warszawa 1957.
33. Schipper F., *Rethinking Efficiency*, referat zaprezentowany na XX Światowym Kongresie Filozofii w Bostonie, 10–15 sierpnia 1998.
34. Sikora A., *Od Heraklita do Huserla. Spotkania z filozofią*, OPEN, Warszawa 1999.
35. Simon H., *Działanie administracji. Proces podejmowania decyzji w organizacjach administracyjnych*, PWN, Warszawa 1976.
36. *Słownik ekonomii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.

37. *Słownik historii myśli ekonomicznej*, red. E. Kudera, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2004.
38. *Słownik języka polskiego PWN*, <http://sjp.pwn.pl/slownik/2556022/efektywny>.
39. *Słownik języka polskiego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.
40. *Słownik wyrazów bliskoznacznych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006.
41. Stiglitz J.E., *Ekonomia sektora publicznego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004.
42. Taylor F.W., *The Principles of Scientific Management*, New York 1911, publikowany ponownie: Forgotten Books 2008, <http://www.forgottenbooks.org/info/9781606801123>.
43. *Teoria i praktyka gospodarowania*, red. T. Bernat, Wydawnictwo PPH ZAPOL, Szczecin 2011.
44. *Teoria wyboru publicznego*, red. J. Wilkin, Wydawnictwo Naukowe Scholar, Warszawa 2005.
45. Warecki M., *Organizacja i zarządzanie. Zarys problematyki*, Akademia Ekonomiczna w Krakowie, Kraków 1986.
46. *Webster's Dictionary z 1828*, <http://www.1828-dictionary.com/d/search/word,efficient>.
47. *Webster's Third New International Dictionary, Unabridged*, <http://unabridged.merriam-webster.com>.
48. Winkler R., *Zarządzanie komunikacją w organizacjach zróżnicowanych kulturowo*, Oficyna Wolters Kluwer, Kraków 2008.
49. Woźniak M.G., *Wzrost gospodarczy. Podstawy teoretyczne*. Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2008.
50. Żółcińska W., *Fiasko taylorizmu*, „CEO. Magazyn Top Menedżerów” maj 2005, <http://ceo.cxo.pl/news/78993/Fiasko.taylorizmu.html>.





# Summary

*Judyta Przyłuska*

## **In the Search of a New Solution within the Financial System**

Intensified crises and indebtedness problems on the world scale, which we are witnessing at present, provoke reflection on whether there is an alternative for the contemporary financial system. The article is aimed at the presentation of the idea of an electronic currency with all its advantages and disadvantages. It is gaining popularity and perhaps it might replace today's paper currency in the future. Taking into account the lack of non-serial publications on the topic in the literature, the author wrote the article based on the Internet sources, primarily German and English. At the beginning there is a description of centralisation and decentralisation of money from the historical perspective against the background of the recent events: growing general social dissatisfaction with the system based on banking manipulations, bankruptcies and scandals. The following sections present the virtual money systems which are being improved all the time in face of the technological progress, particularly in the area of advanced technologies. The practical accomplishments in the area, though treated experimentally, may have a considerable impact on the operation principles of cashless or transaction money turnover. In the conclusion, it is underlined that innovative ideas, though frequently disrespected, have become important over the time. Thus, also in this case, expectedly, the Internet revolution will continue, which may have an impact on the new ways of the e-money turnover.

*Artur Mika*

## **Financial Stability in relation to International Challenges to Deposit Guarantee Systems**

The present article is aimed at the identification, characterisation and assessment of the world trends in relation to the deposit insurance systems (DIS) and reforms undertaken in this area as a response to the 2007+ financial crisis. The article consists of two sections.

The first one deals with the so-far undertaken SGD reforms which are included in the FSB and EU member states' jurisdictions. The second section identifies the areas requiring reforms. The major conclusion drawn from the analysis is a statement that as a result of the world financial crisis there was a considerable extension of SGD as well as the level of bank customers' protection. On the one hand, it is likely to raise the confidence in the banking system and strengthen the financial stability. On the other, it is connected with additional charges for the banks which may be transferred by them to their customers. Furthermore, there may appear a negative potential effect, i.e. credit operations limitation (as a consequence also a GDP fall) as well as a higher moral hazard in bank operations.

*Czesław Martysz*

### **The Outline of Islamic Finance**

The article is aimed at the presentation of rudiments of Islamic finance operations and outlining the current problems connected with their development. The author focuses of the major difference between the Islamic finance and *classical* finance, called otherwise *conventional*.

*Krzysztof Borowski*

### **The Analysis of Selected Seasonal Effects of Return Rates Exemplified by USD/PLN exchange rate in the period 04 January 1993 till 30 June 2012**

The study presents the research on the selected seasonal effects with regard to the currency pair USD/PLN. The research was conducted for the NBP rate in the period 4 January 1993 till 30 June 2012, i.e. on the basis of 4931 observations. The obtained results explicitly indicate the occurrence of selected seasonal effects with regard to this pair. Some results confirm the results obtained by other authors in the research of other currency pairs, some other results are characteristic of the USD/PLN market.

*Monika Czerwonka, Magdalena Oleśniewicz*

### **Rationality of Herd Behaviour among Individual Investors**

The article discusses the problem of herd behaviour, i.e. herding based on the research of rational investment decisions. The study deals with the issue of investors'

rationality and attempts to answer the question what the rationality and irrationality of individual investors consist in and what behaviour motives and decisions testify to their rationality.

*Michał Polański*

### **Behavioural Assessment of Capital Assets**

The aim of the present article is to compile the most important theories of assessment based on the phenomena examined within the behavioural finance. The author has made an attempt to thoroughly analyse the selected most frequently presented theories in the area. Additionally, a separate section is devoted to the behavioural theories of dividends, which, together with the thorough analysis of the aforementioned theories, is the author's self-designed compilation and attempt to precisely organise the issues repetitively occurring in these theories.

*Anna Wildowicz-Giegiel*

### **The Concept of Intellectual Capital from the Accounting Practice Perspective**

The rise in the significance of intangible factors in the value creation process is a considerable challenge for accounting. The currently valid standards within the identification and measurement of intangible assets do not allow for the inclusion of many important elements of intellectual capital in the financial reports. The traditional principles of reporting related to the historical values do not provide adequate information about the financial situation and company development potential which actually create the value for the shareholders. Hence, many theoreticians and practitioners of accounting point to the necessity of changes within the existing accounting standards, which would allow for the provision of information about intangible corporate values in the reports on a considerably larger scale. The present study is aimed at the presentation of the accounting concept of intellectual capital in the light of the current International Accounting Standards and the Polish balance law together with the indication of the most important accounting dilemmas connected with the necessity of reporting on this sort of assets.

*Elwira Ziółkowska*

## **Characteristics of Selected Techniques of Cash Management within Diversified Business Entities. Netting and Cash Pooling**

Cash management by means of effective methods is much desired by companies. One of these methods is the possibility of application of the service called notional cash pooling based of the mechanism of netting, the response to the challenge posed by companies with a more complex organisational structure. The article is aimed at outlining of the specificity of cash pooling. The author offers a detailed explanation of the idea of cash pooling and places it within the problems of compensation transactions pointing at the same time to the connections of this mechanism with the service of cash pooling and outlines an interpretation relation of netting based cash pooling often identified with a loan agreement. The analysis allows for the statement that the examined service has an impact on the improvement of effectiveness management of financial funds and entrepreneurs should not be afraid of the qualification of this agreement as a loan.

*Ludmiła Słobodzian*

## **The Privatisation Policy in Russia in the First Phase of Transformation**

The new Russia came into inheritance of a virtually entirely nationalised economy from the real socialism. Therefore, the Russian market lacked a valuable infrastructure and the competition mechanism did not work full capacity. The capital market and labour market, inseparable parts of the capital market, are still hardly represented in the post-communist economy and the business entities which began to rely to different extent on the market criteria are too dependent of the state. The past epoch state system does not want to give way and aspires to the renewal of comprehensive state intervention in the economy. The privatisation process becomes especially significant in such conditions. The creation of a multi-systemic competitive market economy and the transformation of the private property into the dominating form of ownership are the major elements of all the systemic transformations and economic reforms in Russia. However, in real terms this process proceeded in a complicated and inconsistent way. The main goal of privatisation consists in giving business entities an effective owner within the market economy, the creation of effective a competitive economy cooperating on the world and domestic markets with other countries and the creation of numerous middle class: the real basis for democracy and political stability.

*Grażyna Kozuń-Cieślak*

## **Effectiveness – Concept Evolution in the Economic Theory Retrospection**

Although the term *effectiveness* is a notion which is commonly used, it is sometimes semantically inconsistent. The term is used by economists, praxeologists, finansists, engineers, managers or politicians. The common use in different scientific disciplines and economic practice points to a peculiar focus of modern societies on effectiveness. The literature often lacks an explicit differentiation between *effectiveness* and such terms as productivity or efficiency. It results from the conceptual evolution of the term *effectiveness*, which since the ancient times has been connected with the economisation of human activity, perceived in different ways.

This article presents the etymological roots of the term *effectiveness* and the outline of a semantic evolution of this term from the historical perspective of the economic theory.

