

STUDIA I PRACE

Kolegium  
Zarządzania  
i Finansów

ZESZYT NAUKOWY 131



STUDIA I PRACE

Kolegium  
Zarządzania  
i Finansów

ZESZYT NAUKOWY 131

SZKOŁA GŁÓWNA HANDLOWA W WARSZAWIE



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

dr hab. Ryszard Bartkowiak, prof. SGH – przewodniczący

dr Piotr Wachowiak – vice przewodniczący

prof. dr hab. inż. Jan Adamczyk

dr hab. Stefan Doroszewicz, prof. SGH

prof. dr hab. Jan Głuchowski

prof. dr hab. Małgorzata Iwanicz-Drozdowska

prof. dr hab. Jan Kaja

dr hab. Jan Komorowski, prof. SGH

prof. dr hab. Tomasz Michalski

prof. dr hab. Zygmunt Niewiadomski

prof. dr hab. Jerzy Nowakowski

prof. dr hab. Janusz Ostaszewski

dr hab. Wojciech Pacho, prof. SGH

dr hab. Piotr Płoszajski, prof. SGH

prof. dr hab. Maria Romanowska

dr hab. Anna Skowronek-Mielczarek, prof. SGH

prof. dr hab. Teresa Słaby

prof. dr hab. Marian Żukowski

**Redakcja językowa**

Julia Konkołowicz-Pniewska

**Redakcja statystyczna**

Tomasz Michalski

**Redakcja tematyczna**

Małgorzata Iwanicz-Drozdowska (Finanse)

Wojciech Pacho (Ekonomia)

Piotr Płoszajski (Zarządzanie)

**Sekretarz redakcji**

Marcin Jakubiak

© Copyright by Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2013

**ISSN 1234-8872**

**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 207/XI/13

# Spis treści

Od Rady Naukowej .....	7
<i>Hubert Ślubik</i>	
Rola akumulacji kapitału w procesie wzrostu gospodarczego. Na marginesie ujęcia austriackiego .....	9
<i>Marek Luszczyn</i>	
Model wartości zagrożonej z uwzględnieniem baniek spekulacyjnych – przykład polskiego rynku akcji .....	23
<i>Tomasz Hassa</i>	
Stan i perspektywy rozwoju bankowości mobilnej dla klientów indywidualnych w Polsce .....	39
<i>Agnieszka Kowalczyk</i>	
Rozporządzenie EMIR a banki na nieregulowanym rynku instrumentów pochodnych w Polsce .....	59
<i>Dariusz Urban</i>	
Wyniki finansowe państwowych funduszy majątkowych a ich portfel inwestycyjny – analiza empiryczna .....	79
<i>Zdzisław Leszczyński</i>	
Ocena finansowego rozwoju przedsiębiorstwa .....	99
<i>Marta Grzegorzczak</i>	
Niematerialne składniki wartości przedsiębiorstwa – charakterystyka i znaczenie ...	111
<i>Katarzyna Zasiewska</i>	
Polityka rachunkowości jednostek realizujących projekty współfinansowane z funduszy strukturalnych Unii Europejskiej .....	127
<i>Magdalena Walczak</i>	
Urodzeni globaliści – teoria wczesnej internacjonalizacji przedsiębiorstw .....	141
<i>Przemysław Pater</i>	
Budowa tożsamości marki luksusowej – wybrane aspekty .....	157
Summary .....	171



# Od Rady Naukowej

Przekazujemy w Państwa ręce kolejny zeszyt „Studiów i Prac Kolegium Zarządzania i Finansów”. Artykuły w nim zamieszczone są poświęcone aktualnym zagadnieniom ekonomii, nauk o finansach oraz nauk o zarządzaniu. Stanowią wynik studiów teoretycznych, a także badań empirycznych.

Hubert Słubik w swoim artykule przedstawia rolę akumulacji kapitału w procesie wzrostu gospodarczego, bazując na badaniach austriackich.

Celem artykułu Marka Lusztyna jest prezentacja modelu wartości zagrożonej z uwzględnieniem baniek spekulacyjnych na przykładzie polskiego rynku akcji.

W artykule Tomasza Hassa omówione zostały stan i perspektywy rozwoju bankowości mobilnej dla klientów indywidualnych w Polsce.

Rozporządzenie EMIR a banki na nieregulowanym rynku instrumentów pochodnych w Polsce to temat artykułu Agnieszki Kowalczyk.

Dariusz Urban w swoim artykule przedstawił analizę empiryczną wyników finansowych państwowych funduszy majątkowych w kontekście ich portfela inwestycyjnego.

W artykule Zdzisława Leszczyńskiego omówiony został problem oceny finansowego rozwoju przedsiębiorstwa.

Celem artykułu Marty Grzegorczyk jest prezentacja charakterystyki i znaczenia niematerialnych składników wartości przedsiębiorstwa.

Polityka rachunkowości jednostek realizujących projekty współfinansowane z funduszy strukturalnych Unii Europejskiej to temat artykułu Katarzyny Zasiewskiej.

Magdalena Walczak w swoim artykule przedstawia teorię wczesnej internacjonalizacji przedsiębiorstw.

Wybrane aspekty budowy tożsamości marki luksusowej zostały omówione w artykule Przemysława Patera.

Pozostajemy w przekonaniu, że prezentowane 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*





*Hubert Słubik*

Kolegium Zarządzania i Finansów

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

# Rola akumulacji kapitału w procesie wzrostu gospodarczego. Na marginesie ujęcia austriackiego

## 1. Wprowadzenie

W teorii Rothbarda akumulacja kapitału jest postawą wyjściową do zrozumienia teorii wzrostu gospodarczego i cyklu koniunkturalnego. Zjawisko to, jako pierwsze we współczesnej ekonomii, uważane było za motor rozwoju gospodarczego. Początki tej koncepcji teoretycznej stworzyli ekonomiści klasyczni. Największą uwagę temu procesowi poświęcali: Richard Cantillon, Jean-Baptist Say oraz Frédéric Bastiat. Ekonomiści ci przyznawali temu procesowi miejsce szczególne, niezauważalne ani w pracach Milla, Smitha ani Huma<sup>1</sup>. Podstawy temu myśleniu stworzył Cantillon,

---

<sup>1</sup> Określenie ekonomiści klasyczni stanowi tu pewne uogólnienie, ponieważ prekursor współczesnej ekonomii Cantillon przez wiele lat cytowany był tylko przez fizjokratów. Jednocześnie to właśnie jego prace dały początek teoriom klasycznym. Bastiat, pomimo że opierał się na klasykach, wraz z Cantillonem uważani są przez współczesnych przedstawicieli szkoły austriackiej za jej prekursorów, których w żaden sposób nie należy uważać za powiązanych ze szkołą klasyczną, stanowiącą obiekt wielu śmiałych ataków ze strony neoaustriaków, zwłaszcza Rothbarda. Jest to sytuacja jak najbardziej sztucznie kreowana, ponieważ rzeczywiście dzieła Adama Smitha, Davida Ricardo i Johna Stewarta Milla dawały częściowo fałszywe naukowo tropy, jednak co do zasady klasycy dokonali wielu osiągnięć, z których korzystali Austriacy z końca wieku XIX i pierwszej połowy wieku XX (Mises i Hayek). Mises w swych dziełach zwracał uwagę, iż szkoła klasyczna pomimo pewnych błędów rozwijała się w sposób poprawny. Dlatego też chętnie korzystał z teorii klasycznych, które uważał za wartościowe, był do nich na tyle zdystansowany, że potrafił korzystać z prawa asocjacji Ricarda, jednocześnie odrzucając jego teorię rozwoju opartą na pracy. Rothbard negocował, co do zasady, rolę klasyków w rozwoju ekonomii, nie oznacza to, że nie powoływał się na klasyków, robił to zawsze, gdy potrzebował wesprzeć swe własne poglądy i teorie. Jednak nie świadczy to wcale o sympatii dla klasyków, ponieważ celem

na bazie jego teorii tworzyli Hume i Smith, u ostatniego ekonomisty widoczne jest dualistyczne podejście, ponieważ Smith z jednej strony wyeksponował rolę akumulacji kapitału w teorii ekonomii, a z drugiej zdetronizował ją, uważając pracę za element nadrzędny. Dopiero Say, uważany powszechnie za jednego z uczniów Smitha, przywrócił akumulacji kapitału jej poprzednie miejsce, a na Sayu i Cantillonie wzorował się Bastiat. Tym, co łączyło Cantillona, Saya i Bastiatę i jednocześnie odróżniało od Huma, Smitha czy Milla, było miejsce w strukturze społecznej. Pierwsi trzej byli francuskimi przedsiębiorcami, a ostatni trzej byli brytyjskimi akademikami<sup>2</sup>.

To właśnie bezpośredni udział w procesie przedsiębiorczym Cantillona, Saya i Bastiatę powodował, że do oszczędności i inwestycji przywiązywali szczególną wagę, na ich toku rozumowania swe teorie tworzył Fryderyk August von Hayek. Na podstawie teorii Hayeka oraz Misesa, Rothbard zbudował swą teorię akumulacji kapitału.

W teorii Rothbarda, kapitał jest zbiorem heterogenicznym, składa się z dóbr kapitałowych wyższego i niższego rzędu, tworzących pionową strukturę. Dobra kapitałowe wyższego rzędu to te dobra, które biorą udział w najwyższych etapach produkcji, na przykład surowce. Dobra kapitałowe niższego rzędu służą do produkcji dóbr konsumpcyjnych.

Zdaniem Rothbarda każdy rodzaj kapitału podlega tym samym prawom rynkowym co każdy inny towar w tym znaczeniu, że trzeba go wyprodukować (w pojęciu tym mieści się również wydobycie). Jest to podejście zrozumiałe, ponieważ żaden surowiec nie przychodzi sam do fabryki, trzeba go wydobyć, co pociąga za sobą nakłady; każda maszyna stojąca w fabryce musi uprzednio zostać wyprodukowana.

Rothbard stwierdza również, że kapitał podlega ciągłemu zużyciu, zarówno w postaci maszyn, jak i surowców. W konsekwencji dobra te wymagają ciągłego odtwarzania, które przebiega w dwojaki sposób. Jedną z form odtwarzania dóbr kapitałowych jest konserwacja, odbywająca się poprzez systematyczną naprawę. Konserwacja dotyczy tylko i wyłącznie maszyn, niemożność naprawy surowców jest zrozumiała sama przez się.

Drugą formą odtwarzania kapitału jest po prostu całkowite zastępowanie starych maszyn nowymi. Wynika ono z takiego poziomu zużycia, który powoduje, że kontynuacja eksploatacji starych maszyn jest ekonomicznie nieopłacalna z powodu zbyt wysokich kosztów naprawy i konserwacji.

---

wspierania swych własnych teorii Rothbard powoływał się nawet na Keynesa, do którego miał skrajnie pejoratywny stosunek.

<sup>2</sup> Działania przedsiębiorcze Richarda Cantillona polegały na umiejętnym spekulowaniu akcjami, w tym akcjami Kompanii Missisipi znanej ze swego spektakularnego bankructwa. Jean-Baptiste Say był właścicielem fabryki bawełny, a Bastiat bogatym kupcem oraz właścicielem majątku ziemskiego.

Zarówno pozyskiwanie, jak i odtwarzanie kapitału jest kosztowne. Odpowiedzią na pytanie, jak zachodzą procesy powstawania kapitału, jest rola oszczędności. W wyniku powstawania oszczędności w procesie gospodarczym przedsiębiorców stać na przeprowadzanie powyżej wymienionych działań. Jednocześnie należy podkreślić, że poziom oszczędności wyznaczany jest przez preferencje czasowe, im są one wyższe, tym niższe są oszczędności w danej gospodarce<sup>3</sup>. Jeżeli poziom oszczędności jest zbyt niski i nie pozwala na odtworzenie struktury kapitałowej, to dochodzi do zmniejszenia się bazy kapitałowej, a w efekcie do regresji produkcji. To właśnie niedostateczny poziom oszczędności jest podstawową przyczyną regresji gospodarczej.

## 2. Austriacka piramida produkcji

Jeżeli w gospodarce ma mieć miejsce wzrost gospodarczy, to poziom oszczędności musi być większy aniżeli poziom konieczny do przeprowadzenia inwestycji odtworzeniowych, w innej sytuacji jest to niemożliwe. To właśnie oszczędności wyznaczają poziom zaangażowanego w gospodarce kapitału, a od niego z kolei zależy trwały wzrost gospodarczy. Tym samym, jeżeli oszczędności wynoszą  $X$ , to inwestycje nie mogą być większe niż  $X$ . Nie oznacza to oczywiście, że oszczędności muszą się zawsze równać inwestycjom, może się zdarzyć, że oszczędności wynoszą  $X$  a inwestycje  $\frac{3}{4} X$ , choć, jak słusznie zauważa Rothbard, jest to sytuacja możliwa jednak mało prawdopodobna. Bezpośrednią przyczyną niskiego prawdopodobieństwa wystąpienia takowej sytuacji jest mechanizm działania stopy procentowej, który, zdaniem Skousena, zawsze równoważy podaż i popyt funduszy pożyczalnych<sup>4</sup>.

W teorii Rothbarda nie występuje pojęcie zbyt wysokich oszczędności. W głównym nurcie ekonomii teorii, które wskazują na rolę oszczędności jako istotną z punktu widzenia rozwojowego, niekiedy obarczone są pojęciem zbyt wysokiego poziomu oszczędności. W dalszej części teorii Rothbarda problem ten zostaje przedstawiony i wyjaśniony. Z punktu widzenia teorii austriackiego ekonomisty, im większy jest poziom oszczędności, tym lepiej, ponieważ tym większe są potencjalne możliwości

---

<sup>3</sup> Za rozpropagowanie pojęcia preferencji czasowej w ekonomii odpowiada Ludwig von Mises, który wykorzystał mocno zmodyfikowaną teorię preferencji czasowej Böhm-Bawerka. Jednak pojęcie to jest znacznie starsze i swój rodowód znajduje w filozofii. Jak zauważa Dieter Birnbacher, pojęcie preferencji czasowej występowało już w pracach Spinozy, a następnie Benthama. D. Birnbacher, *Odpowiedzialność za przyszłe pokolenia*, Oficyna Naukowa, Warszawa 1999, s. 77.

<sup>4</sup> M. Skousen, *Struktura produkcji. Gięda, kapitał, konsumpcja*, Fijor Publishing, Warszawa 2011, s. 245.

inwestycyjne. Tym samym, im bardziej ograniczona konsumpcja, tym większe mogą być inwestycje (przy czym ważne jest, by były to oszczędności dobrowolne, a nie – wymuszone). Oznacza to, że popyt na dobra kapitałowe biegnie w przeciwnym kierunku niż popyt na dobra konsumpcyjne, co jest sprzeczne ze współczesnymi teoriami głównego nurtu<sup>5</sup>.

Zgodnie z założeniami głównego nurtu, wzrost popytu na dobra konsumpcyjne pociąga za sobą wzrost popytu na dobra kapitałowe. Wyjaśnienie to wydaje się być zdroworozsądkowe, ponieważ spadek popytu na dobra konsumpcyjne pociąga za sobą spadek popytu na dobra kapitałowe niższego rzędu. Jest to wszystko prawda, problem polega na tym, że zastosowanie austriackiej klasyfikacji kapitału (wyszczególnienie wyższego i niższego rzędu) zostało wprowadzone celem wyjaśnienia procesu wzrostu gospodarczego. Przedstawiciele głównego nurtu używają po prostu terminu kapitał, co jest wynikiem traktowania go jako zbioru jednorodnego. Jednocześnie u przedstawicieli głównego nurtu można zauważyć tendencje do niedostrzegania wyższych etapów produkcji w analizie ekonomicznej i skupiania się na najniższych etapach produkcji, czego dowodem może być przyjęcie PKB jako miary wzrostu bogactwa. Miara, którą jest PKB, odnosi się przede wszystkim do najniższych etapów produkcji<sup>6</sup>.

Jeżeli byłoby tak, jak twierdzą przedstawiciele nurtu głównego, czyli że kapitał jest zbiorem homogenicznym i analizie podlegałyby tylko najniższe etapy produkcji ujęte w PKB, to teorię można uznać za prawdziwą. W konsekwencji braku dobrej teorii kapitału koniecznością jest zakończenie analizy, która co do zasady jest logiczna. Jednak problem tej analizy nie polega na jej nietrafności, lecz na jej zbyt szybkim zakończeniu. Żeby lepiej zrozumieć ten problem, należy przeanalizować zmiany w strukturze produkcji powstałe w wyniku spadku preferencji czasowych.

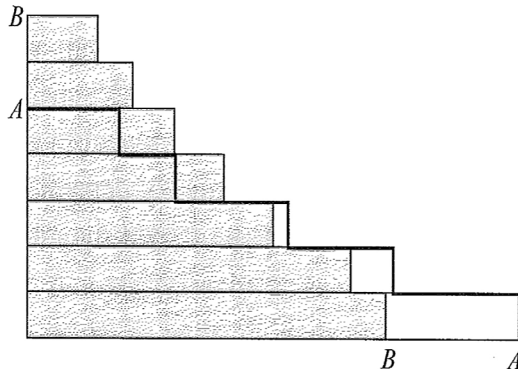
Na rysunku 1, produkcja przedstawiona została w postaci piramidy. Najniższe etapy produkcji to produkcja dóbr konsumpcyjnych, najwyższe etapy produkcji to produkcja dóbr kapitałowych wyższego rzędu. Jak widać, oszczędności dokonane poprzez ograniczanie konsumpcji powodują redukcję części najniższych struktur produkcyjnych. Gdyby analiza kończyła się na tym etapie podejście głównego nurtu byłoby jak najbardziej zasadne, ponieważ spadek popytu na dobra konsumpcyjne pociąga za sobą spadek popytu na kapitał potrzebny do ich produkcji. Jednak w teorii Rothbarda proces trwa dalej.

---

<sup>5</sup> W przeszłości zdarzało się, że teorie głównego nurtu zawierały relacje kapitał – konsumpcja zgodne z podejściem austriackim. Za przykład można podać model Solowa. Po zapoznaniu się z pracami Solowa szybko zauważa się fakt, że Solow był dobrze zaznajomiony z teoriami Böhm-Bawerka, podchodził do nich krytycznie i z pełną powagą.

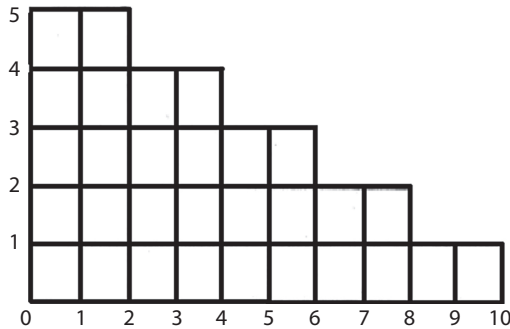
<sup>6</sup> M. Skousen, *Struktura produkcji...*, op.cit., s. 224–231.

Rysunek 1.



Źródło: M.N. Rothbard, *Ekonomia wolnego rynku*, t. II, Fijor Publishing, Warszawa 2007, s. 247.

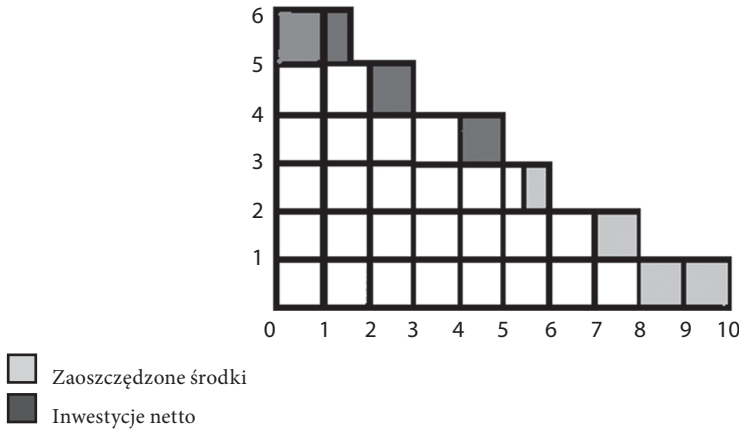
Rysunek 2. Pierwotna struktura produkcji



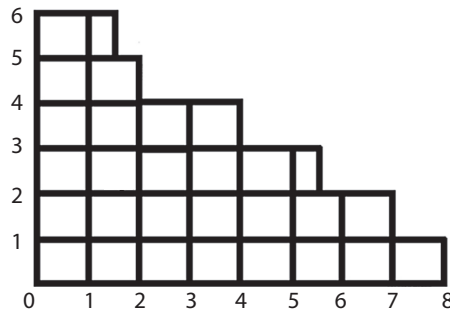
### 3. Pojawienie się inwestycji netto, wysmuklenie piramidy produkcji

Likwidacja części produkcji na najniższych etapach równoważna jest z wycofaniem kapitału z najniższych sfer produkcji. Powstaje zatem pytanie: Co dzieje się z wycofanym kapitałem? Zgodnie z teorią stopy procentowej wolny kapitał wędruje zawsze tam, gdzie stopa procentowa jest najwyższa. Zdaniem Rothbarda najwyższą stopę zwrotu w przypadku spadku preferencji czasowych wykazuje produkcja dóbr kapitałowych wyższego rzędu, ponieważ konsumenci, dokonując oszczędności, wysyłają do rynku sygnał, że w przyszłości będą zainteresowani większą konsumpcją.

Rysunek 3. Pojawienie się oszczędności i inwestycji netto



Rysunek 4. Przejściowa wysmuklona struktura produkcji



Może to oznaczać zwiększone zainteresowanie dobrami wyższego rzędu typu domy, czy inne trwałe dobra konsumpcyjne wymagające dłuższych procesów produkcyjnych<sup>7</sup>. Może to oznaczać przyszłe zwiększenie konsumpcji w sensie dosłownym. Wydłużenie piramidy produkcji w rozwoju kapitalizmu spowodowało, że nawet tak banalna rzecz, jak magazynowanie żywności, przestało być przeszkodą. Dłuższe i wymagające większych nakładów kapitałowych procesy produkcyjne w rolnictwie i przemyśle spożywczym spowodowały, że we współczesnych gospodarkach europej-

<sup>7</sup> Nie oznacza to, że wyższe etapy produkcji wykazują się wyższą stopą procentową w sposób ciągły. Rothbard słusznie zauważa, że co do zasady stopy procentowe w gospodarce będącej w stanie idealnej równowagi (stan wyidealizowany) na każdym etapie produkcji wykazują dokładnie ten sam poziom.

skich praktycznie nie występuje zjawisko głodu. W wyniku tych właśnie procesów rolnicy produkują znacznie większą ilość produktów rolnych aniżeli w przeszłości, a przemysł spożywczy powoduje, że nawet szynka może zostać zapuszkowana i zmagazynowana, czekając na konsumpcję<sup>8</sup>.

W efekcie kapitał wycofany z niższych etapów produkcji wędruje do wyższych etapów produkcji, co powoduje wydłużenie struktury produkcji. Przy tym wszystkim należy pamiętać, że jak twierdzili Mises i Rothbard, spadek preferencji czasowych u danej jednostki oznacza spadek zainteresowania konsumpcją w chwili obecnej, celem zwiększenia konsumpcji w przyszłości. Zatem z makroekonomicznego punktu widzenia nie ma powodów, by zaprzeczyć twierdzeniu, że spadek preferencji czasowych w danej gospodarce oznacza spadek bieżącej konsumpcji celem jej zwiększenia w przyszłości. Gdyby stwierdzić, że jest inaczej i że owe rozszerzenie spojrzenia jest niemożliwe, wówczas teoria byłaby niezgodna z prawidłami szkoły austriackiej, w której zjawiska w skali makro wyjaśniane są na poziomie mikro.

Opisane powyżej procesy pokazują, że proces generowania oszczędności i zamiany ich w inwestycje kosztem bieżącej produkcji dóbr konsumpcyjnych nie pociąga za sobą negatywnych konsekwencji.

Jednak teoria Rothbarda nie jest do końca doprecyzowana ani w pełni dynamiczna. Założenie o wpływie nowych inwestycji na dobra kapitałowe wyższego rzędu oraz wzrost gospodarczy i wzrost dobrobytu jest co do zasady słuszne, jednak w teorii Rothbarda występują dwa zbyt daleko idące uogólnienia. Pierwsze wynika z podejścia heurystycznego, a drugie wynika z przyjęcia wciąż zbyt statycznego modelu.

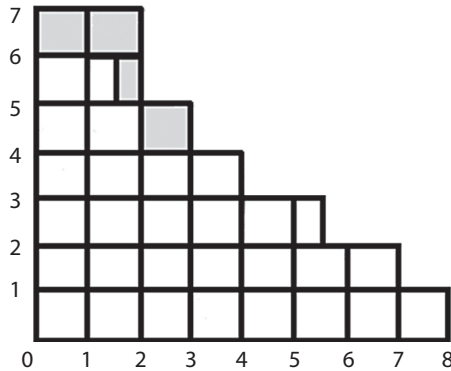
Zgodnie z tokiem rozumowania Rothbarda, im większe jest ograniczenie konsumpcji, tym węższa i dłuższa (pionowo) jest struktura produkcji, a w wyniku nowych inwestycji dokonuje się wzrost gospodarczy oraz wzrost poziomu życia. W rezultacie Rothbard dochodzi do wniosku, że realny wzrost gospodarczy polega na ciągłym wyszczuplaniu struktury produkcji. Zakładając, że poruszamy się wciąż w obszarze pewnego uogólnienia, podejście to wydaje się być słuszne.

Scenariusz, który rozwija Rothbard, oparty na ekstremalnie rozwiniętej bazie kapitałowej wyższego rzędu (czyli przemysł wydobywczy, surowce i ciężki) i smukłych etapach produkcji dóbr konsumpcyjnych, był już znany historii gospodarczej.

---

<sup>8</sup> W chwili obecnej nie przywiązuje się do tego większej wagi, jednak w gospodarkach posiadających niedobory produktów konsumpcyjnych w tym spożywczych, np. w PRL, zmagazynowane puszkowane jedzenie pozwalało na utrzymanie względnie stałej konsumpcji w warunkach niedoboru. Owa konserwa mięsna jest typowym przykładem, jak kapitalizm i dłuższe procesy produkcyjne sprzyjają człowiekowi. Samo rolnictwo, dzięki wysokim nakładom kapitałowemu w postaci nawozów usprawniających ziemię i maszyn, produkuje dziś znacznie więcej żywności niż kiedykolwiek przy jednoczesnym znacznym zmniejszeniu nakładów pracy ludzkiej.

Rysunek 5. Dalszy ciąg rozwoju inwestycji w wyższe etapy produkcji



■ Inwestycje powstałe w wyniku wzrostu produktywności

W PRL ekstremalnie rozwinięty sektor dóbr kapitałowych wyższego rzędu i ograniczony sektor konsumpcyjny powodowały, że w niektórych okresach łatwiej było kupić tonę stali aniżeli parę skarpetek. W efekcie powstała sytuacja, w której niskie zaangażowanie przedsiębiorstw w najniższe poziomy produkcji owocowało niedoborami dóbr konsumpcyjnych, a w efekcie ich wysoką ceną. Przykład PRL może nie jest najlepszy, ponieważ opiera się on na industrializacji wymuszonej, która powodowała marnotrawienie kapitału czyli coś przeciwnego do tego, o czym pisał Rothbard, jednak może ona stanowić dobry przykład do zobrazowania faktu, że mocno rozwinięte wyższe etapy produkcji o niczym jeszcze nie przesądają.

#### 4. Wzrost konsumpcji i poszerzenie piramidy produkcji

Mechanizm kompensacji cen, który przedstawia Rothbard, nie jest do końca przekonujący, zwłaszcza gdy do analizy wprowadzimy realny pieniąż (w analizie Rothbarda pieniąż zdaje się być wciąż neutralny). Po odrzuceniu założenia o neutralności pieniąża okazuje się, że wysokie zaangażowanie kapitału w najwyższych etapach produkcji rzeczywiście przekładałoby się na spadek cen dóbr konsumpcyjnych, jednak tylko w przypadku gdy na najniższych etapach produkcji nie obowiązywałoby prawo popytu i podaży. W efekcie sposób wyjaśniania przez Rothbarda roli akumulacji kapitału we wzroście gospodarczym przeczyłby jego teorii cyklu koniunkturalnego.

Działanie prawa popytu i podaży powoduje, że w gospodarce, posiadającej trwale wąskie najniższe etapy produkcji, w istocie ceny dóbr kapitałowych wyższego rzędu



byłyby niskie. Jednak dobra konsumpcyjne występowałyby w niedoborze, a ich ceny byłyby niezwykle wysokie.

Pomimo że na początku opisywanego przez Rothbarda procesu spadek preferencji czasowych spowodował zmianę relacji oszczędności – konsumpcja, na rzecz wzrostu oszczędności kosztem spadku konsumpcji, a w efekcie spadku cen dóbr kapitałowych, to wymienione przez Rothbarda wycofanie kapitału ze sfery konsumpcyjnej do wyższych etapów produkcji, już powoduje, że konkurencja cenowa ulegnie osłabieniu w sektorze dóbr konsumpcyjnych ze względu na mniejszą ilość podmiotów biorących udział w ich produkcji. Jednak na tym etapie wzrost ten może być jeszcze kompensowany wzrostem wartości pieniądza<sup>9</sup>.

Na obecnym etapie analizy mogą pojawić się zarzuty o zbytelnym odrzuceniu założenia o neutralności pieniądza i mieszaniu teorii akumulacji kapitału z teorią cyklu koniunkturalnego. Tymczasem, chcąc badać procesy gospodarcze w realnej gospodarce, pieniądzu musimy nadać cechy realne w ujęciu austriackim, czyli założyć, że pieniądz wpływa nie tylko na ogólny poziom cen, ale także modyfikuje strukturę cen względnych. Działanie to pozwoli znacząco ograniczyć heurystyczność teorii Rothbarda i Hayeka, a w efekcie lepiej wyjaśnić procesy realne. Teoria cyklu koniunkturalnego Rothbarda jest również bardzo przydatna w wyjaśnieniu wzrostu gospodarczego. Po odpowiedniej modyfikacji, czyli wykluczeniu założenia o stałości preferencji czasowych i przyjęciu założenia o ich spadku, a następnie podstawieniu realnie zakumulowanego kapitału w miejsce pustych kredytów dla przedsiębiorstw, otrzymamy również teorię wzrostu gospodarczego. Jest to postępowanie poprawne, ponieważ czynnikiem degenerującym gospodarkę w teorii cyklu Rothbarda jest pusty pieniądz.

Po zastosowaniu powyższych modyfikacji otrzymamy niżej omówiony przebieg procesów gospodarczych.

Preferencje czasowe w społeczeństwie spadają i w rezultacie dochodzi do wzrostu poziomu oszczędności oraz ograniczenia konsumpcji; stopa procentowa spada. Za pomocą mechanizmu cenowego do przedsiębiorców zostaje przekazana informacja, że konsumenci są teraz bardziej zainteresowani dobrami trwałymi wymagającymi dłuższych procesów inwestycyjnych. W rezultacie przedsiębiorcy podejmują zakumulowane oszczędności i zamieniają je w inwestycje na wyższych etapach produkcji; podobnie postępują z kapitałem wycofanym z najniższych etapów produkcji. W rezultacie struktura produkcji w wyniku ograniczenia konsumpcji uległa wysmukleniu, a następnie wydłużeniu w wyniku inwestycji w dłuższe procesy produkcyjne. Na

---

<sup>9</sup> Wzrost wartości pieniądza jest wynikiem wzrostu popytu na pieniądz, czyli zwiększonych oszczędności.

tym etapie analizy wycofanie kapitału z najniższych etapów produkcji powstałe pod wpływem ograniczenia konsumpcji nie prowadzi do wzrostu cen towarów konsumpcyjnych. Czyli analiza Rothbarda jest wciąż poprawna.

Jednak zgodnie z założeniami szkoły austriackiej im wyższy jest poziom kapitalizacji w danej gospodarce, tym wyższy jest poziom realnych wynagrodzeń. Potwierdza to również logika zmodyfikowanego modelu Rothbarda. Nowe inwestycje powodują, że wykorzystane w nich środki pieniężne (realne, nie – wykreowane), zaczynają stopniowo przechodzić do najniższych sfer struktury gospodarczej w postaci płac i procentów<sup>10</sup>. Dochodzi do realnego wzrostu dochodów, co oznacza, że analizowane w modelu społeczeństwo pod wpływem nowych inwestycji bogaci się.

Realny wzrost wynagrodzeń przy założeniu, że nie dojdzie do kolejnego spadku preferencji czasowych, spowoduje, że konsumenci swoje nowe wyższe wynagrodzenia wydadzą w starych proporcjach, co zaowocuje wzrostem wydatków konsumpcyjnych w ujęciu absolutnym, a tym samym wzrostem popytu konsumpcyjnego. W tym przypadku będzie to popyt trwały a nie przejściowy (efemerydalny), jak w teorii cyklu z wykreowanym pieniądzem. W efekcie wysoki popyt na dobra konsumpcyjne czyni najniższe poziomy produkcji atrakcyjnymi ze względu na wysokie stopy zwrotu. Dzieje się tak dlatego, że przedsiębiorcy, obsługujący najniższe etapy piramidy produkcji dostrzegają, że popyt zgłaszany przez konsumentów jest znacznie wyższy niż podaż, którą oni dostarczają. W efekcie przedsiębiorcy celem równoważenia popytu z podażą podnoszą marżę na swoje produkty (w efekcie wzrasta również cena), co powoduje szybki wzrost ich zysków. Tym samym ustala się nowy punkt równowagi z wyższymi cenami dóbr konsumpcyjnych i wyższymi dochodami przedsiębiorców na najniższych etapach piramidy produkcji.

Zgodnie z teorią stopy procentowej kapitał wędruje zawsze tam, gdzie stopy zwrotu są najwyższe; nie oznacza to oczywiście gwałtownego wycofywania kapitału z wyższych poziomów piramidy produkcji, z najwyższych etapów wycofana zostanie tylko niewielka część kapitału. Stanie się tak, ponieważ zwykle przedsiębiorcy zaangażowani w długie procesy produkcyjne, nie są zainteresowani gwałtownym wycofywaniem kapitału ze względu na poważne koszty, tym samym utrzymują linie produkcyjne dotąd, dokąd przynoszą one zysk. O takim zachowaniu przedsiębiorców pisał sam Rothbard podczas omawiania postępowania przedsiębiorców w momencie pojawienia się innowacji. Jako przykład wykorzystał przypadek przedsiębiorców, którzy nie przewidzieli rozwoju rynku samochodowego i zainwestowali pokażne ilości kapitału w rynek kolejowy. Jak trafnie zauważa Rothbard, przedsiębiorcy ci nie wycofali swych inwestycji, pomimo że rynek kolejowy (pociągi, tory) dawał znacz-

---

<sup>10</sup> M.N. Rothbard, *Wielki kryzys w Ameryce*, Instytut Ludwiga von Misesa, Warszawa 2010, s. 7.

nie niższe stopy zwrotu niż samochodowy. Zdaniem Rothbarda takie zachowanie przedsiębiorców jest czymś normalnym, pomimo że przedsiębiorcy źle oszacowali przyszłe zmiany na rynku i dokonali błędnych inwestycji, nie można tu mówić o fazie nagromadzenia się błędów i wystąpieniu cyklu koniunkturalnego, choć pozornie to tak właśnie wygląda.

Sytuacja przedsiębiorców (którzy zainwestowali w rynek kolejowy oraz przedsiębiorców, którzy w omawianym przypadku zainwestowali w dłuższe procesy produkcyjne) jest zupełnie inna, aniżeli przedsiębiorców, którzy zostali wprowadzeni w błąd w wyniku inflacji kredytu. Dla pierwszej grupy przedsiębiorców popyt wciąż występuje, na przykład preferencje czasowe nie podniosły się, tym samym konsumenci wciąż zainteresowani są dobrami trwałymi, wymagającymi dłuższych procesów produkcyjnych. W konsekwencji popyt na produkowane przez nich dobra nadal występuje, a tym samym przedsiębiorcy wciąż osiągają zyski.

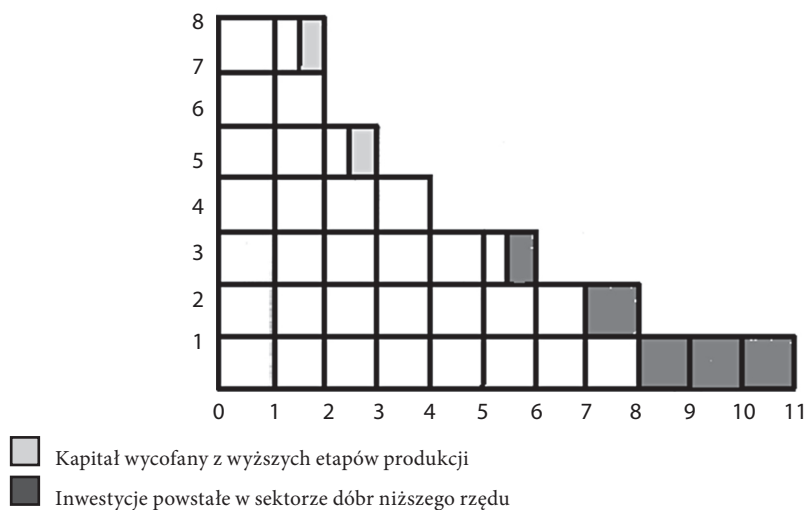
Natomiast w sytuacji nagromadzenia błędnych inwestycji, powstałych w wyniku zaburzenia mechanizmu przekazywania informacji za pomocą cen, przedsiębiorcy, po dostosowaniu się cen do nowej sytuacji, odczuwają gwałtowny spadek popytu. Nie stają więc przed problemem typu: zainwestować w przedsięwzięcie dające nieco wyższe stopy zwrotu czy pozostać na miejscu, lecz typu: wycofać się z danego sektora, ponieważ pozostanie w nim, daje zbyt wysokie prawdopodobieństwo bankructwa.

Wracając do omawianego modelu, z wyższych etapów produkcji do niższych, przynoszących wyższe stopy zwrotu, powędruje niewielka część kapitału. Jaka? Nie wiemy. W każdym razie swój kapitał wycofają ci przedsiębiorcy, którzy w niepoprawny sposób zorganizowali swe procesy produkcyjne, co przesądziło o ich nierentowności. Nie każde przedsiębiorstwo inwestuje w sposób poprawny, tym samym, jak zauważa Rothbard, zawsze występują przedsiębiorcy, którzy pomylili się w swych rachunkach i zmuszeni są do wycofania się z danego rynku. Przedsiębiorca, który tego dokona, zawsze ma wybór, może wycofać się całkowicie z rynku i ponieść stratę lub poszukać nowego przedsięwzięcia dającego wysokie stopy zwrotu. Dlatego też część przedsiębiorców, którzy pomylili się w swych rachunkach, przeniesie swój kapitał do niższych etapów produkcji. Stanie się tak z dwóch powodów. Po pierwsze, niższe poziomy produkcji na obecnym etapie analizy (prowadzonej przez autora) dają wyższe stopy zwrotu, a po drugie, niższe etapy produkcji nie wymagają długotrwałych działań inwestycyjnych, co dla przedsiębiorcy chcącego szybko odrobić straty jest korzystne. Kapitał, który powędruje z wyższych do niższych poziomów produkcji, przyczyni się tylko do częściowego zaspokojenia popytu konsumpcyjnego i nieznacznego obniżenia cen.

Realny wzrost wynagrodzeń społeczeństwa, z którym na obecnym etapie analizy (przeprowadzonej przez autora) mamy do czynienia, przy zachowaniu

dotychczasowych preferencji czasowych, powoduje, że konsumenci swoje nowe wyższe wynagrodzenia wydają w starych proporcjach. Należy zatem zauważyć, że wzrostowi ulegną nie tylko realne wydatki konsumpcyjne, lecz także realne oszczędności, zarówno oszczędności konsumentów, jak i przedsiębiorców.

**Rysunek 6. Inwestycje powstałe w niższych sferach produkcji w wyniku wzrostu stopy procentowej w tych sferach**



Oznacza to, że zgodnie z logiką Rothbarda przedsiębiorcy powinni wycofać swe kapitały z najwyższych etapów produkcji i przenieść je na najniższe etapy. W praktyce rzeczywiście jest tak, że stopa procentowa determinuje zaangażowanie kapitału i dąży do wyrównywania się z innymi stopami procentowymi. W tej sytuacji wystąpią dwa skutki: pierwszy to wycofanie niewielkiej części kapitału z najwyższych etapów produkcji i przeniesienie go do najniższych etapów produkcji. Lecz prócz wycofywanego kapitału w pierwszej kolejności płyną tam nadwyżki z nowo wypracowanych środków (skutek drugi), co powoduje, że wycofywanie kapitału z wyższych etapów nie ma gwałtownego przebiegu i jest tylko częściowe. Większość kapitału zaangażowanego uprzednio w etapy najwyższe pozostaje na miejscu.

## 5. Podsumowanie

Według Rothbarda struktura produkcji w dolnych etapach produkcji ulega wysmukleniu, przy jednoczesnym wydłużeniu w wyższych etapach produkcji<sup>11</sup>. Tymczasem z powyższej analizy wynika, że faza wysmuklania dolnych etapów jest tylko przejściowa, w rzeczywistości struktura gospodarcza rozwija się zarówno poziomo, jak i pionowo. Gospodarka na skutek działania praw popytu, podaży, stopy procentowej, użyteczności krańcowej i preferencji czasowej staje się samonapędzającym się kołem zamachowym.

Heurystyczność teorii Rothbarda polega na:

- kluczowym twierdzeniu, że wzrost gospodarczy równoznaczny jest z coraz węższą i dłuższą strukturą produkcji,
- nieuwzględnieniu realnego pieniądza (w teorii Rothbarda pieniądz jest obojętny).

Pomimo że Rothbard (trafnie) twierdził, że oszczędności i akumulacja kapitału stanowią podstawę zdrowego wzrostu gospodarczego, to sam sposób wyjaśnienia przez niego tego procesu jest zbyt uproszczony. Uproszczenia te wynikają z tych samych przyczyn, z których wynika heurystyczność modelu. Poziome zwężenie najniższych etapów produkcji i pionowe wydłużenie najwyższych etapów produkcji jest tylko etapem w procesie wzrostu gospodarczego. Gdyby było inaczej i założenie Rothbarda byłoby prawdziwe, wówczas piramida produkcji podlegałaby ciągłemu zwężaniu najniższych etapów i wydłużaniu najwyższych etapów. Tym samym należało by zadać pytanie: Do jakiego poziomu mogłaby się zwęzić? Ciągłe wycofywanie kapitału z najniższych etapów produkcji doprowadziłoby do całkowitego ich zaniku. Drugie uproszczenie również wynika z heurystyczności modelu i jest to oparcie modelu na pieniądzu neutralnym i stałej bazie monetarnej. W realnej gospodarce pieniądz nie jest neutralny, co poważnie wpływa na zmiany jego wartości.

Pomimo iż twierdzenie Rothbarda, iż akumulacja kapitału jest przyczyną wzrostu gospodarczego, było w pełni trafne, to wciąż pozostaje otwarte pytanie: Co inicjuje proces generowania oszczędności w gospodarce? Jest to pytanie niezwykle istotne, ponieważ, jak często podkreślają przedstawiciele szkoły austriackiej, w tym Rothbard, preferencje czasowe, które decydują o stopie oszczędności, są względnie stałe i nie ma powodów, by nagle się zmieniały.

Odpowiedź może być zaskakująca, ponieważ jedynym *stricto* ekonomicznym czynnikiem, który w przeszłości inicjował tego typu procesy, była interwencja państwa, która zniechęcała do nadmiernej konsumpcji przy jednoczesnym stymulowaniu

---

<sup>11</sup> M.N. Rothbard, *Ekonomia wolnego rynku*, t. II, Fijor Publishing, Warszawa 2007, s. 247–248.

bodźców do oszczędzania. Ze względu na to, że analiza tego problemu nie jest celem niniejszej pracy, zagadnienie przyczyn wzrostu stopy oszczędności nie będzie szerzej omawiane. Należy jednak dodać, że empirycznym przykładem wzrostu stopy oszczędności zainicjowanym przez państwo jest przypadek Korei Południowej w drugiej połowie XX w.<sup>12</sup>

## Bibliografia

1. Bastiat F., *Dzieła zebrane*, t. I, Prohibita, Warszawa 2009.
2. Bastiat F., *Dzieła zebrane*, t. II, Prohibita, Warszawa 2009.
3. Birnbacher D., *Odpowiedzialność za przyszłe pokolenia*, Oficyna Naukowa, Warszawa 1999.
4. Hoppe H., *Demokracja. Bóg, który zawiódł*, Fijor Publishing, Warszawa 2006.
5. Ricardo D., *Zasady ekonomii politycznej i opodatkowania*, PWN, Warszawa 1957.
6. Romer D., *Makroekonomia dla zaawansowanych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000.
7. Rothbard M., *Ekonomia wolnego rynku*, t. I, Fijor Publishing, Warszawa 2007.
8. Rothbard M., *Ekonomia wolnego rynku*, t. II, Fijor Publishing, Warszawa 2007.
9. Rothbard M., *Ekonomia wolnego rynku*, t. III, Fijor Publishing, Warszawa 2008.
10. Rothbard M., *Wielki kryzys w Ameryce*, Instytut Ludwiga von Misesa, Warszawa 2010.
11. Say J., *Traktat o ekonomii politycznej*, PWN, Warszawa 1960.
12. Skousen M., *Struktura produkcji. Giełda, kapitał, konsumpcja*, Fijor Publishing, Warszawa 2011.
13. Smith A., *Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów*, t. I, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
14. Smith A., *Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów*, t. II, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.

---

<sup>12</sup> Przyczyną wzrostu oszczędności w Korei były konkretne zachęty finansowe ze strony państwa. Tym samym należy uznać, że na podniesienie preferencji czasowych mogą wpływać konkretne materialne zachęty. Tezę tę potwierdzają rozważania D. Birnbachera, z których wynika, że obniżenie preferencji czasowych następuje tylko, gdy powstaną silne materialne zachęty, kierunkujące działanie człowieka na przyszłość. D. Birnbacher, *Odpowiedzialność za przyszłe pokolenia*, Oficyna Naukowa, Warszawa 1999, s. 173–174.

# Model wartości zagrożonej z uwzględnieniem baniek spekulacyjnych – przykład polskiego rynku akcji

## 1. Wprowadzenie

*Value at Risk* (VaR, pol. wartość zagrożona) jest podstawową metodą stosowaną w bankach w zarządzaniu ryzykiem rynkowym, zarówno do codziennej kontroli tego ryzyka, jak i do wyznaczania wysokości kapitału regulacyjnego koniecznego do pokrycia ponoszonego ryzyka rynkowego. Kryzys finansowy w 2008 roku pokazał nieadekwatność modeli wartości zagrożonej, które to w znaczny sposób niedoszacowały wtedy ponoszonego przez banki ryzyka rynkowego. Niosło to ze sobą skutki nie tylko dla wewnętrznych systemów zarządzania ryzykiem rynkowym w bankach, ale także dla instytucji nadzorczych i stabilności finansowej. Standardy nadzorcze wprowadziły bowiem w roku 1996 koncepcję *Value at Risk* jako narzędzie wyznaczania kapitału na pokrycie ryzyka rynkowego na podstawie modelu wewnętrznego<sup>1</sup>, po spełnieniu przez bank szeregu wymagań ilościowych i jakościowych odnośnie do procesu zarządzania ryzykiem rynkowym, i podtrzymały jego zastosowanie w ramach Filara I Nowej Umowy Kapitałowej (NUK)<sup>2</sup>, pomimo szerokiej krytyki tego modelu. Straty w portfelach handlowych banków podczas kryzysu finansowego były jednak znacznie wyższe od minimalnych wymogów kapitałowych, obliczonych zgodnie z zasadami określonymi przez instytucje nadzorcze dla modeli wewnętrznych ryzyka rynkowego. Z perspektywy nadzorczej,

---

<sup>1</sup> Basel Committee on Banking Supervision, *Amendment to the capital accord to incorporate market risks*, Basel, January 1996.

<sup>2</sup> Basel Committee on Banking Supervision, *Basel II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework – Comprehensive Version*, Basel, June 2006.

powszechne zastosowanie modeli wartości zagrożonej w wyznaczaniu wymogów kapitałowych, w połączeniu ze znacznym niedoszacowaniem przez nie ryzyka w roku 2008, było więc jednym z czynników istotnie zwiększających ryzyko systemowe. W znacznej części wynikało to z procykliczności obowiązujących minimalnych wymogów kapitałowych<sup>3</sup>.

Odpowiedzią instytucji nadzorczych na procykliczność dotychczasowego minimalnego wymogu kapitałowego na pokrycie ryzyka rynkowego było wprowadzenie nowego minimalnego wymogu kapitałowego opartego na modelu wartości zagrożonej w warunkach skrajnych (*Stressed Value at Risk, SVaR*)<sup>4</sup>. Rozwiązanie to z jednej strony faktycznie zwiększa stabilność sektora bankowego poprzez zwiększenie minimalnych wymogów kapitałowych dla ryzyka rynkowego, z drugiej strony jednak należy zwrócić uwagę, iż cały czas podtrzymuje niektóre z problemów związanych z zastosowaniem wartości zagrożonej.

Celem niniejszej pracy jest przeanalizowanie alternatywnego modelu wartości zagrożonej (*Bubble VaR, BuVaR*), porównanie go z tradycyjnym modelem wartości zagrożonej (symulacja historyczna) oraz analiza konsekwencji wdrożenia takiego modelu dla wymogów kapitałowych, na przykładzie polskiego rynku akcji. Do badania użyto szeregu danych historycznych wystarczająco długiego, by ująć w analizie kilka znaczących okresów napięć rynkowych. O ile metoda wartości zagrożonej (*Value at Risk*) jest dość szeroko opisana w literaturze przedmiotu, o tyle tematyka wartości zagrożonej z użyciem *Bubble VaR* nie była do tej pory jeszcze obszarem badań w polskojęzycznej literaturze przedmiotu.

Praca niniejsza składa się z czterech części. W części drugiej omówiono zarys modelu *BuVaR* oraz wskazano różnice pomiędzy modelem wartości zagrożonej *BuVaR* a tradycyjnymi modelami wartości zagrożonej. W części trzeciej przedstawiono wyniki badań wdrożenia modelu wartości zagrożonej w warunkach skrajnych na przykładzie polskiego rynku akcji w latach 1996–2012 oraz zwrócono uwagę na wpływ, jaki wprowadzenie tej miary mogłoby mieć na wymogi kapitałowe z tytułu ryzyka rynkowego dla sektora bankowego, w porównaniu z tradycyjnym modelem wartości zagrożonej. W części czwartej przedstawiono podsumowanie wyników badań.

---

<sup>3</sup> P. Youngman, *Procyclicality and Value at Risk*, Bank of Canada, Financial System Review, June 2009.

<sup>4</sup> Basel Committee on Banking Supervision, *Revisions to the Basel II market risk framework*, Basel, July 2009.



## 2. Zarys modelu *BuVaR*

*Value at Risk* opisuje poziom strat, jaki może zostać osiągnięty na danym portfelu w określonym czasie i z zadanyim poziomem ufności, bazując zwykle na założeniu, iż stopy zwrotu z portfela podlegają takiemu samemu rozkładowi prawdopodobieństwa i są od siebie niezależne. Mając dany poziom ufności  $\alpha \in (0, 1)$ , wartość *VaR* dla danego portfela na poziomie ufności  $\alpha$  jest dana wartością  $l$  taką, że prawdopodobieństwo straty  $L$  przekraczającej  $l$  jest nie większe niż  $(1 - \alpha)^5$ :

$$VaR_{\alpha} = \inf\{l \in \mathbb{R} : P(L > l) \leq 1 - \alpha\} \quad (1)$$

Zgodnie z wymogami regulacyjnymi NUK, poziom ufności  $\alpha = 99\%$ .

Praktyczne ograniczenia wartości zagrożonej zostały szeroko omówione w literaturze przedmiotu, np. w pracy J. Danielssona<sup>6</sup> i in. oraz w raporcie brytyjskiego FSA, tzw. raporcie Turnera<sup>7</sup>, zawierającym wnioski z kryzysu. Najistotniejsze problemy obejmują niedoszacowanie ryzyka występującego w sytuacjach skrajnych, zbyt późne odzwierciedlenie sytuacji kryzysowych oraz procykliczność. W wyniku tych ograniczeń, w czasie kryzysu w przypadku większości banków inwestycyjnych dzienne straty przekraczały też poziom wartości zagrożonej znacznie częściej, niż wynikałoby to z założeń modeli *VaR*, co podsumowano w pracy C. Lazaregue-Bazard<sup>8</sup>.

Badania empiryczne różnych finansowych szeregów czasowych (np. R. Tsay<sup>9</sup>), wykazały, że zmienność rynkowa jest zwykle niska w okresach euforii, zaś wysoka – w okresie kryzysu i wskazuje na występowanie w szeregach stóp zwrotu efektu skupiania zmienności (ang. *volatility clustering*), powodującego niestałość wariancji stóp zwrotu w czasie (występowanie tego efektu w badanym szeregu pokazano na rysunku 1), co jest sprzeczne z przedstawionymi powyżej założeniami modeli *VaR*. To zaś powoduje w praktyce, iż wymogi kapitałowe oparte na wartości zagrożonej sprzyjają podejmowaniu nadmiernego ryzyka w okresach hossy oraz są nadmiernie restrykcyjne w okresach recesji, co zaś z systemowego punktu widzenia jest

<sup>5</sup> P. Jorion, *Value at Risk: The New Benchmark for Managing Financial Risk*, 3 edition, McGraw-Hill Professional, New York 2006.

<sup>6</sup> J. Danielsson, P. Embrechts, C. Goodhart, C. Keating i in., *An academic response to Basel II*, Special Paper 130, ESRC Research Centre, Swindon, Wiltshire 2001.

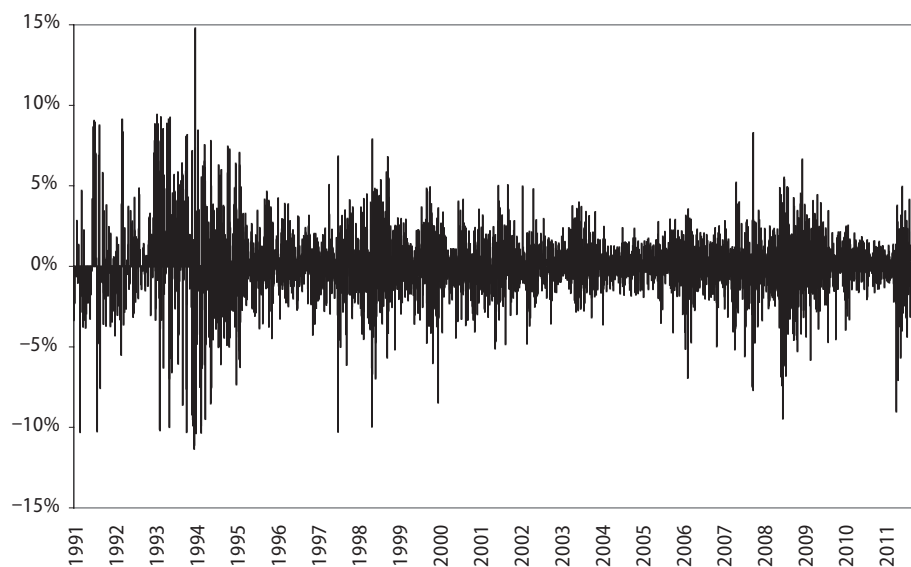
<sup>7</sup> Financial Services Authority, *The Turner Review: A Regulatory Response to the Global Banking Crisis*, London 2009.

<sup>8</sup> C. Lazaregue-Bazard, *Exceptions to the rule*, Risk Magazine, January 2010.

<sup>9</sup> R. Tsay, *Analysis of Financial Time Series*, Wiley & Sons, Chicago 2002.

działaniem wybitnie procyklicznym. Dodatkowo, fakt używania do wyznaczania wartości zagrożonej szeregu danych wejściowych o stałej długości powoduje zbyt późne odzwierciedlenie zmian sytuacji rynkowej w poziomie  $VaR$ . Sytuacja kryzysowa znajduje swoje odzwierciedlenie w wartości  $VaR$  w pełnym stopniu dopiero wtedy, gdy  $\alpha\%$  obserwacji w szeregu używanym do wyznaczania  $VaR$  pochodzi już z tego kryzysu. Zanim to nastąpi, wartość  $VaR$  jest systematycznie zbyt niska i pojawiają się następujące po sobie z dużą częstotliwością przekroczenia backtestingu.

**Rysunek 1. Dienne stopy zwrotu indeksu WIG w okresie 1991–2012**



Źródło: opracowanie własne.

W swojej pracy M. Wong<sup>10</sup> zaproponował porzucenie założenia, iż stopy zwrotu z portfela podlegają takiemu samemu rozkładowi prawdopodobieństwa i są od siebie niezależne oraz jednocześnie zaproponował wprowadzenie do modelu wartości zagrożonej elementu odzwierciedlającego cykliczność rynku finansowego. Punktem wyjścia do tej propozycji jest obserwacja, iż gwałtowne zmiany na rynku są odwrotne do aktualnego trendu. W skrajnych przypadkach, na szczycie bańki spekulacyjnej długie pozycje są bardziej narażone na ryzyko gwałtownej zmiany, zaś na dnie bessy przeciwnie – ryzyko gwałtownych zmian dotyczy pozycji krótkich.

<sup>10</sup> M. Wong, *Market BuVaR: A countercyclical risk metric*, „Journal of Risk Management in Financial Institutions”, Vol. 4, 2011.

Stosowane dotychczas modele wartości zagrożonej nie są w stanie odzwierciedlić tej dość intuicyjnej obserwacji, ponieważ informacja o danej fazie cyklu rynkowego nie jest informacją wejściową, co zaś prowadzi do systematycznego niedoszacowywania przez nie ryzyka w okresach zmiany reżimu zmienności na rynku. Zgodnie z pracą R. Rebonato<sup>11</sup> brak powtarzalności warunków skrajnych na rynkach finansowych poddaje w wątpliwość zastosowanie metod statystycznych do precyzyjnego pomiaru prawdopodobieństwa wystąpienia ekstremalnych zdarzeń rynkowych. W konsekwencji, model proponowany przez M. Wonga ma na jedynie na celu usunięcie najistotniejszych wad w obecnie stosowanych modelach wartości zagrożonej, nie jest zaś jego celem precyzyjna estymacja prawdopodobieństwa wystąpienia ekstremalnych zdarzeń rynkowych.

Wong proponuje model, który ma być z założenia antycykliczny oraz konserwatywny z punktu widzenia kapitału utrzymywanego na pokrycie strat ekstremalnych. Jest to osiągnięte przez wprowadzenie dodatkowego kapitału na pokrycie baniek spekulacyjnych (ang. *market bubble*) występujących w cyklu  $S_t$ . Aby to osiągnąć, stopy zwrotu  $R_t$  przeciwne do kierunku tworzenia się bańki spekulacyjnej podlegają transformacji z użyciem mnożnika  $\Delta_t$ , odzwierciedlającego tworzenie się bańki spekulacyjnej. Jeśli bańka spekulacyjna tworzy się powyżej trendu długoterminowego ( $B_t > 0$ ), to zwiększana jest ujemna strona stóp zwrotu, jeśli zaś bańka spekulacyjna tworzy się poniżej trendu ( $B_t < 0$ ), to zwiększana jest strona pozytywna stóp zwrotu. W dniu  $t$  stopa zwrotu  $R_n = \ln(X_n/X_{n-1})$  podlega transformacji<sup>12</sup>:

$$R_n \rightarrow \begin{cases} \Delta_t R_n & \text{jeśli } \text{znak}(R_n) \neq \text{znak}(B_t) \\ R_n & \text{jeśli } \text{znak}(R_n) = \text{znak}(R_t) \end{cases} \quad (2)$$

gdzie:

$\Delta_t$  – mnożnik (nie jest to waga prawdopodobieństwa),

$B_t$  – zmienna wskazująca na występowanie bańki spekulacyjnej,

$n$  – numer scenariusza *VaR* symulacji historycznej,

$X_t$  – cena badanego instrumentu w dniu  $t$ .

Proponowany przez Wonga algorytm wyznaczania *BuVaR* obejmuje poniższe kroki.

1. Wyznaczenie wektora dziennych stóp zwrotu  $R_n$  na poprzednich  $n$  dni.
2. Eliminacja skrajnych  $\beta\%$  największych i najmniejszych stóp zwrotu z wektora  $R_n$ .  
Badania przeprowadzone przez Wonga sugerują  $\beta = 8\%$  jako optymalny parametr.

<sup>11</sup> R. Rebonato, *Plight of the Fortune Tellers: Why We Need to Manage Financial Risk Differently*, Princeton University Press, Princeton 2007.

<sup>12</sup> M. Wong, *Market BuVaR...*, op.cit.

3. Stworzenie wektora wag takiego, że  $D_n = \exp(R_n)$  dla każdego  $n$ .
4. Dla każdego z  $n$  dni stworzenie alternatywnego wektora  $\{P_n\}$ , przeprowadzając iteracyjnie transformację taką, że:

$$P_n = X_n,$$

$P_{n-1} = P_n/D_n$ . Poziom równowagi  $\mu_n$  dla każdego dnia  $n$  jest definiowany jako średnia krocząca  $m$  obserwacji, gdzie  $m$  jest dane wzorem<sup>13</sup>:

$$m = \text{Int} \left[ \min \left\{ \frac{\sigma(X_n, \dots, X_{x-500})}{\sigma(X_n, \dots, X_{x-1000})} \right\} * 1000, 1000 \right] \quad (3)$$

gdzie:

$\sigma$  – odchylenie standardowe,

$X_n$  – cena badanego instrumentu w dniu  $n$ .

5. Zmienna wskazująca na występowanie bańki spekulacyjnej  $B_n$  jest określona jako odchylenie ceny od poziomu równowagi<sup>14</sup>:

$$B_n = \frac{X_n}{\mu_n} - 1 \quad (4)$$

gdzie:

$\mu_n$  – poziom równowagi dla dnia  $n$ ,

$X_n$  – cena badanego instrumentu w dniu  $n$ .

6. Mnożnik  $\Delta_t$ , odzwierciedlający tworzenie się bańki spekulacyjnej, jest określony jako<sup>15</sup>:

$$\Delta_t = \min \left( \frac{\psi}{2\sigma_t}, \exp \left\{ \left( \frac{|B_t|}{B_{\max}} \right)^{\omega_2} \left( \frac{\psi}{2\sigma_t} \right) \right\} \right) \quad (5)$$

gdzie:

$\psi$  – średnia pięciu największych zysków i strat w historii danego parametru cenowego (w ujęciu bezwzględnym),

$B_{\max}$  – największa wartość bezwzględna  $B_n$

$\omega_2$  – parametr modelu odpowiadający za stopień jego konserwatywności (Wong proponuje na podstawie swoich badań użycie  $\omega_2 = 1/2$ ),

$\sigma_t$  – odchylenie standardowe stóp zwrotu.

<sup>13</sup> Ibidem.

<sup>14</sup> Ibidem.

<sup>15</sup> Ibidem.

7. Dla bazującego na symulacji historycznej *BuVaR* każdy ze scenariuszy symulacji określony jest wzorem:

$$X'_i = X_t \exp(R_n \Delta_t) \quad (6)$$

8. *BuVaR* określony jest jako<sup>16</sup>:

$$BuVaR_q = E(\gamma | \gamma < \mu) \quad \text{gdzie} \quad \Pr(\gamma < \mu) = 1 - q \quad (7)$$

gdzie:

$q$  – zadany poziom ufności.

### 3. Model *BuVaR* na przykładzie polskiego rynku akcji

W celu przeanalizowania alternatywnego modelu wartości zagrożonej *Bubble VaR* i porównania go z tradycyjnym modelem wartości zagrożonej (na przykładzie symulacji historycznej) posłużono się szeregiem danych historycznych dotyczących polskiego rynku akcji w latach 1991–2012 (ponad 4700 dziennych stóp zwrotu). Jako najbardziej efektywne przybliżenie zachowania się całego polskiego rynku akcji przyjęto indeks WIG. Przyjęty do badania czas jest wystarczająco długi, aby objąć kilka okresów hossy oraz bessy na polskim rynku akcji, a tym samym pozwala na zbadanie funkcjonowania modelu *BuVaR* w różnych reżimach zmienności rynku. Poziom równowagi wg modelu *BuVaR*, na podstawie badanego szeregu danych historycznych, określony zgodnie ze wzorem (3), został zilustrowany na rysunku 2, zaś poziom zmiennej wskazującej na występowanie bańki spekulacyjnej (określonej jako odchylenie ceny od poziomu równowagi) został zilustrowany na rysunku 3. Największy poziom zmienna ta osiąga w trakcie hossy w latach 2006–2008.

Analiza wyników modelu *BuVaR* na badanym szeregu danych historycznych została skoncentrowana na dwóch aspektach: prawidłowości prognoz modelu *BuVaR* w porównaniu z tradycyjnym modelem *VaR* (symulacja historyczna) oraz wysokości kapitału regulacyjnego na pokrycie ryzyka rynkowego pochodzącego z obu modeli.

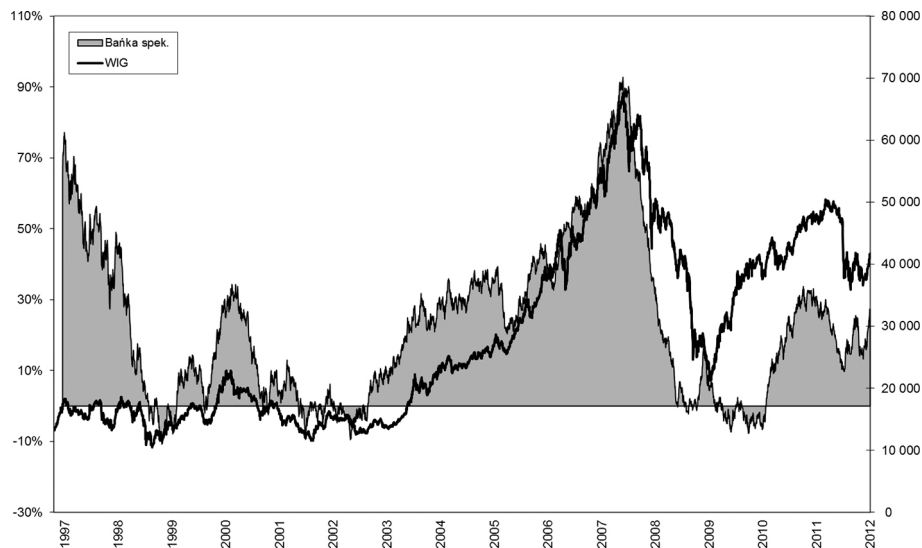
<sup>16</sup> Ibidem.

Rysunek 2. Indeks WIG i poziom równowagi wg modelu BuVaR



Źródło: opracowanie własne.

Rysunek 3. Indeks WIG i bańki spekulacyjnej według modelu BuVaR



Źródło: opracowanie własne.

Ramy opracowane przez Bazylejski Komitet Nadzoru Bankowego określiły sposób włączenia analizy historycznej (ang. *backtesting*) do podejścia statystycznego wykorzystującego modele wewnętrzne do wyznaczania wymogów kapitałowych z tytułu ryzyka rynkowego. Porównując miary ryzyka z wynikami handlowymi, bank analizuje liczbę przypadków, kiedy miary ryzyka były większe niż wynik handlowy (tzw. przekroczenia *backtestingu*), porównując następnie odsetek rzeczywiście pokrytych wyników z założonym poziomem pokrycia. Banki używające modelu wewnętrznego do wyznaczenia poziomu kapitału regulacyjnego na pokrycie ryzyka rynkowego  $c$  czynią to zgodnie z następującą formułą (w niniejszym opracowaniu pominięto problem wpływu *BuVaR* na wymogi kapitałowe z tytułu wartości zagrożonej w warunkach skrajnych, stanowiący oddzielny problem badawczy)<sup>17</sup>:

$$c = \max \left( VaR_{t-1}, (K + k) \frac{1}{60} \sum_{i=1}^{60} VaR_{t-i} \right) \quad (8)$$

gdzie  $K$  jest mnożnikiem ustalonym przez nadzory bankowe na 3,  $k$  w zależności od jakości prognoz modelu (*backtesting*) przyjmuje wartości z przedziału  $[0, 1]$ , zgodnie z tabelą 1, zaś  $VaR$  obliczony jest z horyzontem utrzymywania pozycji 10 dni. W praktyce zaś najczęściej wyznaczenie  $VaR$  na potrzeby wyznaczenia wymogu kapitałowego odbywa się z horyzontem utrzymywania pozycji 1 dzień, skalowanym następnie do 10-dniowego okresu utrzymywania pozycji, na potrzeby wyznaczenia kapitału regulacyjnego, pomimo znanych ograniczeń tej metody, wskazanych m.in. przez P. Joriona<sup>18</sup>.

Na podstawie badanego szeregu danych historycznych wyznaczono dla każdego z dni roboczych wartości *BuVaR* oraz  $VaR$  (symulacja historyczna) i porównano następnie te miary ryzyka z hipotetycznymi wynikami handlowymi, które bank osiągnąłby, utrzymując niezmienną pozycję przez następny dzień roboczy (tzw. *backtesting* hipotetyczny), oddzielnie dla długiej i krótkiej pozycji w akcjach. Następnie dla każdej analizowanej wartości zagrożonej, posługując się przesuwającym się okresem obserwacji o długości 250 dni roboczych, wyznaczono liczbę przypadków, kiedy miary ryzyka były większe niż wynik handlowy (tzw. przekroczenia *backtestingu*), porównując następnie odsetek rzeczywiście pokrytych wyników z założonym poziomem pokrycia  $\alpha = 99\%$ . Reprezentacja graficzna wyników

<sup>17</sup> Basel Committee on Banking Supervision, *Supervisory framework for the use of 'backtesting' in conjunction with the internal models approach to market risk capital requirements*, Basel, January 1996

<sup>18</sup> P. Jorion, op.cit.

backtestingu modeli *BuVaR* oraz *VaR* (symulacja historyczna) zarówno dla długiej, jak i dla krótkiej pozycji w akcjach została zilustrowana na rysunku 4, zaś podsumowanie analityczne wyników badań znajduje się w tabeli 2.

**Tabela 1. Wysokość wskaźnika regulacyjnego  $k$  w zależności od liczby przekroczeń backtestingu**

Strefa	Liczba przekroczeń backtestingu	Zwiększenie wskaźnika regulacyjnego $k$	Prawdopodobieństwo, iż model jest dokładny
Zielona	0	0,00	100,0%
	1	0,00	91,9%
	2	0,00	71,4%
	3	0,00	45,7%
	4	0,00	24,2%
Żółta	5	0,40	10,8%
	6	0,50	4,1%
	7	0,65	1,4%
	8	0,75	0,4%
	9	0,85	0,1%
Czerwona	10 i więcej	1,00	0,0%

Źródło: Basel Committee on Banking Supervision, *Supervisory framework for the use of 'backtesting' in conjunction with the internal models approach to market risk capital requirements*, Basel, January 1996.

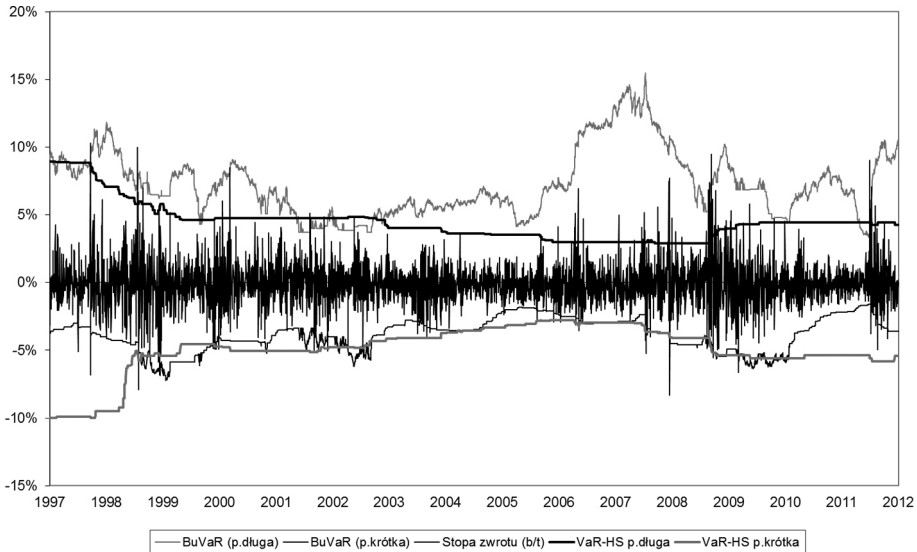
**Tabela 2. Podsumowanie wyników backtestingu modeli**

Podsumowanie wyników backtestingu modeli	<i>BuVaR</i> (pozycja długa)	<i>BuVaR</i> (pozycja krótka)	<i>VaR-HS</i> (pozycja długa)	<i>VaR-HS</i> (pozycja krótka)
% czasu, gdy model znajdował się w strefie „zielonej” ( $n \leq 4$ )	100,00%	73,91%	69,72%	91,03%
% czasu, gdy model znajdował się w strefie „żółtej” ( $4 < n < 10$ )	0,00%	26,09%	16,41%	8,97%
% czasu, gdy model znajdował się w strefie „czerwonej” ( $n \geq 10$ )	0,00%	0,00%	13,87%	0,00%
% czasu, dla którego wynik backtestingu przekraczał <i>VaR</i>	0,34%	1,22%	1,82%	0,66%
Prawdopodobieństwo odrzucenia poprawnego modelu (błąd I rodzaju)	100,00%	10,74%	0,00%	98,81%
Łączna liczba przekroczeń backtestingu w badanym okresie	12	43	64	23
Liczba przekroczeń backtestingu w ciągu najgorszych 250 dni	4	8	23	5

Źródło: opracowanie własne.



**Rysunek 4. Reprezentacja graficzna wyników backtestingu modeli *BuVaR* oraz *VaR* (symulacja historyczna)**



Źródło: opracowanie własne.

Z graficznej ilustracji widać, iż wyniki obu metod dla pozycji krótkiej są do siebie zbliżone, średnia liczba przekroczeń backtestingu dla obu modeli (średnio 3 i 2 przekroczenia w ciągu 250 dni roboczych, odpowiednio dla *BuVaR* i *VaR-HS*) plasuje je w regulacyjnej strefie „zielonej”. Również maksymalna liczba przekroczeń backtestingu dla obu modeli (odpowiednio 8 i 5 przekroczeń w ciągu 250 dni roboczych, odpowiednio dla *BuVaR* i *VaR-HS*) nie daje podstaw do ich odrzucenia, plasując je jedynie czasowo w regulacyjnej strefie „żółtej”. Jednak łączna liczba przekroczeń backtestingu modelu *BuVaR* analizowanego dla pozycji krótkiej (w sumie 43 w badanym okresie) daje podstawy do kwestionowania poprawności modelu. Z rozkładu dwumianowego, prawdopodobieństwo odrzucenia poprawnego modelu, który generuje taką liczbę przekroczeń, wynosi zaledwie 10,74%. Tradycyjny model wartości zagrożonej sprawdza się w tym przypadku znacznie lepiej niż analizowany *BuVaR* – łączna liczba przekroczeń backtestingu modelu *VaR-HS* analizowanego dla pozycji krótkiej, wyniosła zaledwie 23, tak więc z rozkładu dwumianowego prawdopodobieństwo odrzucenia poprawnego modelu, który generuje taką liczbę przekroczeń, wynosi aż 99,81%.

Model *BuVaR* miał być z założenia antycykliczny – analiza działania modelu *BuVaR* dla pozycji długiej pokazuje prawidłowość funkcjonowania tego modelu

w takim przypadku. Liczba przekroczeń backtestingu w ciągu najgorszych 250 dni roboczych wynosi zaledwie 4, plasując ten model w regulacyjnej strefie „zielonej”, w której to znajdował się przez 100% badanego okresu. Z rozkładu dwumianowego, prawdopodobieństwo odrzucenia poprawnego modelu, który generuje taką liczbę przekroczeń, wynosi 0%. Porównanie odsetka rzeczywiście pokrytych wyników *BuVaR* (99,66%) z założonym poziomem pokrycia ( $\alpha = 99\%$ ) daje jednak podstawy sądzić, iż model jest w tym przypadku nadmiernie konserwatywny i przeszacowuje wartość zagrożoną. Podkreślić jednak należy, iż standardowy model wartości zagrożonej w tym samym okresie zupełnie nie spełnił swojego zadania – maksymalna liczba przekroczeń backtestingu wynosi 23 w ciągu najgorszych 250 dni roboczych. Przez cały okres największej zmienności rynkowej (od września 2008 do listopada 2009) model ten pozostaje w regulacyjnej strefie „czerwonej” (w każdym z dni tego okresu mając ponad 10 przekroczeń backtestingu w ciągu ostatnich 250 dni roboczych), co wskazuje według wymagań nadzorczych na poważne problemy z tym modelem, poddające w wątpliwość co do zasady jego dalsze stosowanie do wyznaczania minimalnych wymogów kapitałowych metodami statystycznymi. Z rozkładu dwumianowego, prawdopodobieństwo odrzucenia poprawnego modelu, który generuje taką liczbę przekroczeń, wynosi 0%. Porównanie to pokazuje, że w badanym przykładzie, w sytuacji wystąpienia potencjalnej bańki spekulacyjnej, model *BuVaR* spełnił swoje zadanie.

Kolejnym aspektem analizy było porównanie wymogów kapitałowych pochodzących z obu modeli, z perspektywy obecnych regulacji nadzorczych. Celem tej analizy było określenie, czy niższa liczba przekroczeń backtestingu przez model *BuVaR* może stanowić dla instytucji zainteresowanych jego stosowaniem potencjalny czynnik motywacyjny, zmniejszając regulacyjny mnożnik  $k$  (wzór 8). Należy bowiem pamiętać, iż wymóg kapitałowy dla ryzyka rynkowego przy użyciu metod statystycznych stanowi wypadkową poziomu *VaR* pochodzącej z modelu i stosowanego mnożnika, wynikającego z poprawności oszacowań ryzyka przez ten model. W skrajnych przypadkach używanie zbyt konserwatywnych modeli oceny ryzyka może bowiem być dla banków nieopłacalne, jako że potencjalny efekt zmniejszenia się wymogów kapitałowych dzięki niższemu mnożnikowi regulacyjnemu  $k$  może być więcej niż kompensowany przez wyższy wymóg kapitałowy spowodowany zbyt konserwatywnym modelem wartości zagrożonej samym w sobie.

W tabeli 3 podsumowano wyniki analizy wymogów kapitałowych pochodzących z analizowanych modeli *BuVaR* oraz *VaR-HS* (jako procent wartości nominalnej otwartej pozycji), zaś na rysunkach 5 i 6 zobrazowano zachowanie się tych wymogów kapitałowych dzień po dniu w badanym okresie, odpowiednio dla długiej i krótkiej pozycji w akcjach. O ile dla pozycji krótkiej daje się zauważyć jedynie niewielkie

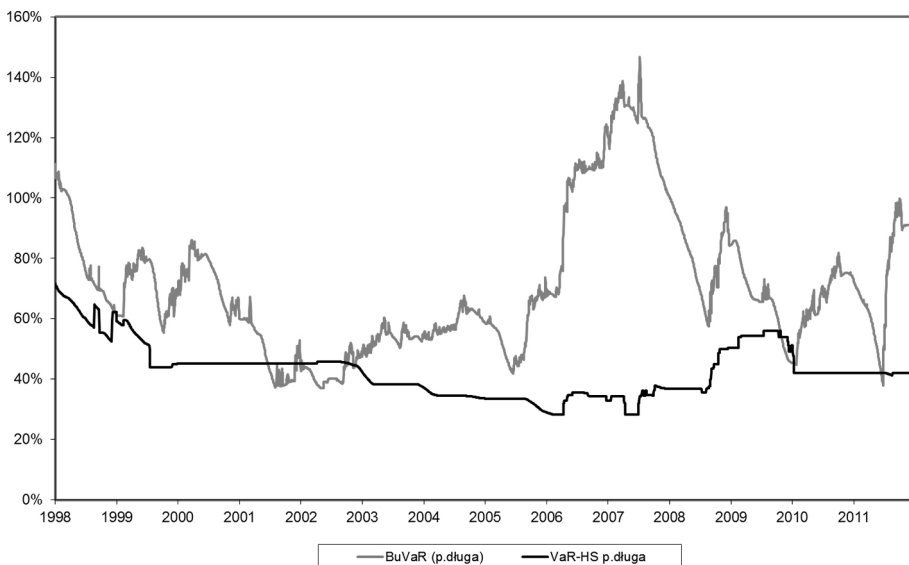
różnice w wysokości wymogów kapitałowych, przy czym model *BuVaR* generuje minimalnie mniejsze wymogi kapitałowe w porównaniu z *VaR-HS*, o tyle w przypadku pozycji dłuższej różnica jest istotna. Model *BuVaR* generuje średnio w badanym okresie poziom wymogów kapitałowych 1,6 raza wyższy niż model *VaR-HS*. Stawia to pod znakiem zapytania efektywność użycia tego modelu z punktu widzenia gospodarowania kapitałem w banku. W tym kontekście ewentualne użycie modelu *BuVaR* jako podstawy wyznaczania wymogów kapitałowych dla ryzyka rynkowego z użyciem metod statystycznych powinno być poprzedzone dalszymi badaniami.

**Tabela 3. Podsumowanie wymogów kapitałowych pochodzących z analizowanych modeli**

Wymogi kapitałowe	<i>BuVaR</i> (pozycja długa)	<i>BuVaR</i> (pozycja krótka)	<i>VaR-HS</i> (pozycja długa)	<i>VaR-HS</i> (pozycja krótka)
min	37%	16%	28%	26%
max	147%	74%	72%	91%
średnia	71%	39%	43%	44%

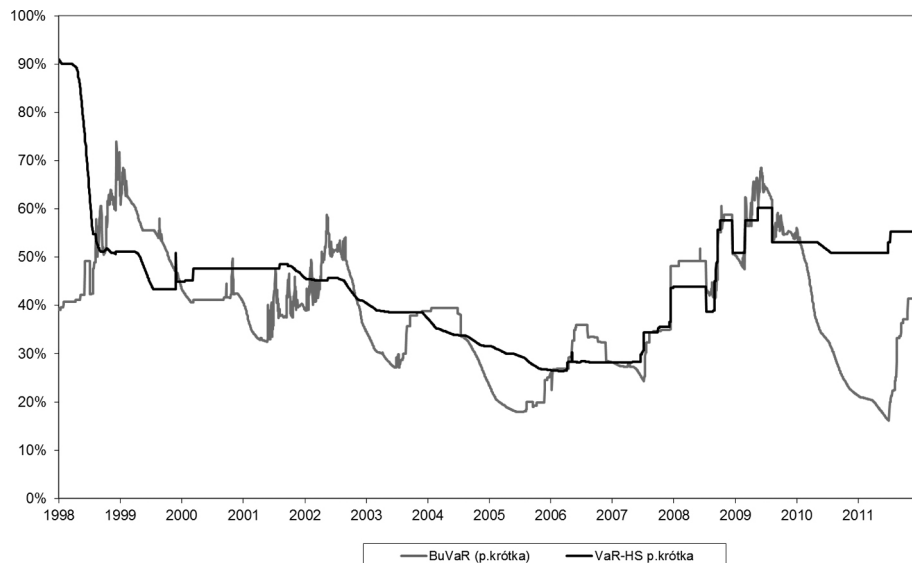
Źródło: opracowanie własne.

**Rysunek 5. Wymóg kapitałowy dla pokrycia dłuższej pozycji w akcjach według modeli *BuVaR* oraz *VaR* (symulacja historyczna)**



Źródło: opracowanie własne.

Rysunek 6. Wymóg kapitałowy dla pokrycia krótkiej pozycji w akcjach według modeli BuVaR oraz VaR (symulacja historyczna)



Źródło: opracowanie własne.

## 4. Podsumowanie

Kryzys finansowy pokazał nieadekwatność modeli wartości zagrożonej, które to w znaczny sposób niedoszacowały ponoszonego przez banki ryzyka rynkowego. Straty w portfelach handlowych banków podczas kryzysu finansowego były znacznie wyższe od minimalnych wymogów kapitałowych, obliczonych zgodnie z zasadami określonymi przez instytucje nadzorcze dla modeli wewnętrznych ryzyka rynkowego. Najistotniejsze problemy obejmowały niedoszacowanie ryzyka występującego w sytuacjach skrajnych, zbyt późne odzwierciedlenie sytuacji kryzysowych oraz procykliczność. Zmiany w regulacjach nadzorczych w ramach Bazylei 2.5 doprowadziły do zwiększenia wymogów kapitałowych na ryzyko rynkowe, nie rozwiązały jednak słabości samych modeli wartości zagrożonej. W ostatnim czasie w literaturze przedmiotu pojawiły się jednak alternatywy dla standardowych modeli wartości zagrożonej. Celem niniejszego artykułu było przeanalizowanie alternatywnego modelu wartości zagrożonej *Bubble VaR* i porównanie go z tradycyjnym modelem wartości zagrożonej, na przykładzie danych historycznych dotyczących polskiego rynku akcji. Analiza ta została skoncentrowana na dwóch aspektach: prawidłowości

prognoz modelu *Bubble VaR* w porównaniu z wybranym tradycyjnym modelem wartości zagrożonej oraz wysokości kapitału regulacyjnego na pokrycie ryzyka rynkowego pochodzącego z obu modeli. Wyniki backtestingu badanych modeli w okresie kryzysu nie dały podstaw do odrzucenia modelu *Bubble VaR*, w przeciwieństwie do tradycyjnego modelu wartości zagrożonej, który to nie był w stanie spełnić minimalnych ilościowych wymogów nadzorczych. Porównanie odsetka rzeczywiście pokrytych wyników wartości zagrożonej przez *Bubble VaR* z założonym poziomem pokrycia daje jednak podstawy sądzić, iż model jest w badanym przypadku nadmiernie konserwatywny i przeszacowuje wartość zagrożoną. To z kolei stawia pod znakiem zapytania efektywność użycia tego modelu z punktu widzenia gospodarowania kapitałem w banku. W tym kontekście, ewentualne użycie modelu *Bubble VaR* jako podstawy wyznaczania wymogów kapitałowych dla ryzyka rynkowego z użyciem metod statystycznych powinno być poprzedzone kolejnymi badaniami, obejmującymi w szczególności dalszą weryfikację założeń odnośnie do założeń modelu oraz sposobu jego parametryzacji.

## Bibliografia

1. Basel Committee on Banking Supervision, *Amendment to the capital accord to incorporate market risks*, Basel, January 1996.
2. Basel Committee on Banking Supervision, *Basel II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework – Comprehensive Version*, Basel, June 2006.
3. Basel Committee on Banking Supervision, *Revisions to the Basel II market risk framework*, Basel, July 2009.
4. Danielsson J., Embrechts P., Goodhart C., Keating C. i in., *An academic response to Basel II*, Special Paper 130, ESRC Research Centre, Swindon, Wiltshire 2001.
5. Financial Services Authority, *The Turner Review: A Regulatory Response to the Global Banking Crisis*, London 2009.
6. Jorion P., *Value at Risk: The New Benchmark for Managing Financial Risk*, 3 edition, McGraw-Hill Professional, New York 2006.
7. Lazaregue-Bazard C., *Exceptions to the rule*, Risk Magazine, January 2010.
8. Rebonato R., *Plight of the Fortune Tellers: Why We Need to Manage Financial Risk Differently*, Princeton University Press, Princeton 2007.
9. Tsay R., *Analysis of Financial Time Series*, Wiley & Sons, Chicago 2002.

10. Wong M., *Bubble Value at Risk: Extremistan and Procyclicality*, Immanuel Consulting, Singapore 2011.
11. Wong M., *Credit BuVaR: Asymmetric spread VaR with default*, „Journal of Risk Management in Financial Institutions” 2011, Vol. 5,.
12. Wong M., *Market BuVaR: A countercyclical risk metric*, „Journal of Risk Management in Financial Institutions” 2011, Vol. 4.
13. Youngman P., *Procyclicality and Value at Risk*, Bank of Canada, Financial System Review, June 2009.

*Tomasz Hassa*

Kolegium Zarządzania i Finansów

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

# Stan i perspektywy rozwoju bankowości mobilnej dla klientów indywidualnych w Polsce

## 1. Wprowadzenie

Innowacyjne usługi bankowości mobilnej są jednym z czynników konkurencyjności instytucji bankowych, wpływających na ich pozycję na rynku<sup>1</sup>. Pierwsze rozwiązania bankowości mobilnej dla klientów indywidualnych zostały wprowadzone przez banki w Polsce w 2000 r. Jednak dopiero ostatnie 2–3 lata to intensywny rozwój tej usługi – tylko w 2012 r. pojawiło się ponad 20 nowych aplikacji bankowości mobilnej pozwalających zarządzać kontem bankowym z komórki<sup>2</sup>. Obecnie rozwiązania bankowości mobilnej oparte na „lekkiej” stronie internetowej<sup>3</sup> lub aplikacji mobilnej<sup>4</sup> dostępne są łącznie w 18 bankach<sup>5</sup>. Mimo popularności tej usługi w ofercie dla klientów indywidualnych, korzystanie z bankowości mobilnej w Polsce w 2012 r. deklarowało tylko 6% respondentów, a 36% respondentów było zainteresowanych jej używaniem<sup>6</sup>.

---

<sup>1</sup> M. Ziembą, *Innowacje w polskim sektorze bankowym – rozwój bankowości elektronicznej*, w: *Innowacyjność w systemach finansowych*, red. nauk. B. Mikołajczyk, Folia Oeconomica 266, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2012, s. 157.

<sup>2</sup> *Marketing mobilny w Polsce 2012/2013*, jestem.mobi, styczeń 2013 r.

<sup>3</sup> „Lekkie” strony internetowe – strona internetowa dostosowana do wyświetlania na urządzeniach mobilnych.

<sup>4</sup> Aplikacje mobilne – ogólna nazwa oprogramowania działającego na urządzeniach mobilnych, które pisane jest na różne platformy mobilne, np. Android, iOS, Symbian.

<sup>5</sup> MultiBank, mBank, PKO BP i Inteligo liczone są oddzielnie, stan na 6 lutego 2013 r.

<sup>6</sup> *Marketing mobilny...*, op.cit.

Celem niniejszego artykułu jest wskazanie aktualnego stanu bankowości mobilnej dla klientów indywidualnych w Polsce i determinant jej rozwoju. Temat podjęto ze względu na znaczenie bankowości mobilnej jako jednego z podstawowych obecnie kierunków rozwoju bankowości elektronicznej. Metoda badawcza obejmuje analizę źródeł wtórnych rozumianych jako publikacje książkowe, raporty i opracowania oraz strony internetowe poświęcone tematyce bankowości mobilnej. Autor opiera się również w artykule na własnej wiedzy dotyczącej bankowości mobilnej, pochodzącej z praktycznych doświadczeń zdobytych podczas pracy zawodowej.

## 2. Definicja bankowości mobilnej

Definicję bankowości mobilnej można odnaleźć w wielu źródłach teoretycznych. Poszczególne definicje różnią się od siebie i podkreślają inne cechy bankowości mobilnej. Najszersza definicja określa bankowość mobilną jako taką, która odnosi się do możliwości dokonywania operacji bankowych za pomocą telefonu komórkowego<sup>7</sup>. Kontakt z bankiem może się odbywać zarówno w ramach rozwiązań opartych na aplikacjach mobilnych, jak i poprzez strony WWW (przez przeglądarkę internetową urządzenia mobilnego)<sup>8</sup>. Kolejna definicja traktuje bankowość mobilną jako interaktywny dostęp do produktów bankowych<sup>9</sup>, który możliwy jest w dowolnym miejscu i czasie<sup>10</sup>. Bankowość mobilna definiowana jest także jako świadczenie usług bankowych i finansowych za pomocą urządzeń telekomunikacyjnych<sup>11</sup>. Część autorów do usług bankowości mobilnej zalicza także powiadomienia SMS-owe dotyczące np. zrealizowanych przez klienta transakcji<sup>12</sup> oraz wykorzystanie technologii IVR<sup>13</sup> do świadczenia usług bankowych<sup>14</sup>.

<sup>7</sup> Z. Dobosiewicz, *Bankowość*, PWE, Warszawa 2011, s. 271–272.

<sup>8</sup> *Prognoza rozwoju rynku bankowego do 2016r.*, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk, kwiecień 2012, s. 231.

<sup>9</sup> J. Grzywacz, *Podstawy bankowości*, Difin, Warszawa 2006, s. 83.

<sup>10</sup> P. Pluskota, *Współczesne kanały dystrybucji produktów bankowych*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2003, s. 65.

<sup>11</sup> R. Tiwari, S. Buse, *The Mobile Commerce Prospects: A Strategic Analysis of Opportunities in the Banking Sector*, Hamburg University Press, Hamburg 2007, s. 73–74.

<sup>12</sup> A.W. Pearson, *The Mobile Revolution*, Qualex Consulting Services, United States of America 2010, s. 33.

<sup>13</sup> IVR (ang. *Interactive Voice Response*) – nazwa systemu w telekomunikacji, umożliwiającego interaktywną obsługę osoby dzwoniącej. Osoba dzwoniąca po wysłuchaniu nagranych wcześniej komunikatów za pomocą aparatu z wybieraniem tonowym lub czasami za pomocą głosu wybiera poszczególne pozycje z menu.

<sup>14</sup> M. Solarz, *Wielokanałowość w bankowej obsłudze klienta*, w: *Bankowość*, red. M. Zaleskia, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2008, s. 262–263.



Podsumowując przytoczone definicje: bankowość mobilną należy rozumieć przede wszystkim jako platformę, która umożliwia dostęp do usług lub produktów bankowych za pośrednictwem urządzeń mobilnych – telefonów komórkowych, smartfonów i tabletów<sup>15</sup>. Należy zaznaczyć, że komunikacja na linii bank – klient realizowana jest za pośrednictwem Internetu mobilnego. Kolejną istotną cechą bankowości mobilnej jest interaktywność<sup>16</sup> oraz dostęp w dowolnym czasie i miejscu<sup>17</sup>. Bankowość mobilna może być realizowana za pośrednictwem różnych technologii – SMS, WAP, „lekkich” stron internetowych oraz aplikacji mobilnych. Należy wspomnieć, że istnieją różne sposoby realizacji aplikacji mobilnych – w szczególności mogą to być aplikacje instalowane w pamięci urządzenia mobilnego lub na karcie SIM (tzw. SIM Application Toolkit)<sup>18</sup>. Do bankowości mobilnej nie zalicza się dostępu do banku z wykorzystaniem technologii IVR – jest to bankowość telefoniczna. Na koniec należy wspomnieć, że w ramach bankowości mobilnej można wyróżnić dwa rodzaje dostępu do usług lub produktów bankowych: pasywny i aktywny. W dostępie pasywnym klient nie ma możliwości realizacji transakcji (np. informacje o rachunku, saldo, informacje o posiadanych kartach, historia transakcji). W ramach dostępu aktywnego klient może realizować transakcje, np. zlecać przelewy, zakładać lokaty czy spłacać karty kredytowe.

Istotny, w kontekście niniejszego opracowania, jest fakt, że część źródeł teoretycznych klasyfikuje płatności mobilne jako fragment bankowości mobilnej<sup>19</sup>. Motywowane jest to tezą, że płatności są usługą (produktem) bankowym, a zakres oferowanych usług może obejmować w szczególności narzędzia do realizowania transakcji bankowych<sup>20</sup>. Z kolei inne źródła rozróżniają bankowość mobilną i płatności mobilne, wskazując, że są to dwa różne obszary realizujące odmienne funkcje<sup>21</sup>. W tym kontekście bankowość mobilną należy rozumieć jako platformę, która umożliwia dostęp do usług lub produktów bankowych za pośrednictwem urządzeń mobilnych. Płatności mobilne z kolei definiowane są jako proces, w ramach którego

---

<sup>15</sup> G. Uytterhoeven, *Financial services through mobile devices*, „Efma journal”, nr 228, kwiecień–czerwiec 2011, s. 56.

<sup>16</sup> Interaktywność rozumiana jako zdolność do jednoczesnego odbierania informacji i reagowania na nią.

<sup>17</sup> Dostęp w dowolnym czasie i miejscu ograniczony jest jednak dostępnością usług telekomunikacyjnych umożliwiających komunikację na linii klient – bank.

<sup>18</sup> J. Grzywacz, *Bankowość elektroniczna w działalności przedsiębiorstwa*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2004, s. 30.

<sup>19</sup> A. Borcuch, *Bankowość elektroniczna w Polsce*, CeDeWu, Warszawa 2012, s. 113.

<sup>20</sup> [www.sepapolska.pl/platnosci\\_mobilne/](http://www.sepapolska.pl/platnosci_mobilne/) [dostęp: 21 maja 2012 r.].

<sup>21</sup> B. King, *Bank 2.0*, Marshall Cavendish Business, Singapore 2010, s. 202–227.

za pomocą urządzenia mobilnego możemy zapłacić za produkt lub usługę<sup>22</sup>. W niniejszym opracowaniu autor traktuje bankowość mobilną jako platformę umożliwiającą dostęp do usług lub produktów bankowych za pośrednictwem urządzeń mobilnych i tym sensie oddziela bankowość mobilną i płatności mobilne.

### 3. Historia bankowości mobilnej w Polsce

Początki bankowości mobilnej w Polsce związane były z dostępem do konta z wykorzystaniem krótkich wiadomości tekstowych SMS oraz technologii WAP. Pionierem bankowości mobilnej w Polsce jest Bank Zachodni WBK, który uruchomił serwis w standardzie WAP w 2000 r., umożliwiając aktywny dostęp do rachunku<sup>23</sup>. W tym samym roku również serwis aktywny w technologii SMS uruchomił mBank. Kolejnym kamieniem milowym w historii polskiej bankowości mobilnej było udostępnienie aplikacji mobilnej (SIM Application Toolkit) przez Raiffeisen Bank Polska w 2002 r. Raiffeisen jest pierwszym bankiem w Polsce, który udostępnił taką formę bankowości mobilnej. Z biegiem czasu coraz więcej banków uruchamiało usługi SMS oraz kanał WAP. W 2005 r. powiadomienia SMS uruchomił Bank Millennium. W 2006 r. mBank, MultiBank, Citi Handlowy oraz ING Bank Śląski wykorzystywały także SMS do przesyłania haseł jednorazowych w celu autoryzacji transakcji w kanale internetowym (np. przelewów). W międzyczasie nastąpił powolny odwrót od protokołu WAP, który generował zbyt wysokie koszty dla banków oraz nie zyskał nadmiernej sympatii wśród konsumentów ze względu na słabą funkcjonalność<sup>24</sup>. W 2010 r. już tylko trzy banki posiadały serwisy WAP – BZ WBK, BPH oraz Nordea Bank.

Swoiste ożywienie na rynku trwające do dziś nastąpiło wraz z uruchomieniem przez banki „lekkich” stron internetowych. Inteligo jako pierwsze w Polsce uruchomiło taki serwis w 2008 r.<sup>25</sup> Wkrótce potem serwisy transakcyjne w wersji „lekkiej” pojawiły się w kolejnych bankach. W latach 2010/2011 rozpoczął się także „boom” na bankowość mobilną w wersji aplikacyjnej. Do połowy 2010 r. tylko Raiffeisen Bank Polska posiadał bankowość mobilną w wersji aplikacyjnej, a w 2012 r. już 12<sup>26</sup> banków

---

<sup>22</sup> *Prognoza rozwoju...*, op.cit., s. 231.

<sup>23</sup> A. Jadcak, *Bankowość mobilna – najnowsze rozwiązania i przykłady techniczne*, referat zaprezentowany podczas konferencji „Rewolucja w finansach”, Warszawa, 8 czerwca 2011 r.

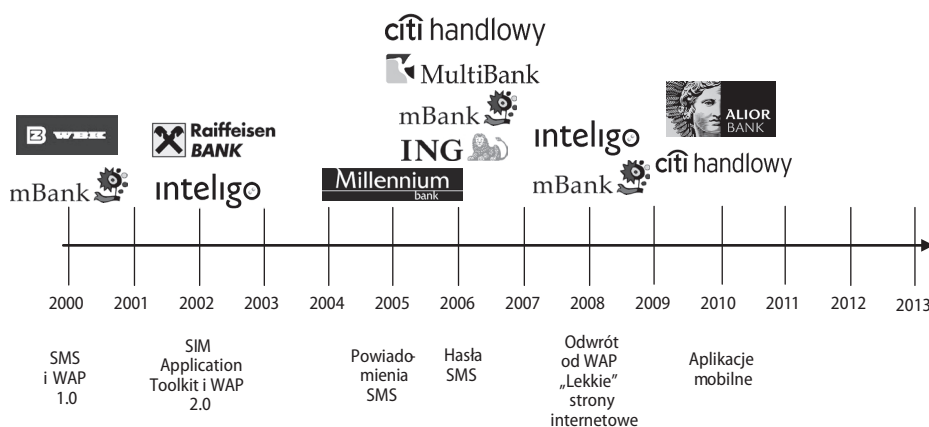
<sup>24</sup> <http://komorkomania.pl/2010/04/02/historia-mobilnej-bankowosci> [dostęp: 2 lutego 2013 r.].

<sup>25</sup> <http://prnews.pl/wojciech-boczon/pko-bp-i-mbank-wprowadzaja-mobilne-serwisy-transakcyjne-62035.html> [dostęp: 2 lutego 2013 r.].

<sup>26</sup> MultiBank i mBank liczone są oddzielnie.

zapewniało tego rodzaju usługę<sup>27</sup>. Obecnie serwis SMS (powiadomienia, autoryzacja lub zlecenie transakcji) jest rynkowym standardem. Bankowość mobilna WAP dostępna jest tylko w banku BPH. „Lekkie” serwisy internetowe posiada 14 banków oraz tyle samo banków posiada aplikacje mobilne – łącznie bankowość mobilna we wspomnianych formach dostępna jest w 18 bankach<sup>28</sup>. Należy zaznaczyć, że praktycznie wszystkie banki zapewniają przez wspomniane usługi aktywny dostęp do konta. Podsumowanie historii bankowości mobilnej w Polsce przedstawiono na rysunku 1.

Rysunek 1. Historia bankowości mobilnej w Polsce



Źródło: opracowanie własne na podstawie: A. Jadczyk, *Bankowość mobilna – najnowsze rozwiązania i przykłady techniczne*, referat zaprezentowany podczas konferencji „Rewolucja w finansach”, Warszawa, 8 czerwca 2011 r.

## 4. Determinanty rozwoju bankowości mobilnej w Polsce

Rozwój bankowości mobilnej determinowany jest przez wiele czynników, które z jednej strony mogą pozytywnie wpływać na jej upowszechnienie, a z drugiej – powstrzymać jej rozwój. Do determinant rozwoju bankowości mobilnej w Polsce można zaliczyć:

- wielkość rynku smartfonów oraz nasycenie telefonii komórkowej,
- popularność i koszty użytkowania Internetu mobilnego,
- zmiany zachowań konsumentów,

<sup>27</sup> <http://www.money.pl/gospodarka/ngospodarka/ebiznes/artukul/bankowosc;mobilna;w;polsce;-raport;money;pl,178,0,1082034.html> [dostęp: 2 lutego 2013 r.].

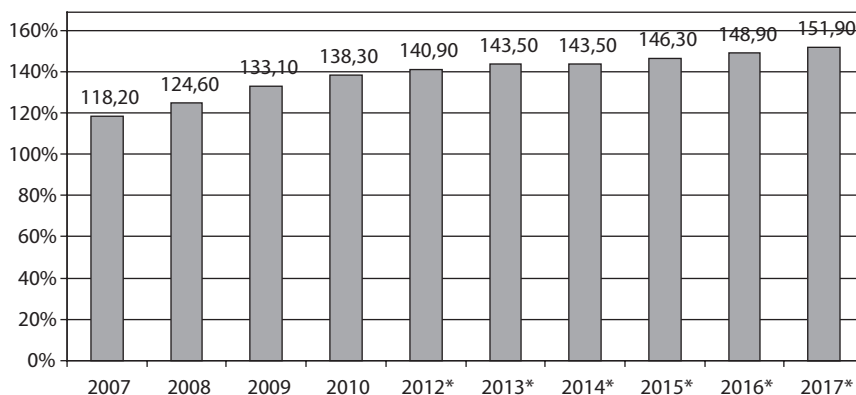
<sup>28</sup> MultiBank, mBank, PKO BP i Inteligo liczone są oddzielnie, stan na 6 lutego 2013 r.

- popularyzację bankowości mobilnej wśród banków i klientów,
- bezpieczeństwo bankowości mobilnej,
- korzyści z bankowości mobilnej dla klientów – wartość dodana,
- użyteczność rozwiązań bankowości mobilnej (interfejs użytkownika).

#### 4.1. Wielkość rynku smartfonów oraz nasycenie telefonii komórkowej

Zasadniczy wpływ na rozwój bankowości mobilnej mają zaawansowane urządzenia mobilne, takie jak smartfony<sup>29</sup> lub tablety. Spowodowane jest to wygodą (w stosunku do zwykłych telefonów komórkowych) korzystania z Internetu na tych urządzeniach oraz łatwością w samodzielnej instalacji na nich aplikacji mobilnych. Jak pokazują dane GfK Polonia (rysunek 2), rynek smartfonów rozwija się bardzo dynamicznie w Polsce. W 2007 r. udział smartfonów w sprzedaży wszystkich telefonów wyniósł 1%, podczas gdy na koniec 2012 r. udział ten szacowany był na około 41%<sup>30</sup>. Według prognoz w 2015 r. smartfony będą stanowiły 60% wszystkich telefonów komórkowych w Polsce<sup>31</sup>.

Rysunek 2. Penetracja telefonii komórkowej w latach 2009–2017



\* – szacunki

Źródło: opracowanie własne na podstawie: <http://www.telix.pl/arttykul/audytel--stan-i-perspektywy-rozwoju-polskiego-ryнку-telefonii-ruchomej-3,49168.html> [dostęp: 20 lutego 2013 r.].

<sup>29</sup> Aby telefon został uznany za smartfon (wg GfK Polonia) musi spełniać łącznie dwa warunki: posiadać otwarty system operacyjny (np. iOS, Android, Symbian, Windows Mobile) oraz ekran dotykowy lub / i klawiaturę QWERTY.

<sup>30</sup> *Analizy i szacunki GfK Polonia*, „Gazeta Prawna”, nr 4, 5 stycznia 2012 r.

<sup>31</sup> <http://prnews.pl/hydepark/bankowosc-mobilna-sterowana-gosem-juz-w-polsce-2647990.html>, [dostęp: 6 lutego 2013 r.].

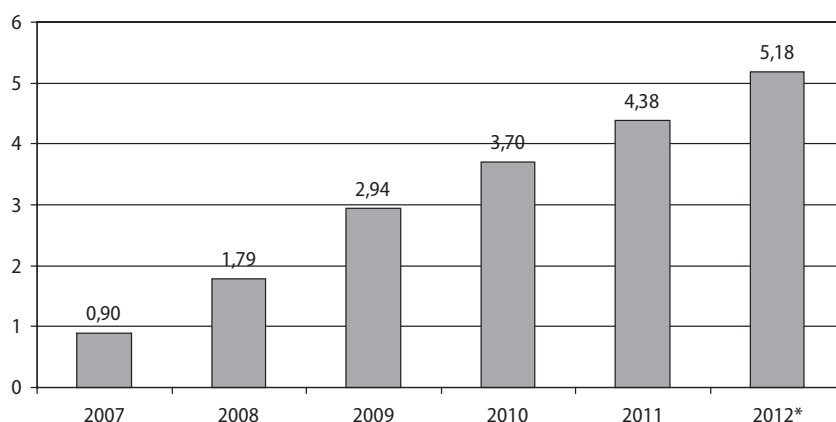
Nasylenie telefonii komórkowej w Polsce w 2012 r. wyniosło według szacunków firmy Audytel około 141% (por. rysunek 2). Co więcej, wysokie obecnie nasycenie ma rosnąć w najbliższych latach i osiągnąć poziom ponad 150% w 2017 r.

Podsumowując: wysokie i rosące nasycenie polskiego rynku telefonii komórkowej wraz ze zmieniającymi się tendencjami w zakresie zakupu zaawansowanych urządzeń mobilnych (smartfonów i tabletów) mogą stanowić istotny bodziec do silnego rozwoju bankowości mobilnej. Należy także zaznaczyć, że ceny smartfonów systematycznie spadają, co powiększa grono ich potencjalnych odbiorców.

## 4.2. Popularność i koszty użytkowania Internetu mobilnego

Kolejnym istotnym czynnikiem warunkującym dalszy rozwój bankowości mobilnej jest popularyzacja Internetu mobilnego rozumiana jako jej dostępność u operatorów GSM oraz wysokość kosztów połączeń dla użytkowników końcowych. Jak pokazują dane firmy Audytel (rysunek 3), liczba użytkowników Internetu mobilnego w latach 2007–2012 dynamicznie rosła. W ciągu wspomnianego okresu wzrosła z 0,9 mln do 5,18 mln, co oznacza średnioroczny wzrost wynoszący około 41%. Warto także podkreślić, że Polska charakteryzuje się wskaźnikiem nasycenia Internetu mobilnego nieznacznie wyższym (8,18%) od średniej unijnej (7,52%)<sup>32</sup>.

Rysunek 3. Liczba użytkowników Internetu mobilnego w latach 2009–2017 [w mln]



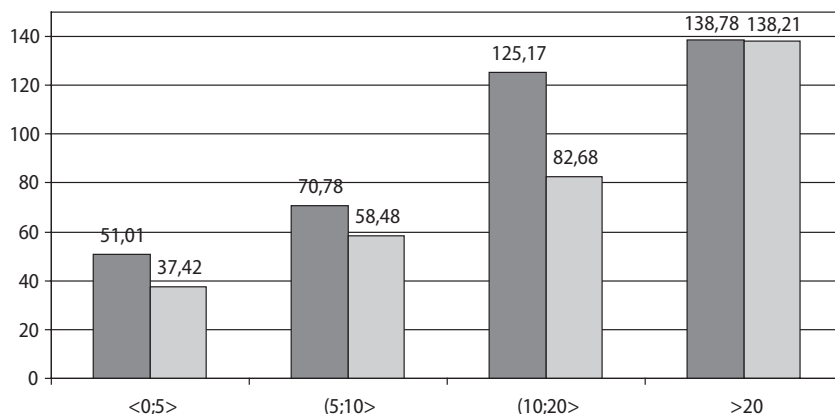
\* – szacunki

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów firmy Audytel 2007–2012 r.

<sup>32</sup> *Analiza cen usług mobilnego Internetu w Polsce*, Urząd Komunikacji Elektronicznej, Warszawa, styczeń 2012 r.

Wraz ze wzrostem dostępności i popularności Internetu mobilnego spadają koszty związane z jego użytkowaniem. Według Urzędu Komunikacji Elektronicznej w okresie od maja 2010 do stycznia 2012 r. spadły ceny usług mobilnego Internetu u czterech głównych operatorów komórkowych, głównie w trzech przedziałach transferu danych poniżej 20 GB (rysunek 4). Badanie UKE obejmowało usługę Internetu mobilnego z urządzeniem typu modem USB. Z całą pewnością można jednak założyć, że analogiczny trend występuje dla połączeń Internetu mobilnego bezpośrednio z telefonów komórkowych.

**Rysunek 4. Zmiana średniego arytmetycznego miesięcznego kosztu (PLN oś pionowa) korzystania z usług Internetu mobilnego ofert czterech operatorów GSM w podziale na limit transferu danych (GB oś pozioma) w okresie maj 2010 r.–styczeń 2012 r.**



Źródło: *Analiza cen usług mobilnego Internetu w Polsce*, Urząd Komunikacji Elektronicznej, Warszawa, styczeń 2012 r.

### 4.3. Zmiany zachowań konsumentów

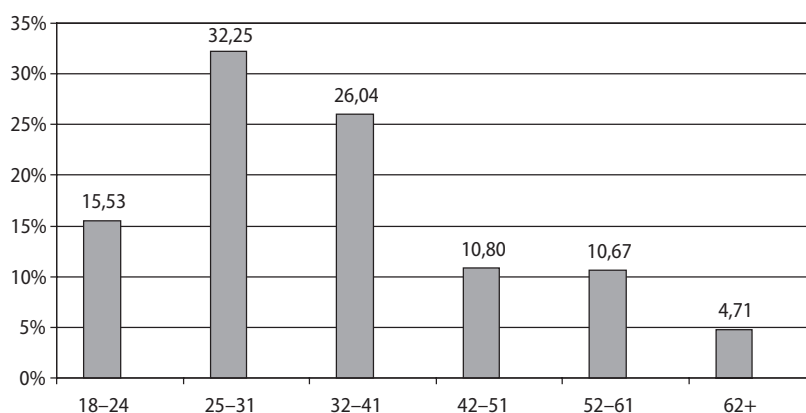
Wraz ze wzrostem popularności smartfonów i Internetu mobilnego zmieniają się także zachowania konsumentów. Według IIBR co piąty polski internauta korzysta obecnie z sieci za pomocą tradycyjnego telefonu komórkowego lub smartfona<sup>33</sup>. Istotna jest jednak różnica między posiadaczami poszczególnych typów urządzeń – 19% posiadaczy tradycyjnych telefonów komórkowych korzysta z Internetu mobilnego co najmniej kilka razy w tygodniu, podczas gdy analogiczny wskaźnik

<sup>33</sup> *Mobilny konsument w świecie mobilnej bankowości*, Interaktywny Instytut Badań Rynkowych, czerwiec 2012 r.

dla użytkowników smartfonów wynosi 59%. Warto także zauważyć, że posiadacze smartfonów częściej korzystają z bankowości mobilnej – 33% spośród nich korzysta z bankowości mobilnej, podczas gdy analogiczny wskaźnik dla posiadaczy tradycyjnych telefonów komórkowych wynosi 20%.

Warto także zauważyć, że na wzrost popularności bankowości mobilnej ma wpływ zmiana pokoleniowa klientów banków. Coraz więcej z nich to przedstawiciele pokolenia Y, czyli osób wychowanych w świecie cyfrowych technologii. Według jednego z badań do polskiej generacji Y zalicza się osoby urodzone w latach 1982–2003 (obecnie w wieku 10–31 lat)<sup>34</sup>. Ankieta przeprowadzona przez serwis internetowy Money.pl maju 2012 r. pokazała (rysunek 5), że aż 48% osób korzystających z bankowości mobilnej to osoby mające między 18 a 31 lat (wedle roku badania)<sup>35</sup>.

**Rysunek 5. Wiek osób, które korzystają z bankowości mobilnej w Polsce**



Źródło: *Bankowość mobilna*, Money.pl, maj 2012 r.

#### 4.4. Popularyzacja bankowości mobilnej wśród banków i klientów

W latach 2010/2011 rozpoczął się swoisty „boom” na bankowość mobilną wśród banków. Coraz więcej banków zaczęło wdrażać bankowość mobilną w postaci „lekkiej” strony internetowej oraz aplikacyjnej. Banki zaczęły dostrzegać trendy na rynku mobilnym oraz korzyści wynikające z wdrożenia bankowości mobilnej, takie jak:

- niskie koszty dystrybucji produktów bankowych,
- dywersyfikacja źródeł przychodów banków,

<sup>34</sup> Raport, *Generacja Y w pracy*, GM Solutions, II połowa 2011 r.

<sup>35</sup> *Bankowość mobilna*, Money.pl, maj 2012 r.

- rozszerzenie bazy klientów,
- zwiększenie stopnia lojalności klientów.

Aktualnie rynek rozwija się w dwóch kierunkach – obok „lekkich” stron internetowych pojawiają się aplikacje mobilne na różne platformy. W tabeli 1 przedstawiono banki, w których dostępna jest jedna z form bankowości mobilnej<sup>36</sup>. Prawie wszystkie banki mają w swojej ofercie „lekką” stronę internetową oraz aplikację mobilną. Do najpopularniejszych platform, na które są dostępne aplikacje mobilne, zalicza się iOS oraz Android. Warto zauważyć, że bankowość mobilna we wspomnianych powyżej odmianach wdrażana jest przez coraz mniejsze banki – przykładami są: Bank Spółdzielczy we Wschowej, ESBANK Bank Spółdzielczy lub Invest-Bank.

**Tabela 1. Banki w Polsce z usługą bankowości mobilnej**

Nazwa banku	„Lekka” strona internetowa	Aplikacja mobilna					
		iOS	Android	Symbian	BlackBerry	Windows Phone	Windows Mobile
Alior Bank	X	X					
Alior Sync	X	X	X				
BS Wschowa		X	X		X	X	
BZ WBK	X	X	X	X	X		X
Citi Handlowy	X	X	X				
ESBANK Bank Spółdzielczy		X	X		X	X	
Getin Bank		X	X				
ING BSK	X	X	X				
Inteligo	X						
Invest-Bank	X						
mBank	X	X	X				
Meritum Bank	X						
Millennium Bank	X	X	X				
MultiBank	X	X	X				
Nordea Bank	X	X	X				
Pekao SA	X	X	X	X	X		X
PKO BP	X						
Raiffeisen Bank		X	X	X	X	X	X

Źródło: opracowanie własne na podstawie stron internetowych banków.

<sup>36</sup> Autor świadomie pomija bankowość mobilną SMS (standard rynkowy) oraz WAP (znikome znaczenie).



Mimo rozpropagowania bankowości mobilnej wśród banków, instytucje te rzadko podają, ilu klientów korzysta z tej usługi. Według danych za lipiec 2012 r.<sup>37</sup> najwięcej logowań do bankowości mobilnej zalicza PKO Bank Polski – około 1 mln logowań miesięcznie. ING Bank Śląski zarejestrował w tym samym okresie 560 tys. logowań, a mBank około 350 tys. Kolejnymi bankami są Pekao SA z 235 tys. odwiedzinami, Citi Handlowy – 114 tys. oraz Raiffeisen Bank Polska – 94 tys. logowań. Należy jednak zauważyć, że liczba logowań nie jest najbardziej miarodajnym wskaźnikiem popularności danej usługi. Jak pokazują badania, w 2012 r. korzystanie z bankowości mobilnej w Polsce deklarowało 6% respondentów. Zainteresowanych używaniem bankowości mobilnej jest 36% respondentów, co pokazuje wysoki potencjał wzrostu<sup>38</sup>.

#### 4.5. Bezpieczeństwo bankowości mobilnej

Bardzo ważnym czynnikiem determinującym rozwój bankowości mobilnej są aspekty bezpieczeństwa. Jak wskazuje KNF, wraz z postępem technologicznym telefony komórkowe w coraz większym stopniu upodabniają się klasycznego urządzenia komputerowego, co oznacza, że oprócz różnego rodzaju korzyści, mogą się pojawić także dodatkowe rodzaje ryzyka, jak np. oprogramowanie złośliwe<sup>39</sup>. W badaniu Money.pl<sup>40</sup> najwięcej respondentów, bo aż 37%, wskazało bezpieczeństwo wśród czynników stanowiących największą przeszkodę w korzystaniu z bankowości mobilnej. W przypadku obaw klientów związanych z bezpieczeństwem bankowości mobilnej należy zauważyć, że jest to całkowicie zrozumiałe. Podobne obawy mieli klienci, kiedy banki uruchamiały bankowość internetową. Obecnie bankowość internetowa to bardzo popularny sposób korzystania z usług bankowych, z którego na koniec II kwartału 2012 r. korzystało aktywnie 10,7 mln indywidualnych użytkowników<sup>41</sup>. Można więc przypuszczać, że również nastawienie do bankowości mobilnej zmienia się z biegiem czasu.

#### 4.6. Korzyści z bankowości mobilnej dla klientów – wartość dodana

Obok aspektów bezpieczeństwa czynnikiem, który potencjalnie może wpływać negatywnie na rozwój bankowości mobilnej, są korzyści z tej usługi dla klientów.

<sup>37</sup> <http://www.wirtualnemedi.pl/arttykul/bankowosc-mobilna-w-polsce> [dostęp: 8 lutego 2013 r.].

<sup>38</sup> *Marketing mobilny...*, op.cit.

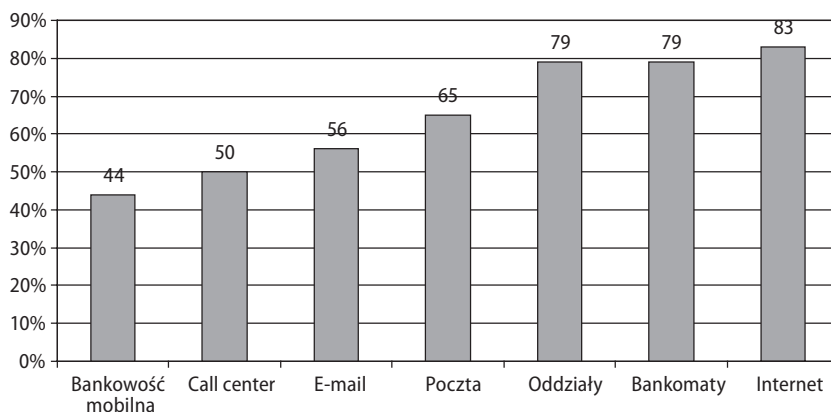
<sup>39</sup> *Usługi bankowości elektronicznej dla klientów detalicznych. Charakterystyka i zagrożenia*, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa 2010.

<sup>40</sup> *Bankowość mobilna w Polsce*, Raport Money.pl, maj 2012 r.

<sup>41</sup> NetB@nk, Związek Banków Polskich, II kwartał 2012 r.

Obecnie większości wdrażanych rozwiązań brakuje istotnej wartości dodanej – w praktyce bankowość mobilna jest przeniesieniem podstawowych funkcjonalności bankowości internetowej do urządzeń mobilnych<sup>42</sup>. Często rozwój bankowości mobilnej analizowany jest przez pryzmat bankowości internetowej. Wskazuje się, że bankowość internetowa miała istotną przewagę nad tradycyjną bankowością. Banki, za pośrednictwem Internetu, mogły zaoferować swoim klientom niższe koszty obsługi konta, lepsze oprocentowanie produktów depozytowych czy dostęp do rachunku 24 godziny na dobę<sup>43</sup>. Badanie konsumenckie przytoczone przez M. Polasika potwierdza taką tezę – najistotniejszą przyczyną korzystania z bankowości internetowej są wygoda i / lub oszczędności czasu oraz korzyści finansowe związane z tą usługą (niskie opłaty i prowizje; atrakcyjne oprocentowanie depozytów i kredytów)<sup>44</sup>. W przypadku bankowości mobilnej brakuje wyróżników tej usługi na tle pozostałych elektronicznych kanałów dostępu, a banki jako główne korzyści akcentują dostęp do konta z każdego miejsca i o każdej porze. Niską wartość dodaną bankowości mobilnej potwierdzają badania – z danych przedstawionych przez Ernst & Young wynika, że respondenci wśród wszystkich kanałów dostępu do banku najniżej ocenili satysfakcję związaną z korzystaniem z bankowości mobilnej (rysunek 6).

**Rysunek 6. Poziom satysfakcji konsumentów z poszczególnych kanałów dostępu do banku**



Źródło: Global Consumer Banking Survey 2011, *A new era of customer expectation*, Ernst & Young, 2011 r.

<sup>42</sup> <http://prnews.pl/hydepark/bankowosc-mobilna-sterowana-gosem-juz-w-polsce-2647990/komentuj/> [dostęp: 9 lutego 2013 r.].

<sup>43</sup> <http://www.bankier.pl/wiadomosc/PKO-BP-i-mBank-wprowadzaja-mobilne-serwisy-transakcyjne-2358473.html> [dostęp: 9 lutego 2013 r.].

<sup>44</sup> M. Polasik, *Bankowość elektroniczna: istota, stan, perspektywy*, Cedetu, Warszawa 2007, s. 154–155.

Banki świadome są braku istotnych wyróżników bankowości mobilnej dla klientów. Dlatego też pracują nad znalezieniem funkcjonalności, która przyciągnie uwagę klientów. Jednym z takich rozwiązań jest geolokalizacja, dzięki której można lokalizować bankomaty i placówki na podstawie aktualnego położenia. Taką funkcjonalność oferują już aplikacje mobilne Pekao SA, Millennium Banku, Multibanku, mBanku, ING Banku Śląskiego czy Banku BPH. Innym rozwiązaniem są płatności mobilne, które integrowane są w ramach bankowości mobilnej. Z informacji prasowych wiadomo, że nad takim rozwiązaniem pracują aktualnie PKO Bank Polski oraz Pekao SA<sup>45</sup>. Warto także wspomnieć, że część banków wykorzystuje geolokalizację do wyszukiwania punktów rabatowych w ramach programu rabatowego danego banku. Dzięki niej aplikacja mobilna pokazuje najbliższe punkty handlowo-usługowe, w których klienci mogą uzyskać rabaty. Taką usługę posiadają obecnie Pekao SA, Citi Handlowy i mBank.

#### **4.7. Użyteczność rozwiązań bankowości mobilnej (interfejs użytkownika)**

Autor świadomie oddzielił korzyści z bankowości mobilnej (wartość dodana) oraz użyteczność rozwiązań bankowości mobilnej. Użyteczność definiowana jest jako stopień, w jakim produkt może zostać użyty przez określonego użytkownika do osiągnięcia celu w sposób skuteczny, wydajny i satysfakcjonujący w określonym kontekście użycia. Skuteczność oznacza dokładność i kompletność, z jaką użytkownicy osiągają określone cele. Wydajność to osiąganie określonych celów w czasie. Z kolei satysfakcja oznacza swobodę oraz pozytywne nastawienie do użytkownika produktu<sup>46</sup>. W przypadku bankowości mobilnej użyteczność jest bardzo istotna, gdyż dobrze zaprojektowana „lekka” strona internetowa lub aplikacja mobilna nie zniechęci użytkownika korzystającego z tej usługi za pierwszym razem i spowoduje, że będzie chciał z niej korzystać dalej. W ramach bankowych aplikacji mobilnych można wyróżnić w szczególności następujące elementy decydujące o ich użyteczności<sup>47</sup>:

- nawigację i strukturę, np. łatwość nawigowania po aplikacji – czy jest łatwy i intuicyjny dostęp do wszystkich sekcji i funkcji aplikacji,
- treść strony, np. teksty – czy są zrozumiałe dla użytkownika,

---

<sup>45</sup> <http://prnews.pl/hydepark/geolokalizacja-zapewni-przewage-w-bankowosci-mobilnej-72218/komentuj/> [dostęp: 9 lutego 2013 r.].

<sup>46</sup> Norma ISO 9241–11, 1998 r.

<sup>47</sup> *Raport użyteczności mobilnych aplikacji bankowych*, janmedia, 29 marca 2012 r.

- komunikaty, informację zwrotną, pomoc, np. komunikaty – czy dają wystarczającą informację zwrotną o statusie operacji wykonywanych w aplikacji,
- layout, grafikę, np. layout – czy jest dostosowany do wyświetlania na urządzeniach mobilnych, czy jest spójny i czytelny.
- wprowadzanie danych, np. klawiatury – czy klawiatura numeryczna lub alfabetyczna wyświetla się zgodnie z rodzajem wymaganych do wprowadzenia danych.

Należy zaznaczyć, że aplikacje mobilne charakteryzują się znacznie wyższym poziomem użyteczności niż „lekkie” strony internetowe<sup>48</sup>. Pozwalają one wykorzystać pełne spektrum funkcjonalności urządzenia mobilnego (np. usługi geolokalizacyjne), są bardziej wydajne (szybciej działają) oraz posiadają bardziej atrakcyjne interfejsy użytkownika. Jednak, jak pokazało badanie Money.pl<sup>49</sup>, 86% klientów banków korzystających z bankowości mobilnej czyniło to przez „lekką” stronę internetową, a tylko 8% przez aplikację mobilną. Oznacza to, że banki muszą poczynić jeszcze duże starania, aby rozpropagować bankowość mobilną w wersji aplikacyjnej wśród swoich klientów.

## 5. Bariery rozwoju bankowości mobilnej w Polsce

Dalszy rozwój bankowości mobilnej uwarunkowany jest czynnikami wymienionymi w pkt. 4 niniejszego opracowania. Jednakże nie wszystkie te czynniki sprzyjają rozwojowi bankowości mobilnej. Należy zwrócić uwagę, że bariery rozwoju bankowości mobilnej w dużej mierze spójne są z barierami bankowości internetowej. Zdaniem M. Polasika do głównych barier rozwoju bankowości internetowej można zaliczyć: bariery technologiczno-ekonomiczne związane ze słabo rozwiniętą infrastrukturą techniczną oraz bariery społeczno-behawioralne, wynikające z nawyków, obaw o bezpieczeństwo korzystania z usług bankowości internetowej oraz z braków w edukacji informatycznej i ekonomicznej<sup>50</sup>. Spójność barier rozwoju bankowości internetowej i mobilnej potwierdza badanie Money.pl, w którym respondenci wskazali następujące elementy będące największą przeszkodą w korzystaniu z bankowości mobilnej: poziom bezpieczeństwa (37%), brak dostępu do Internetu (19%), brak odpowiedniego telefonu (18%), niechęć do korzystania z bankowości mobilnej

---

<sup>48</sup> <http://nowymarketing.pl/a/380>, czy-dedykowana-aplikacja-jest-lepsza-od-strony-mobilnej-podsumowanie-sondy [dostęp: 9 lutego 2013 r.].

<sup>49</sup> *Bankowość...*, op.cit.

<sup>50</sup> M. Polasik, *Uwarunkowania i perspektywy rozwoju detalicznej bankowości internetowej w Polsce*, <http://www.polasik-research.pl/wp-content/uploads/2009/02/mpolasik-uwarunkowania-i-perspektywy-rozwoju-bi-w-pl.pdf> [dostęp: 18 maja 2013 r.].

(17%), inna przyczyna (16%), niewygodne korzystanie lub uciążliwość (13%), brak wystarczającej wiedzy (6%).

Doświadczenia z praktyki bankowej potwierdzają, że rozwój nowoczesnych usług bankowych zależy w istotnym stopniu od skuteczności przekonania klientów o wysokim poziomie bezpieczeństwa stosowanych rozwiązań<sup>51</sup>. Takie wnioski potwierdzają również wyniki badań na konsumentach mówiące o tym, że największą obecnie barierą rozwoju bankowości mobilnej jest bezpieczeństwo. Tego rodzaju obawy są jednak całkowicie zrozumiałe – podobne obiekcje mieli klienci banków, kiedy banki uruchamiały bankowość internetową. Należy więc przypuszczać, że również nastawienie do bankowości mobilnej zmieni się z biegiem czasu. Oprócz bezpieczeństwa istotną przeszkodą w rozwoju są bariery technologiczno-ekonomiczne. W tym kontekście, mimo coraz większej penetracji smartfonów oraz malejących kosztów użytkowania Internetu mobilnego, czynniki te nadal stanowią, w opinii respondentów, przeszkody w korzystaniu z bankowości mobilnej.

Kolejną barierą w rozwoju bankowości mobilnej, którą wskazuje również badanie Money.pl, jest niechęć do korzystania z bankowości mobilnej. Niechęci do korzystania z bankowości mobilnej, obok obaw związanych z bezpieczeństwem, można upatrywać w dwóch czynnikach. Z jednej strony, jest to użyteczność rozwiązań bankowości mobilnej. W tym kontekście istotny jest fakt, że w Polsce 86% klientów banków korzystających z bankowości mobilnej czyni to przez „lekką” stronę internetową, a tylko 8% przez aplikację mobilną<sup>52</sup>. Oznacza to bardzo dużą dysproporcję na niekorzyść rozwiązania znacznie bardziej użytecznego, jakim jest aplikacja mobilna. Z drugiej strony, niechęć do korzystania z bankowości mobilnej może wynikać z braku istotnej wartości dodanej tej usługi dla klientów banków. Większość aktualnie wdrażanych rozwiązań bankowości mobilnej to przeniesienie podstawowych funkcjonalności bankowości internetowej do urządzeń mobilnych. Należy jednak zaznaczyć, że banki pracują nad rozwiązaniami będącymi wartością dodaną w stosunku do pozostałych kanałów elektronicznych.

Na koniec rozważań na temat barier rozwoju bankowości mobilnej należy wspomnieć o barierze znajomości. Badanie HomoHomini na rzecz mBanku z czerwca 2011 r. pokazało, że aż 54% respondentów nie słyszało o bankowości mobilnej, a 25% słyszało, ale nie wie zbyt dużo na ten temat. Tylko 18% respondentów deklarowało, że

---

<sup>51</sup> J. Grzywacz, *Bankowość elektroniczna w działalności przedsiębiorstwa*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2004, s. 96.

<sup>52</sup> *Bankowość...*, op.cit.

wie, czym jest bankowość mobilna<sup>53</sup>. W tym kontekście bardzo istotne są działania marketingowo-edukacyjne klientów.

## 6. Podsumowanie

Mimo że bankowość mobilna obecna jest na rynku bankowym od ponad 10 lat, to banki zaczęły wdrażać tę usługę masowo na podstawie „lekkich” stron internetowych lub aplikacji mobilnych dopiero w ciągu ostatnich 2–3 lat. Na rynku można zaobserwować także trend, że „lekkie” strony internetowe lub aplikacje mobilne wdrażane są przez coraz mniejsze banki. Wydaje się, że bankowość mobilna będzie się dalej dynamicznie rozwijać i coraz więcej klientów banków będzie z niej korzystać. Dalszemu rozwojowi sprzyjać będzie kilka czynników. Po pierwsze, dynamicznie rosnący rynek smartfonów oraz wciąż rosnące nasycenie telefonii komórkowej. Po drugie, wzrost popularności Internetu mobilnego i malejące koszty korzystania. Po trzecie, zmiany zachowań konsumentów, którzy coraz częściej korzystają z Internetu mobilnego i swobodnie poruszają się w świecie nowych technologii cyfrowych. Po czwarte, wdrażanie rozwiązań bankowości mobilnej przez coraz więcej banków. I po piąte – stałe podnoszenie użyteczności „lekkich” stron internetowych i aplikacji mobilnych, co zachęca klientów do korzystania z tej usługi.

Do największych obecnie barier rozwoju bankowości mobilnej można zaliczyć: obawy klientów związane z bezpieczeństwem, bariery technologiczno-ekonomiczne (koszt dostępu do mobilnego Internetu, dostęp do smartfonów) oraz niechęć do korzystania z tej usług przez klientów, co może wynikać z kilku czynników, m.in.: braku istotnej wartości dodanej tej usługi lub jej niskiej użyteczności. Należy jednak zaznaczyć, że na razie tylko niewielki odsetek klientów korzysta z aplikacji mobilnych, czyli rozwiązań znacznie bardziej użytecznych niż „lekkie” strony internetowe. Ponadto banki podnoszą konkurencyjność tej usługi w stosunku do innych kanałów dostępu, wdrażając np. usługi geolokalizacyjne, takie jak wyszukiwanie placówek, bankomatów lub oferty rabatowe. W kontekście barier bardzo ważnymi są działania banków mające na celu komunikowanie (edukowanie) klientów o bankowości mobilnej i jej zaletach, ponieważ, jak pokazują badania, znaczna część klientów banków nie zna usługi bankowości mobilnej.

---

<sup>53</sup> <http://interaktywnie.com/biznes/artykuly/raporty-i-badania/850-tysiecy-polakow-obsluguje-konto-bankowe-przez-komorke-20593> [dostęp: 18 maja 2013 r.].

## Bibliografia

### Wydawnictwa zwarte

1. Borcuch A., *Bankowość elektroniczna w Polsce*, CeDeWu, Warszawa 2012.
2. Dobosiewicz Z., *Bankowość*, PWE, Warszawa 2011.
3. Grzywacz J., *Bankowość elektroniczna w działalności przedsiębiorstwa*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2004.
4. Grzywacz J., *Podstawy bankowości*, Difin, Warszawa 2006.
5. King B., *Bank 2.0*, Marshall Cavendish Business, Singapore 2010.
6. Pearson A. W., *The Mobile Revolution*, Qualex Consulting Services, United States of America 2010.
7. Pluskota P., *Współczesne kanały dystrybucji produktów bankowych*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2003.
8. Polasik M., *Bankowość elektroniczna: istota, stan, perspektywy*, Cedetu, Warszawa 2007.
9. Polasik M., *Uwarunkowania i perspektywy rozwoju detalicznej bankowości internetowej w Polsce*, <http://www.polasik-research.pl/wp-content/uploads/2009/02/mpolasik-uwarunkowania-i-perspektywy-rozwoju-bi-w-pl.pdf> [dostęp: 18 maja 2013 r.].
10. Solarz M., *Wielokanałowość w bankowej obsłudze klienta*, w: *Bankowość*, red. M. Zaleska, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2008.
11. Tiwari R., Buse S., *The Mobile Commerce Prospects: A Strategic Analysis of Opportunities in the Banking Sector*, Hamburg University Press, Hamburg 2007.
12. Uytterhoeven G., *Financial services through mobile devices*, „Efma journal”, nr 228, kwiecień–czerwiec 2011.
13. Ziemia M., *Innowacje w polskim sektorze bankowym – rozwój bankowości elektronicznej*, w: *Innowacyjność w systemach finansowych*, red. nauk. B. Mikołajczyk, Folia Oeconomica 266, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2012.

### Materiały internetowe

1. <http://interaktywnie.com/biznes/artykuly/raporty-i-badania/850-tysiecy-polakow-obsluguje-konto-bankowe-przez-komorke-20593> [dostęp: 18 maja 2013 r.].
2. <http://komorkomania.pl/2010/04/02/historia-mobilnej-bankowosci> [dostęp: 2 lutego 2013 r.].
3. <http://prnews.pl/hydepark/bankowosc-mobilna-sterowana-gosem-juz-w-polsce-2647990.html> [dostęp: 6 lutego 2013 r.].

4. <http://prnews.pl/hydepark/bankowosc-mobilna-sterowana-gosem-juz-w-polsce-2647990/komentuj/> [dostęp: 9 lutego 2013 r.].
5. <http://prnews.pl/hydepark/geolokalizacja-zapewni-przewage-w-bankowosci-mobilnej-72218/komentuj/> [dostęp: 9 lutego 2013 r.].
6. <http://prnews.pl/wojciech-boczon/pko-bp-i-mbank-wprowadzaja-mobilne-serwisy-transakcyjne-62035.html> [dostęp: 2 lutego 2013 r.].
7. <http://www.bankier.pl/wiadomosc/PKO-BP-i-mBank-wprowadzaja-mobilne-serwisy-transakcyjne-2358473.html> [dostęp: 9 lutego 2013 r.].
8. <http://nowymarketing.pl/a/380, czy-dedykowana-aplikacja-jest-lepsza-od-strony-mobilnej-podsumowanie-sondy> [dostęp: 9 lutego 2013 r.].
9. <http://www.money.pl/gospodarka/ngospodarka/ebiznes/artukul/bankowosc;mobilna;w;polsce;raport;money;pl,178,0,1082034.html> [2 lutego 2013 r.].
10. <http://www.wirtualnemedi.pl/artukul/bankowosc-mobilna-w-polsce> [dostęp: 8 lutego 2013 r.].
11. [www.sepapolska.pl/platnosci\\_mobilne/](http://www.sepapolska.pl/platnosci_mobilne/) [dostęp: 21 maja 2012 r.].

## Raporty

1. *Analiza cen usług mobilnego Internetu w Polsce*, Urząd Komunikacji Elektronicznej, Warszawa, styczeń 2012 r.
2. *Bankowość mobilna*, Money.pl, maj 2012 r.
3. *Generacja Y w pracy*, GM Solutions, II połowa 2011 r.
4. *Marketing mobilny w Polsce 2012/2013*, jestem.mobi, styczeń 2013 r.
5. *Mobilny konsument w świecie mobilnej bankowości*, Interaktywny Instytut Badań Rynkowych, czerwiec 2012 r.
6. NetB@nk, Związek Banków Polskich, II kw. 2012 r.
7. *Prognoza rozwoju rynku bankowego do 2016 r.*, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk, kwiecień 2012 r.
8. *Raport użyteczności mobilnych aplikacji bankowych*, janmedia, 29 marca 2012 r.
9. *Usługi bankowości elektronicznej dla klientów detalicznych. Charakterystyka i zagrożenia*, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego, Warszawa 2010.

## Czasopisma

1. „Gazeta Prawna”, 5 stycznia 2012 r., nr 4.

## Normy

1. Norma ISO 9241–11, 1998 r.



## Prezentacje

1. Jadcak A., *Bankowość mobilna – najnowsze rozwiązania i przykłady techniczne*, referat zaprezentowany podczas konferencji „Rewolucja w finansach”, Warszawa, 8 czerwca 2011 r.



# Rozporządzenie EMIR a banki na nieregulowanym rynku instrumentów pochodnych w Polsce

## 1. Wprowadzenie

Globalny kryzys finansowy lat 2007–2009 wywołał konieczność interwencjonizmu państw w zakresie procesów rynkowych oraz potrzebę sprawowania dokładniejszej kontroli nad sektorem finansowym i bankowym. W obecnej sytuacji globalizacji procesów polityczno-gospodarczych, po doświadczeniach kryzysu, większy nacisk kładzie się na współdziałanie państw i koordynację polityki ekonomicznej oraz na potrzebę zreformowania nadzoru nad sektorem bankowym. Taką potrzebę podkreślają liczne analizy nadzorcze przeprowadzone po kryzysie (raporty Międzynarodowego Funduszu Walutowego<sup>1</sup>, unijny raport grupy wysokiego szczebla pod przewodnictwem Jacques'a de Larosière'a<sup>2</sup>, raport grupy wysokiego szczebla pod przewodnictwem Erkki Liikanen'a<sup>3</sup>). Podejmuje się kroki regulacyjne w celu zwiększenia odporności i stabilności sektora bankowego.

Raport grupy wysokiego szczebla pod przewodnictwem Jacques'a de Larosière'a wyróżnił trzy główne obszary nadzoru nad europejskim rynkiem finansowym, które wymagają zmian. Pierwszą z wymienianych potrzeb jest konieczność stworzenia

---

<sup>1</sup> J. Viñals, C. Pazarbasioglu, J. Surti, A. Narain, M. Erbenova, J. Chow, *Creating a Safer Financial System: Will the Volcker, Vickers, and Liikanen Structural Measures Help?*, SDN/13/4, IMF Staff Discussion Note; May 2013.

<sup>2</sup> [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/de\\_larosiere\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf), dostęp: 01.06.2013.

<sup>3</sup> European Commission, High Level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector: Final Report, October 2, Brussels 2012.

nowego planu działania nadzorczego, mającego na celu redukcję ryzyka i poprawę metod zarządzania nim, zwiększenie możliwości absorpcji szoków wynikłych z ryzyka systemowego oraz ograniczenie procykliczności obecnych regulacji. Kolejnym potrzebnym krokiem jest koordynacja działań regulatorów, zarówno makro-, jak i mikroostrożnościowych. Trzeci obszar, na który powinna zwrócić uwagę Unia Europejska, to efektywne procedury zarządzania na wypadek kryzysu, które pozwolą zbudować zaufanie wśród inwestorów, właścicieli depozytów i wszystkich obywateli<sup>4</sup>.

Odpowiedź regulatorów na wydarzenia lat 2007–2009 koncentruje się w znaczącym stopniu także na ryzyku kontrahenta, które odegrało bardzo ważną rolę podczas ostatniego kryzysu. Wcześniej niezauważane i pomijane z powodu złudnych ratingów kredytowych przekonania o skuteczności umów zabezpieczających i założeń prawnych, po doświadczeniach kryzysu stało się obiektem zainteresowania podmiotów działających na globalnych rynkach finansowych i nadzorców<sup>5</sup>. Upadek Lehman Brothers we wrześniu 2008 r. uzmysłowił wszystkim, jak dotkliwie i trudne do oszacowania konsekwencje rodzi niewypłacalność jednego dużego gracza rynku instrumentów pochodnych, nie tylko dla wielu podmiotów aktywnych na tym rynku. Jasnym stało się także to, że żaden kontrahent (nawet ten o najwyższym ratingu kredytowym, globalny bank inwestycyjny, bank detaliczny czy państwo) nie jest wolny od ryzyka. Odpowiedzią regulatorów na te wnioski jest zwiększona troska o metody zarządzania ryzykiem kontrahenta i sposób funkcjonowania nie-regulowanego rynku instrumentów pochodnych. W jej wyniku uchwalona została amerykańska ustawa Dodda–Franka<sup>6</sup> (stosująca się między innymi do zaleceń komisji Paula Volckera<sup>7</sup>) czy europejska Regulacja EMIR (będąca między innymi efektem analiz grupy Larosière'a i ustaleń grupy G-20 ze szczytu w Pittsburghu 26 września 2009 r. i szczytu w Toronto z czerwca 2010 r.), mająca na celu wzrost stabilności i przejrzystości rynku instrumentów pochodnych OTC<sup>8</sup>, zwiększony nadzór nad nim oraz

<sup>4</sup> [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/de\\_larosiere\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf), dostęp: 01.06.2013.

<sup>5</sup> J. Gregory, *Counterparty Credit Risk: The continuing challenge for global financial markets*, John Wiley and Sons, Chichester 2012, s. 3–6.

<sup>6</sup> The Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act 2009 (Pub.L. 111–203, H.R. 4173).

<sup>7</sup> J. Chow, J. Surti, *Making Banks Safer, Can Volcker and Vickers do it?*, Working Paper 11/236, International Monetary Fund, Washington 2011. Komisja P. Volckera odpowiedzialna jest za stworzenie tzw. reguły Volckera, która ma zakazywać komercyjnym bankom amerykańskim dokonywania pewnych transakcji spekulacyjnych, niedziałających na korzyść ich klientów (m.in. handlowania aktywami finansowymi na własny rachunek).

<sup>8</sup> OTC – *over-the-counter* – obrót, w którym transakcje zawierane są bezpośrednio między stronami transakcji, bez pośrednictwa giełdy.

skuteczne zapobieganie kryzysom. Stosowane kroki legislacyjne służą wdrożeniu jednolitych i trwałych reguł i rozwiązań instytucjonalnych, które powinny wyeliminować nieefektywności tego rynku. Poprawa i ujednoczenie metod zarządzania ryzykiem kontrahenta wśród podmiotów najbardziej aktywnych na tym rynku ułatwi też działanie jednolitego nadzoru nad europejskim rynkiem finansowym. Natomiast wprowadzenie obowiązku centralnego rozliczania transakcji w przypadku kolejnych kryzysów ma zapobiec spadkom płynności na nieregulowanym rynku instrumentów pochodnych, ułatwić interwencje organów centralnych, zwiększyć przejrzystość tego rynku i zapobiec ryzyku rozprzestrzeniania się kryzysów<sup>9</sup>.

Rozporządzenie PE i Rady (UE) w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji uchwalone dn. 4 lipca 2012 r. (zwane w skrócie rozporządzeniem EMIR), bez wątpienia wpłynie na kształt europejskiego rynku instrumentów pochodnych OTC. W wyniku nowo powstałych wymogów przed ważnymi decyzjami stają podmioty aktywne na tym rynku, także banki działające na rynku polskim. Celem artykułu jest odpowiedź na pojawiające się pytania, jakim zmianom ulegnie nieregulowany rynek instrumentów pochodnych w Polsce z punktu widzenia tych podmiotów, jaki kierunek rozwoju polskie banki mogą obrać, jak to wpłynie na ich koszty działalności i ograniczenia, jakie mogą napotkać oraz czy zmiany te pozwolą ograniczyć ryzyko związane z ich działalnością na rynku instrumentów pochodnych lub lepiej nim zarządzać.

Aby odpowiedzieć na postawione pytania należy przeanalizować otoczenie, w jakim podmioty te działają oraz nowe wymogi i obowiązki wprowadzone przez regulację EMIR. Znając podstawową charakterystykę rynku OTC w Polsce (poziom obrotów w podziale na instrumenty i waluty), strukturę najaktywniejszych na tym rynku podmiotów (ich strukturę własności, poziom centralizacji obrotu), odsetek transakcji z rezydentami i nierezydentami oraz transakcji wewnątrzgrupowych, można podjąć próbę analizy wpływu rozporządzenia EMIR na zmianę otoczenia, w jakim banki polskie działają. Ponieważ podejmowane przez nie decyzje powinny być oparte na analizie tych wszystkich czynników, zostaną one przeanalizowane w dalszej części artykułu.

Rozporządzenie EMIR jest przede wszystkim reakcją ustawodawstwa europejskiego na kryzys roku 2008, a swoją genezę sięga szczytu G20 w Pittsburgu z roku 2009. Jak podkreśla ustawodawca, jego głównym celem jest zmniejszenie ryzyka dla stabilności finansowej, zwiększenie przejrzystości oraz sprawność, bezpieczeństwo

---

<sup>9</sup> ECB and Fed Chicago (July 2007), *The role of central counterparties*.

i należyte działanie rynków instrumentów pochodnych<sup>10</sup>. Podjęte kroki legislacyjne mają zmierzać do zwiększenia integralności i spójności rynków instrumentów pochodnych państw europejskich oraz zapobiec znacznemu spadkowi płynności w przypadku kolejnych turbulencji na rynkach finansowych. Tym samym należy się spodziewać wzrostu integralności rynku polskiego i europejskiego. Taki wzrost integralności może z jednej strony prowadzić do szybszego rozprzestrzeniania się ryzyka w przypadku napięć na rynkach finansowych, a z drugiej strony – ułatwić czy przyspieszyć adaptację standardów i praktyk z bardziej rozwiniętych rynków.

## 2. Trzy kategorie wymogów w Rozporządzeniu EMIR

Przepisy Rozporządzenia nakładają na podmioty działające na nieregulowanym rynku instrumentów pochodnych szereg wymogów, które można podzielić na 3 kategorie: obowiązek centralnego rozliczania, obowiązek raportowy oraz obowiązek ograniczania ryzyka z tytułu instrumentów pochodnych nierozliczanych centralnie<sup>11</sup>. Wszystkie podmioty działające na rynku instrumentów pochodnych w państwach członkowskich Unii Europejskiej, w tym polskie banki, stoją przed wyzwaniem sprostania nowym wymogom.

### 2.1. Wymóg centralnego rozliczania

Ze wszystkich nowych obowiązków, największy wpływ na kształt rynku instrumentów pochodnych wywrze wymóg rozliczania wystandaryzowanych transakcji pochodnych za pośrednictwem centralnych izb rozliczeniowych. Wymóg ten pojawia się wtedy, gdy spełnione są dwa warunki: warunek podmiotowy – obie strony kontraktu są związane obowiązkiem centralnego rozliczania (rysunek 1) oraz wymóg co do przedmiotu – rodzaj transakcji, która musi podlegać centralnemu rozliczaniu. Należy podkreślić, że lista transakcji podlegających centralnemu rozliczaniu będzie wymieniona w regulacyjnych standardach technicznych (RTS) opracowywanych przez Europejskie Urzędy Nadzoru (ESAs) i będzie także doprecyzowywała waluty transakcji objętych obowiązkiem. O ile warunek podmiotowy jest już określony

---

<sup>10</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 z dnia 4 lipca 2012 r. w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji (Dz.U. L 201 z 27.7.2012), art. 3–4.

<sup>11</sup> Informacja w sprawie terminu rozpoczęcia stosowania przepisów Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 z dnia 4 lipca 2012 (EMIR) przez strony kontraktów pochodnych zawartych poza rynkiem regulowanym, KNF, Warszawa 2012.

bliżej w tekście rozporządzenia, o tyle warunek przedmiotowy nie jest jeszcze bliżej dookreślony i można go przybliżyć jedynie na podstawie obecnie prowadzonych rozmów nad kształtem standardów technicznych. Prawdopodobnie wymóg centralnego rozliczania (wymóg przedmiotowy) początkowo obejmie produkty IRS<sup>12</sup> oraz FRA<sup>13</sup> i *basis swap*<sup>14</sup> (m.in. w walutach EUR, USD, PLN) i można zakładać, że z czasem będzie rozszerzany o kolejne wystandaryzowane produkty pochodne. Lista produktów objętych obowiązkiem będzie uzależniona od podmiotów (izb rozliczeniowych) zgłaszających do ESMA gotowość rozliczania tego rodzaju instrumentów. Szacuje się, że pierwsze klasy produktów pochodnych będą objęte tym wymogiem najwcześniej w pierwszym kwartale 2014 roku. Analizując wymóg podmiotowy, a więc strony transakcji podlegające centralnemu rozliczaniu, to są nimi bezwarunkowo „kontrahenci finansowi” (banki, zakłady ubezpieczeń i reasekuracji, instytucje pracowniczych programów emerytalnych, zarządzający funduszami inwestycyjnymi i alternatywnymi)<sup>15</sup>, natomiast „kontrahenci niefinansowi”<sup>16</sup> tylko w przypadku posiadania bardzo dużych pozycji w instrumentach pochodnych, przekraczających pewne progi rozliczania (*clearing threshold*) określone nominałami transakcji. *Clearing threshold* i jego konsumpcja będzie wyznaczana na poziomie danego podmiotu i wszystkich jego transakcji dla każdej z następujących kategorii z osobna: kredytowe instrumenty pochodne, kapitałowe instrumenty pochodne, instrumenty pochodne stopy procentowej, walutowe instrumenty pochodne oraz towarowe instrumenty. Należy zauważyć, że progów tych nie będą konsumowały transakcje hedgingowe, czyli operacje zabezpieczające otwarte ekspozycje na poszczególne rodzaje ryzyka. Osiągnięcie ekspozycji przekraczającej *clearing threshold* będzie więc kwalifikowało instytucję jako obowiązującą do spełnienia wymogu centralnego rozliczania w odniesieniu do wszystkich później zawartych transakcji pochodnych (hedgingowych i spekulacyjnych). Należy jednak podkreślić, że transakcje wewnątrzgrupowe mogą zostać wyłączone z obowiązku centralnego rozliczania, a więc transakcje między podmiotami finansowymi z jednej grupy kapitałowej objętej konsolidacją nie podlegają bezwzględnie temu wymogowi<sup>17</sup>.

<sup>12</sup> IRS – *interest rate swap* – transakcja zamiany stóp procentowych.

<sup>13</sup> FRA – *Forward Rate Agreement* – terminowa transakcja na stopę procentową.

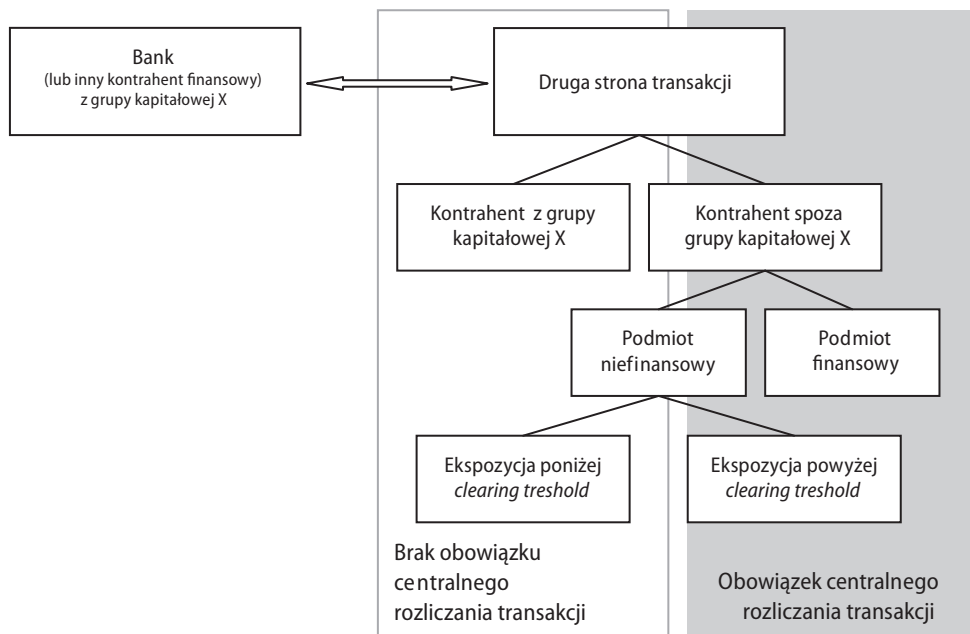
<sup>14</sup> *Basis swap* – swap stopy procentowej, kontrakt wymiany płatności odsetkowych.

<sup>15</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 z dnia 4 lipca 2012 r. w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji (Dz.U. L 201 z 27.7.2012), art. 2.

<sup>16</sup> Ibidem.

<sup>17</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 z dnia 4 lipca 2012 r. w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym,

Rysunek 1. Obowiązek centralnego rozliczenia transakcji – warunek podmiotowy



Źródło: Opracowanie własne na podstawie Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) nr 149/2013 z dnia 19 grudnia 2012 r. uzupełniającego rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących pośrednich uzgodnień rozliczeniowych, obowiązku rozliczania, rejestru publicznego, dostępu do systemu obrotu, kontrahentów niefinansowych, technik ograniczania ryzyka związanego z kontraktami pochodnymi będącymi przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, które nie są rozliczane przez kontrahenta centralnego oraz na podstawie Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 z dnia 4 lipca 2012 r. w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji.

Można się jednak obawiać, czy banki działające na rynku polskim nie będą próbowały uniknąć tego wymogu centralnego rozliczenia poprzez ucieczkę w stronę transakcji wewnątrzgrupowych czy też produktów niestandardowych. Na pewno ryzyko to jest realne, w szczególności w odniesieniu do banków działających w Polsce z kapitałem zagranicznym, które są znacząco mniejsze od swoich spółek matek i w odniesieniu do których decyzje te są często podejmowane na poziomie centralnym. Z całą pewnością ważnym czynnikiem jest także to, iż podmioty działające w ramach jednej grupy kapitałowej w niektórych przypadkach będą mogły zaoferować sobie wzajemnie korzystniejsze od rynkowych warunki transakcji (niższe marże wynikające z lepszej pozycji negocjacyjnej, niższe ryzyko wynikające z dokładniejszej



oceny standingu finansowego podmiotu), natomiast grupom kapitałowym ułatwi to zarządzanie ryzykiem kontrahenta na szczeblu skonsolidowanym czy uzgadnianie portfeli tych produktów, a uniknięcie obowiązku centralnego rozliczania może obniżyć koszt zawarcia transakcji. Pewnego rodzaju utrudnieniem będą jednak limity koncentracji zaangażowań, które mogą jednak skłonić banki do zawierania transakcji zabezpieczających czy spekulacyjnych z podmiotami finansowymi spoza ich grupy kapitałowej. Natomiast odejście w stronę transakcji odbiegających od standardowych może także pozwolić na uniknięcie tego obowiązku bez ponoszenia większych kosztów. Byłoby to z pewnością niezgodne z założeniami Rozporządzenia EMIR, jednak nie można lekceważyć takiej możliwości. Należy ją potraktować jako jeden z niepożądanych, ale możliwych skutków nowej regulacji.

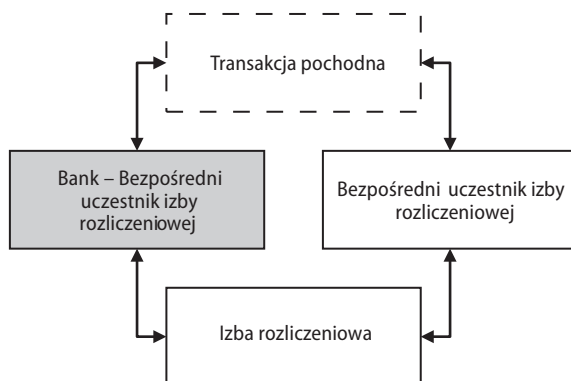
Uczestnik rynku przy wyborze izby rozliczeniowej będzie się kierował listą transakcji, które są obsługiwane przez daną izbę rozliczeniową (czy zawiera ona wszystkie transakcje, którymi jest zainteresowany – które zawiera i do centralnego rozliczania których jest zobowiązany). Podpisanie umowy z określoną izbą rozliczeniową wiąże się także z koniecznością udziału w systemie gwarantowania i wymogiem wnoszenia zabezpieczeń początkowych i zmiennych. Uczestnicy ci będą też zobowiązani do stosowania zdefiniowanych umów ramowych, w ramach których będą zawierane transakcje pochodne rozliczane centralnie. W celu dostępu do izb rozliczeniowych i funkcjonowania systemów potwierdzeń konieczne będzie też przystąpienie uczestników rozliczających do platform elektronicznych i korzystanie z nich w celu zawierania transakcji rozliczanych za pośrednictwem izb rozliczeniowych. Trudno więc nie zauważyć, iż wymóg centralnego rozliczania transakcji niesie za sobą wiele kosztów<sup>18</sup>. Warto także zauważyć, że ze względu na koszty dostosowania do korzystania z usług konkretnej izby rozliczeniowej, koszty wnoszonych zabezpieczeń (depozyt wstępny) oraz wymogi dotyczące dostosowania infrastruktury narzędziowej (inwestycje IT) raczej mało prawdopodobne jest to, że jakiś podmiot zdecyduje się na korzystanie z usług więcej niż jednej takiej izby. Należy także zauważyć, że korzystając z usług więcej niż jednej izby rozliczeniowej, tracimy częściowo korzyści z saldowania się wycen i ryzyk wynikających z portfela transakcji pochodnych. Skomplikowanie i koszty dostosowawcze mogą także skłonić niektóre banki polskie do uczestnictwa w izbach rozliczeniowych za pośrednictwem brokera należącego do izby rozliczeniowej (rysunek 2) i rezygnacji z dostępu bezpośredniego.

---

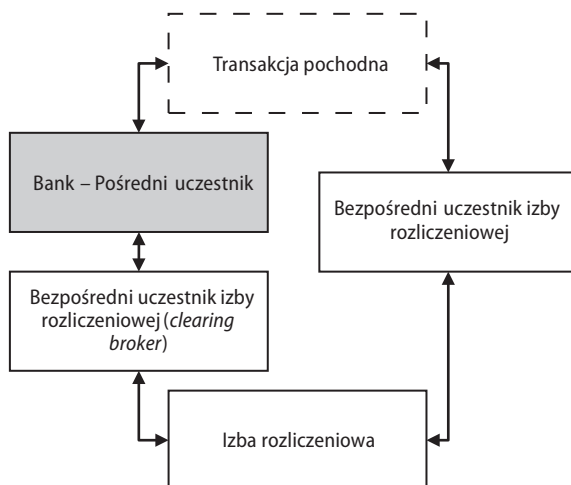
<sup>18</sup> P. Norman, *The Risk Controllers: Central Counterparty Clearing in Globalised Financial Markets*, John Wiley and Sons, Chichester 2011, s. 10–21.

## Rysunek 2. Możliwe schematy wypełniania obowiązku centralnego rozliczenia transakcji pochodnych

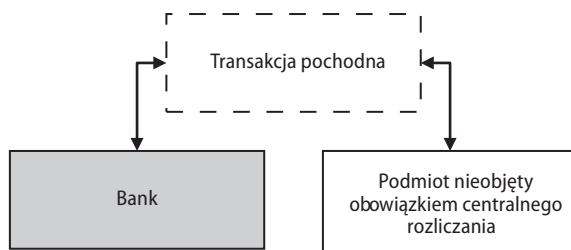
a) bezpośrednie uczestnictwo banku w izbie rozliczeniowej



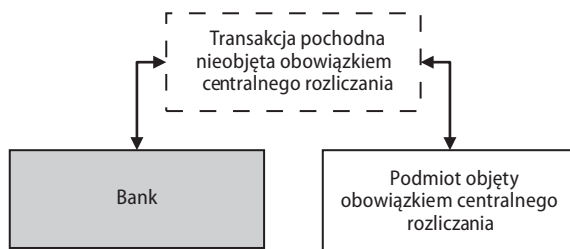
b) pośrednie uczestnictwo banku w izbie rozliczeniowej



c) transakcja wyłączona z obowiązku centralnego rozliczenia (warunek podmiotowy)



d) transakcja wyłączona z obowiązku centralnego rozliczenia (warunek przedmiotowy)



Źródło: opracowanie własne na podstawie Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 z dnia 4 lipca 2012 r. w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji.

## 2.2. Obowiązek raportowy

Obowiązek zgłaszania danych dotyczących kontraktów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym obejmuje wszystkie podmioty aktywne na tym rynku i mające siedzibę na terenie Unii Europejskiej. Dotyczy on nie tylko transakcji zawartych po wejściu w życie rozporządzenia, ale też tych zawartych przed tą datą, których termin zapadalności jeszcze nie upłynął (z zastrzeżeniem pewnych warunków, które są konsultowane przez ESMA i uczestników rynku<sup>19</sup>). Wymóg ten obejmuje zawsze obie strony kontraktu i musi być przez nie wypełniony nie później niż w następnym dniu roboczym po zawarciu, zmianie lub rozwiązaniu kontraktu<sup>20</sup>. Podmiotami odpowiedzialnym za gromadzenie danych będą tak zwane repozytoria<sup>21</sup>. Co więcej, podmioty działające na tym rynku będą zobowiązane do raportowania do ESMA faktu zajęcia dużych pozycji spekulacyjnych (przekroczenia *clearing threshold*) w poszczególnych typach produktów: kredytowych, kapitałowych, walutowych, towarowych instrumentach pochodnych, instrumentach pochodnych stopy procentowej, czy też informacji dotyczących zabezpieczeń ryzyka przedrozliczeniowego z tytułu

<sup>19</sup> European Banking Authority: EBA Final Draft Regulatory Technical Standards on Capital Requirements for Central Counterparties under Regulation (EU), No 648/2012, 2012, ANNEX VII–Impact Assessment, s. 256–283. European Banking Authority: EBA Final Draft Regulatory Technical Standards on Capital Requirements for Central Counterparties under Regulation (EU) No 648/2012, 2012, s. 60.

<sup>20</sup> Przepisy zaznaczają, że podmiot zgłaszający transakcję (we własnym imieniu, w imieniu swojego kontrahenta lub podmiotu obowiązane) nie będzie naruszał zakazu ujawniania informacji nałożonych zapisami kontraktu, ustawą, przepisami wykonawczymi lub administracyjnymi.

<sup>21</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 z dnia 4 lipca 2012 r. w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji (Dz.U. L 201 z 27.7.2012), art. 9.

kontraktów pochodnych. Nałożony przez Rozporządzenie obowiązek ma na celu stworzenie bazy wiedzy na temat rynku derywatów OTC. Ważne jest, iż dotyczy wszystkich uczestników rynku bez wyjątku, ale obejmuje tylko transakcje powyżej progu, który doprecyzowany ma być w standardach technicznych (przewidywana data wejścia w życie obowiązku raportowania to początek 2014 r.). To wyznaczenie progu może powodować, iż zapis ten nie będzie dotyczył najmniej aktywnych na tym rynku podmiotów, zawierających transakcje o małych nominałach. Mimo to wszystkie instytucje bankowe będą musiały go wypełniać bezsprzecznie, ale mogą one również zdecydować o zaoferowaniu swoim klientom możliwości realizacji tych zaleceń w ich imieniu. Będzie to zapewne dodatkową zaletą oferty tych banków dla klientów niefinansowych, którzy zabezpieczają swoje ekspozycje walutowe lub stopy procentowej za pomocą produktów pochodnych oferowanych przez banki. Może się też okazać, że banki, jako podmioty o większej wiedzy i doświadczeniu, będą się obawiały sankcji płynących z niepełnej informacji przekazywanej do repozytorium transakcji i będą nawet preferowały wykonanie obowiązku raportowego nie tylko w imieniu własnym, ale także kontrahenta. Należy zauważyć, że powstanie szeroka baza danych na temat tego rynku instrumentów pochodnych, także na temat rynku polskiego. Będzie to więc także interesujące źródło danych, które mogą mieć wpływ na szacunki dotyczące rozmiarów tego rynku w Polsce, pozycji konkurencyjnej czy na wybór strategii działania podmiotów bankowych na rynku polskim.

Wejście w życie dwóch wyżej wymienionych wymogów – obowiązku raportowania i centralnego rozliczania – powoduje konieczność spełnienia jeszcze jednego warunku: powstania podmiotów, które będą odpowiedzialne za gromadzenie danych (repozytoria transakcji) oraz centralne rozliczanie (centralne izby rozliczeniowe). Powoduje także konieczność otrzymania przez te podmioty od ESMA (Europejskiego Organu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych) zezwolenia na wykonywanie tych zadań. W Polsce przedsięwzięcia tego podjął się Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych, tworząc odrębną kapitałowo i prawnie jednostkę KDPW\_CCP<sup>22</sup>. Jest to inicjatywa mająca na celu stworzenie nowego podmiotu liczącego się na rynku dużych izb rozliczeniowych, który rozpocznie swoją działalność wraz z pojawieniem się nowego wymogu centralnego rozliczania. O ile na rynku europejskim istnieje już kilka znaczących izb rozliczeniowych o dużym doświadczeniu w tej materii, o tyle w Polsce powstaje nowy podmiot, którego przewagą może być polska jurysdykcja prawna, uczestnictwo członków rozliczających niepowiązanych tak silnie transak-

---

<sup>22</sup> Informacja w sprawie terminu rozpoczęcia stosowania przepisów Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 z dnia 4 lipca 2012, (EMIR) przez strony kontraktów pochodnych zawartych poza rynkiem regulowanym, KNF, Warszawa 2012.

cyjnie z globalnymi rynkami (niższe ryzyko zarażania) czy też obsługa transakcji w walucie lokalnej, jaką jest złoty oraz dostosowanie do lokalnych wymagań i standardów. Wybór izby rozliczeniowej (jednej lub więcej, o ile będzie to racjonalne) dokonany zostanie przez podmioty obowiązane do centralnego rozliczania zapewne do końca 2013 r.<sup>23</sup>

Należy także zaznaczyć, że KDPW\_CCP planuje wyodrębnienie podmiotu pełniącego rolę repozytorium transakcji. Ponieważ treść Rozporządzenia umożliwia swego rodzaju niezależność pomiędzy wyborem izby rozliczeniowej a wyborem repozytorium transakcji, może się okazać, że chociaż banki polskie po części korzystają z usług dużych izb rozliczeniowych, to transakcje pochodne wciąż raportować będą do lokalnego repozytorium danych.

Czynniki wpływające na decyzję o wyborze izby rozliczeniowej to zarówno względy strategiczne, jak i wymogi ze strony izby czy też poziom ryzyka. Z pewnością jednym z najistotniejszych czynników jest fakt, iż w jednej izbie rozliczeniowej muszą się „spotkać” obie strony transakcji, dlatego też przed każdym uczestnikiem postawione będzie pytanie, jacy kontrahenci są dla niego strategiczni i w jakich izbach rozliczeniowych mógłby on rozliczać z nimi transakcje. Kolejną istotną kwestią jest oferta produktowa i fakt, jakie waluty obsługuje każda z izb rozliczeniowych, co jest rozważane przy wyborze. Oczywiście każdy podmiot rozliczający będzie musiał spełniać wymogi uczestnictwa w konkretnym CCP<sup>24</sup>, stąd też istotne będą warunki co do wysokości kapitałów czy inne, które jednak mogą być bardzo zbliżone wśród konkurujących izb. Z punktu widzenia kosztów zabezpieczeń istotny jest wymóg depozytu właściwego i dodatkowego oraz funduszu zabezpieczającego czy wymóg co do rodzajów akceptowanych form zabezpieczeń. System gwarantowania zabezpieczeń może zniechęcić do korzystania z oferty izb rozliczeniowych podmioty o mniejszej płynności czy niższych ekspozycjach ze względu na próg opłacalności i skłonić takie jednostki do korzystania z usług rozliczeniowych za pośrednictwem większych banków lub innych brokerów uczestniczących w centralnym rozliczaniu. Wysokie bariery kosztowe mogą także działać na korzyść wyboru lokalnej izby rozliczeniowej powstającej w Polsce (niższe koszty usługi w początkowym okresie istnienia izby)<sup>25</sup>. Mówiąc o ryzyku, jakie bierze na siebie uczestnik izby rozliczeniowej należy zapoznać

<sup>23</sup> Cairneagle, *How to Survive the CCP Revolution*, News 2010, <http://www.cairneagle.com/downloads/CCPRevolution.pdf>, dostęp: 01.12.2012.

<sup>24</sup> CCP – Central Counterparty, kontrahent centralny. Definicja CCP w Rozporządzeniu Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 z dnia 4 lipca 2012 r. w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji (Dz.U. L 201 z 27.7.2012), art. 2.

<sup>25</sup> <http://www.kdpwccp.pl/> dostęp: 15.02.2013.

się z procedurami CCP co do obsługi sytuacji bankructw i co do doświadczenia izby w tym względzie. Ważnym czynnikiem jest też poziom koncentracji zaangażowań konkretnych izb rozliczeniowych, który wpływa na poziom ryzyka reprezentowanego przez izbę rozliczeniową. Osiągane korzyści z dokonanego wyboru co do uczestnictwa w izbie rozliczeniowej powinny równoważyć ponoszone koszty<sup>26</sup>.

Wszystkie te wyżej wymienione czynniki komplikują wybór, przed jakim stają uczestnicy nieregulowanego rynku instrumentów pochodnych. O ile sytuacja jest łatwiejsza w przypadku dużych grup kapitałowych, które są już doświadczonymi członkami dużych europejskich izb rozliczeniowych, o tyle wybór ten jest szczególnie trudny dla podmiotów niewielkich czy działających na rynku polskim. Natomiast praktyka już pokazała, że nawet wielkie banki europejskie preferują koncentrowanie się na jednej izbie rozliczeniowej<sup>27</sup>. Dodatkowo przedstawione argumenty wpływać mogą niekorzystnie na sytuację nowych lokalnych izb rozliczeniowych, które chciałyby zaistnieć na tym rynku.

Jak nietrudno zauważyć, obowiązek centralnego rozliczania i raportowania będzie wymagał sporych reorganizacji procesów funkcjonujących w organizacji uczestników nieregulowanego rynku instrumentów pochodnych oraz wymagał będzie znaczących nakładów finansowych na rozwiązania IT czy koszt obsługi przez CCP, na repozytorium transakcji czy też platformy elektroniczne. Co więcej, konieczne będzie stworzenie połączeń między systemami IT (interfejsów) stosowanymi przez podmioty obowiązane a centralnym izbami rozliczeniowymi czy repozytoriami danych. Ważnym aspektem jest także aspekt prawny – mianowicie izby rozliczeniowe wymagają, aby podmioty rozliczające kontrakty za ich pośrednictwem zawierały między sobą umowy ramowe określone według wzorów ISDA<sup>28</sup>. Dokumentacja ISDA jest raczej standardem na rynku międzybankowym, jednak wymóg ten może stanowić pewien problem dla polskich banków, które posługiwały się stworzonymi przez siebie wzorami umów ramowych (np. na podstawie wzorca Związku Banków Polskich<sup>29</sup>) i rodzić konieczność wymiany tych umów w przypadku części korporacyjnych klientów zainteresowanych centralnym rozliczaniem.

---

<sup>26</sup> P. Norman, *The Risk Controllers...*, op.cit., s. 21

<sup>27</sup> Cairneagle, *How to Survive...*, op.cit.

<sup>28</sup> ISDA – International Swaps and Derivatives Association (umowy ramowe opracowane przez ISDA stanowią jeden z najpopularniejszych na świecie standardów umów dotyczących kontraktów pochodnych OTC).

<sup>29</sup> Tzw. umowy PMA – Polish Master Agreement, wzorce umów opracowane przez Związek Banków Polskich.

### 2.3. Obowiązek stosowania technik ograniczania ryzyka

Trzeci z kolei wymóg stosowania technik ograniczania ryzyka dotyczy transakcji nierozliczanych przez CCP, a więc zarazem transakcji niepodlegających wymogowi centralnego rozliczania. Wśród najistotniejszych należy wymienić obowiązek zatwierdzania transakcji w wyznaczonym przedziale czasu (uzależnionym od formy zawarcia kontraktu) oraz stosowania procesów uzgadniania portfeli i zarządzania ryzykiem powiązonym<sup>30</sup>. Obowiązek ten można uznać za istotny dla polskiego rynku, ponieważ pozwoli na wczesne wykrywanie sporów między stronami i ich odpowiednie rozstrzygnięcie. Można mieć nadzieję, że zmniejszy on ilość sporów sądowych na polskim rynku, które dotyczą transakcji pochodnych. Regulacja nakłada także wymagania stosowania spójnych praktyk wymiany zabezpieczeń, w szczególności umów wymiany zabezpieczenia zmiennego między stronami transakcji bilateralnych (nierozliczanych centralnie).

Nie można także pominąć faktu powstania obowiązku pobierania zabezpieczeń zmiennych od kontrahentów, z którymi zawierane będą transakcje pochodne OTC. Ten wymóg zostanie jednak dopiero bliżej sprecyzowany w regulacyjnych standardach technicznych opracowywanych przez ESMA. Ponieważ wiele banków w Polsce wymaga od klientów podpisania umów zabezpieczenia zmiennego lub wnoszenia innych form zabezpieczeń (np. hipoteka), można oczekiwać, że nie będzie on miał znaczącego wpływu na zmianę poziomu ryzyka i ich zabezpieczeń na rynku polskim. Jednym z ciekawych aspektów w tym zakresie jest istnienie w Polsce niesymetrycznych umów zabezpieczenia zmiennego w relacji bank – klient niefinansowy. Interesujący jest więc fakt, czy regulacyjne standardy techniczne zmuszą polskie banki do przyjęcia także pewnych obowiązków w tego rodzaju umowach, czy pozwolą im pozostać stroną posiadającą jedynie prawo do wzywania do wnoszenia zabezpieczenia.

## 3. Charakterystyka rynku polskiego a skutki nowych wymogów

Wyżej przedstawione wymogi i zmiany w funkcjonowaniu rynku instrumentów pochodnych należy odnieść do charakterystyki rynku polskiego i podmiotów bankowych aktywnych na tym polu. Cechą polskiego rynku instrumentów pochodnych

---

<sup>30</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 z dnia 4 lipca 2012 r. w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji (Dz.U. L 201 z 27.7.2012), art. 11.

jest koncentracja. Głównymi organizatorami, a także uczestnikami tego obrotu, są banki, dlatego warto przyjrzeć się ich strukturze<sup>31</sup>. Wśród najaktywniejszych podmiotów na tym rynku znajdują się największe banki w Polsce pod względem sumy bilansowej<sup>32</sup> (Bank Gospodarki Żywnościowej SA, Bank Handlowy w Warszawie SA, Bank Polska Kasa Opieki SA, Bank BPH SA, Bank Millennium SA, Bank Zachodni WBK SA, BRE Bank SA, Deutsche Bank Polska SA, ING Bank Śląski SA, Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski SA, Raiffeisen Bank Polska SA) kilka mniejszych banków (Bank Gospodarstwa Krajowego, HSBC Bank Polska SA) oraz kilka oddziałów instytucji kredytowych: BNP Paribas SA Oddział w Polsce, RBS Bank (Polska) SA, Société Générale SA Oddział w Polsce. Tylko 2 z wymienionych podmiotów są własnością polskiego kapitału (PKO BP SA oraz BGK), podczas gdy pozostałe banki są własnością spółek matek mających swoje siedziby w państwach UE czy Stanach Zjednoczonych<sup>33</sup>.

Wpływ kapitału zagranicznego nie może być tu pominięty, gdyż można się spodziewać, że decyzje centralne (podejmowane przez organy zarządzające spółki matki) będą mieć odzwierciedlenie w istotnym dla polskiego rynku obraniu strategii wyboru przez polskie banki konkretnych izb rozliczeniowych. Można przypuszczać, że spółki matki będą skłonne do proponowania podmiotom zależnym oferty rozliczania transakcji pochodnych za ich pośrednictwem lub też skłaniać się do objęcia jak największej liczby ekspozycji kontraktami wewnątrzgrupowymi. Zapewne może to ułatwić grupom kapitałowym zarządzanie ryzykiem kontrahenta na poziomie globalnym i minimalizować koszty centralnego rozliczania (koszt zabezpieczeń np. wstępnego depozytu rozliczeniowego lub obniżenie innych zabezpieczeń z powodu saldowania części ekspozycji). Jednak mogłoby to prowadzić do znacznej koncentracji ryzyka kontrahenta w ramach poszczególnych grup finansowych. Co więcej, prowadziłyby do silnej zależności tych podmiotów od spółek matek, ich oferty cenowej czy koncentracji ryzyka (większość transakcji z jednym lub kilkoma kontrahentami z jednej grupy kapitałowej).

Jak szacuje się na podstawie badań przeprowadzonych w 2010 r., 17 wyżej wspomnianych banków i oddziałów instytucji kredytowych przeprowadza transakcje walutowe i pozagiełdowe transakcje pochodne stanowiące ponad 90% obrotów na rynku krajowym (odpowiednio 93% i 98%)<sup>34</sup>.

<sup>31</sup> *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2009 r.*, NBP, Warszawa 2011.

<sup>32</sup> *Wyniki badania obrotów w kwietniu 2010 r. na rynku walutowym i rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych w Polsce*, NBP, Warszawa 2010.

<sup>33</sup> *The report: TOP 200 BANKS IN CEE – 2011 EDITION*, Inteliace Research, 2011.

<sup>34</sup> *Wyniki badania obrotów w kwietniu 2010 r. na...*, op.cit.



Wśród operacji na rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych stopy procentowej w 2010 r. dominują transakcje zawierane na rynku międzybankowym (ponad 99% średnich dziennych obrotów). Ponieważ transakcje te w pierwszej kolejności podlegać będą obowiązkowi centralnego rozliczania, warto zaznaczyć, że tylko 11% operacji stanowią transakcje wewnątrzgrupowe, które są wyłączone z tego obowiązku. Można zauważyć, iż dominują transakcje zawierane na polskie stopy procentowe – 99% transakcji FRA, 92% transakcji IRS (bez OIS<sup>35</sup>). Podmioty zawierające transakcje głównie w walucie lokalnej PLN, jak i w kilku innych głównych (EUR, USD) będą zapewne poszukiwać izb rozliczeniowych obsługujących wszystkie te waluty jednocześnie. Można jednak liczyć, że oferta izb rozliczeniowych będzie się rozwijać w miarę pojawiania się nowych standardów technicznych, które obejmować będą obowiązkiem kolejne produkty i waluty. Jednak stawia to w niekorzystnym położeniu KDPW\_CCP, które w pierwszej kolejności skupia się na rozwoju oferty tylko dla waluty PLN; można jednak przypuszczać, że do czasu wejścia w życie obowiązku centralnego rozliczania transakcji w walutach takich, jak EUR czy USD (a zapewne pojawią się one w pierwszej kolejności), ta izba rozliczeniowa będzie już na to gotowa.

Transakcje pozagiełdowe rynku walutowego staną się przedmiotem obowiązku rozliczania za pomocą CCP w późniejszym czasie niż instrumenty stopy procentowej. Warto jednak przeanalizować także ten rynek w Polsce. Wśród operacji na rynku walutowym w 2010 r. ponad 90% obrotów netto stanowiły transakcje z podmiotami finansowymi. Transakcje z podmiotami finansowymi podlegać będą wymogowi centralnego rozliczania, za wyjątkiem transakcji wewnątrzgrupowych. A więc 24% obrotów netto na rynku walutowym stanowiły operacje z podmiotami powiązanymi kapitałowo. Wśród walutowych instrumentów pochodnych największe obroty odnotowywane są na produktach takich, jak swapy walutowe (998 mln USD średnich obrotów dziennie) i transakcje outright-forward (293 mln USD), podczas gdy opcje walutowe i transakcje CIRS<sup>36</sup> stanowiły dużo mniejszy odsetek (odpowiednio 62 mln i 2 mln USD). Warto jednak podkreślić, że produkty takie jak outright-forward i swapy walutowe nie stanowią jak na razie celu zainteresowania dla regulacji EMIR.

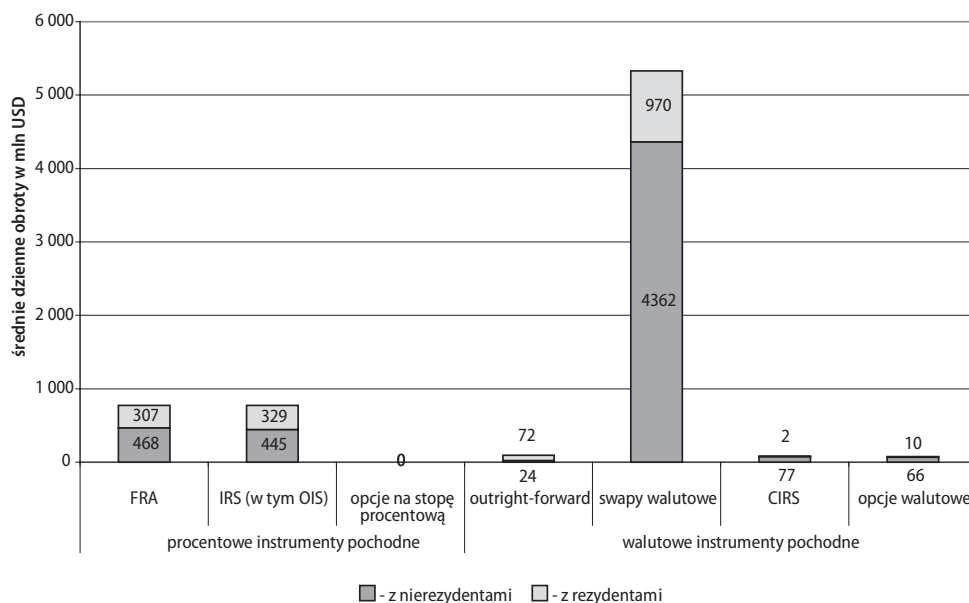
Można oczekiwać, że także struktura kontrahentów wpłynie na decyzję co do przyjęcia oferty określonego CCP. Analizując dane z 2010 r., można dostrzec, że wśród finansowych podmiotów aktywnych na naszym rynku stopy procentowej występuje raczej równomierny udział rezydentów i nierezydentów (rysunek 3). Fakt,

<sup>35</sup> OIS – *overnight index swap*, OIS są specyficznymi transakcjami IRS, w których rolę stawki zmiennej pełni WIBOR overnight (O/N) lub stawka Polonia.

<sup>36</sup> CIRS – *currency interest rate swap*, transakcja walutowej zamiany stóp procentowych.

że na tym rynku tylko 11% stanowią transakcje wewnątrzgrupowe, może skłaniać polskie banki do wyboru europejskich izb rozliczeniowych, w których uczestniczą już po części ich obecni kontrahenci. Innym skutkiem tego stanu rzeczy może być decyzja o zmianie struktury kontrahentów i zwrócenie się w stronę podmiotów lokalnego rynku, korzystających z usług lokalnej izby rozliczeniowej KDPW\_CCP (a w efekcie większej izolacji tego rynku od rynku europejskiego) lub też przeciwnie, skłonić te podmioty do przekierowania tej części aktywności w stronę własnych grup kapitałowych (a w efekcie większej zależności i podatności na wpływ spółek matek i ich kondycji finansowej).

**Rysunek 3. Udział rezydentów i nierezydentów wśród podmiotów finansowych aktywnych na polskim rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych**



Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Wyniki badania obrotów w kwietniu 2010 r. na rynku walutowym i rynku pozagiełdowym instrumentów pochodnych w Polsce*, NBP, Warszawa 2010.

## 4. Podsumowanie

Przedstawiona powyżej analiza pokazuje, że polski rynek pozagiełdowych instrumentów pochodnych znalazł się obecnie w punkcie zwrotnym. Wśród skutków regulacji EMIR wymienia się często wzrost kosztów funkcjonowania rynku

instrumentów pochodnych OTC, które mogą zostać przerzucone na podmioty spoza międzybankowego rynku, czyli na klientów instytucji finansowych i podmioty gospodarcze korzystające z tych instrumentów w celu zabezpieczenia własnych ekspozycji. Pojawia się także ryzyko postępującej fragmentaryzacji pewnych rynków. Można się spodziewać, że nowy obowiązek centralnego rozliczania transakcji będzie prowadził do zmiany struktury kontrahentów w pozagiełdowych kontraktach pochodnych. Będzie to powodować, że polskie banki będą zawierać transakcje objęte obowiązkiem rozliczeniowym tylko z członkami tej samej izby rozliczeniowej. Jeśli będzie to lokalna izba rozliczeniowa, udział transakcji z nierezydentami może się zmniejszyć na rzecz rezydentów. Inną, groźniejszą dla polskiego rynku bankowego obawą jest ryzyko zastąpienia transakcji pochodnych poprzez kontrakty wewnętrzgrupowe. Taka sytuacja prowadzić będzie do silnego uzależnienia się polskich banków od spółek matek w obszarze instrumentów pochodnych – w zarządzaniu strukturą bilansu i w działalności skarbowej. Wpłynęłoby to także na większą podatność tych podmiotów na przenoszenie się problemów obserwowanych w spółkach matkach na banki działające w Polsce. Można też rozważyć możliwą sytuację wyboru lokalnej izby rozliczeniowej przez większą część banków działających w Polsce. W pewnym stopniu uchroniłoby to podmioty przed globalnymi wstrząsami płynącymi z bardziej zaawansowanych rynków, ale jednocześnie uczyniłoby je bardziej wrażliwymi na lokalne ryzyka, które będą mniej zdywersyfikowane w ramach takiej lokalnej izby. Biorąc jednak pod uwagę fakt konserwatywnego podejścia wielu polskich banków do limitowania oferty derywatów klientom korporacyjnym, nie należy się tego nadmiernie obawiać. Należy także rozważyć prawdopodobieństwo wyboru przez polskie banki znanych globalnych izb rozliczeniowych prowadzących także rozliczenia kontraktów w PLN. Większa liczba takich decyzji wśród polskich banków prowadziłaby do otwarcia się polskiego rynku na wpływy ze strony dużych graczy, ale też powodowałaby większą konkurencję cenową na rynku międzybankowym.

Z globalnego punktu widzenia, wprowadzenie jednolitych zasad centralnego rozliczania transakcji pochodnych w całej Unii Europejskiej, a także zbliżonych reguł w innych obszarach geograficznych (m.in. Stanach Zjednoczonych), pozwoli odnieść wiele korzyści. Zalety w postaci łatwego i tańszego dostępu do nowych kontrahentów, korzyści z saldowania transakcji zawartych z różnymi partnerami, wypracowania lepszych standardów prawnych i operacyjnych są bardzo istotne. Najważniejszy jest jednak główny cel powołania instytucji centralnego partnera – podniesienie płynności rynku instrumentów pochodnych OTC, także w sytuacjach kryzysów na rynkach finansowych oraz ułatwione zarządzanie upadłością głównych graczy na tym rynku. Nie sposób pominąć faktu, iż po wprowadzonych zmianach, w przypadku upadłości dużych podmiotów, straty z tytułu nierozliczonych transakcji pochodnych będą

rozdystribuowane między dużą liczbę podmiotów (członków izby rozliczeniowej), a tym samym mniej dotkliwe dla każdego z nich z osobna. Tym samym stabilność systemu zostanie podwyższona<sup>37</sup>.

Wśród istotnych zalet nie można zapomnieć o korzyściach płynących z nowego obowiązku raportowania transakcji pochodnych do repozytoriów danych. Wpłyne to na rozwój wiedzy na temat istniejących powiązań między podmiotami działającymi na polskim i zagranicznym rynku instrumentów pochodnych. Pozwoli to także ocenić, jaki typ podmiotów finansowych i niefinansowych jest bardziej podatny na ryzyka walutowe czy stopy procentowej, oraz wykaże, które z podmiotów posiadają najwyższe pozycje spekulacyjne (pozycje spekulacyjne powyżej wyznaczonego progu). Dostępna stanie się też wiedza na temat udziału ekspozycji zabezpieczonych i niezabezpieczonych wśród podmiotów aktywnych na europejskim nieregulowanym rynku instrumentów pochodnych.

## Bibliografia

### Dokumenty prawne

1. Basel Committee on Banking Supervision: Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems – revised version, 2011.
2. Basel Committee on Banking Supervision: Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems, 2010.
3. Basel Committee on Banking Supervision: Progress report on Basel III implementation, 2012.
4. The Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act 2009 (Pub.L. 111–203, H. R. 4173).
5. European Banking Authority: EBA Final Draft Regulatory Technical Standards on Capital Requirements for Central Counterparties under Regulation (EU), No 648/2012, 2012.
6. European Commission (2012), High Level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector: Final Report, October 2, Brussels, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/bank/docs/high-level\\_expert\\_group/report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/high-level_expert_group/report_en.pdf).

---

<sup>37</sup> J. Gregory, *Counterparty Credit Risk: The continuing challenge for global financial markets*, John Wiley and Sons, Chichester 2012, s. 114 oraz M.A. Segoviano, M. Singh, *Counterparty Risk in the Over-the-Counter Derivative market*, IMF working paper, November 2008, s. 17–18.

7. Rozporządzenie Delegowane Komisji (UE) nr 149/2013 z dnia 19 grudnia 2012 r. uzupełniające rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących pośrednich uzgodnień rozliczeniowych, obowiązku rozliczania, rejestru publicznego, dostępu do systemu obrotu, kontrahentów niefinansowych, technik ograniczania ryzyka związanego z kontraktami pochodnymi będącymi przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, które nie są rozliczane przez kontrahenta centralnego (Dz.U. L 52/11 z 23.2.2013).
8. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 z dnia 4 lipca 2012 r. w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji (Dz.U. L 201 z 27.7.2012).

### **Wydawnictwa zwarte**

1. ECB and Fed Chicago (July 2007), *The role of central counterparties*.
2. Gregory J., *Counterparty Credit Risk: The continuing challenge for global financial markets*, John Wiley and Sons, Chichester 2012.
3. Gregory J., *Counterparty Credit Risk: The new challenge for global financial markets*, John Wiley and Sons, Chichester 2009.
4. Norman P., *The Risk Controllers: Central Counterparty Clearing in Globalised Financial Markets*, John Wiley and Sons, Chichester 2011.

### **Artykuły prasowe i okolicznościowe**

1. Basel Committee on Banking Supervision, *Global Systemically Important Banks: Assessment Methodology and the Additional Loss Absorbency Requirement (rules text)*, November, Basel: Bank for International Settlements, <http://www.bis.org/publ/bcbs207.pdf>.
2. Chow J., Surti J., *Making Banks Safer: Can Volcker and Vickers do it?*, Working Paper 11/236, International Monetary Fund, Washington, D.C. 2011.
3. Duffie D., *Market Making Under the Proposed Volcker Rule*, Working Paper, Stanford 2012.
4. Lin L., Surti J., *Capital Requirements for Over-the-Counter Derivatives Central Counterparties*, IMF working paper, January 2013;
5. Miguel A.S., Singh M., *Counterparty Risk in the Over-the-Counter Derivative market*, IMF working paper, November 2008.
6. *Raport aktywność banków na rynkach finansowych w październiku 2012 r.*, NBP, Warszawa 2012.
7. *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2009 r.*, NBP, Warszawa 2010.

8. *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2010 r.*, NBP, Warszawa 2011.
9. *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2011 r.*, NBP, Warszawa 2012.
10. Viñals J., Pazarbasioglu C., Surti J., Narain A., Erbenova M., Chow J., *Creating a Safer Financial System: Will the Volcker, Vickers, and Liikanen Structural Measures Help?*, SDN/13/4, IMF Staff Discussion Note; May 2013.
11. *Wyniki badania obrotów w kwietniu 2004 r. na rynku walutowym i rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych w Polsce*, NBP, Warszawa 2004.
12. *Wyniki badania obrotów w kwietniu 2007 r. na rynku walutowym i rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych w Polsce*, NBP, Warszawa 2007.
13. *Wyniki badania obrotów w kwietniu 2010 r. na rynku walutowym i rynku pozagiełdowych instrumentów pochodnych w Polsce*, NBP, Warszawa 2010.

### **Materiały internetowe**

1. Cairneagle, *How to Survive the CCP Revolution*, News 2010, <http://www.cairneagle.com/downloads/CCPRevolution.pdf>, dostęp: 01.12.2012.
2. <http://biznes.pl/magazyny/finanse/gielda/repozytorium-transakcji-w-kdpw,5281132,magazyn-detal.html>, dostęp: 15.01.2013.
3. <http://www.esma.europa.eu/>, dostęp: 15.02.2013.
4. <http://www.kdpwccp.pl/>, dostęp: 15.02.2013.
5. University Graduate School of Business, [www.darrellduffie.com/uploads/policy/DuffieVolckerRule.pdf](http://www.darrellduffie.com/uploads/policy/DuffieVolckerRule.pdf).

*Dariusz Urban*  
Wydział Zarządzania  
Uniwersytet Łódzki

# Wyniki finansowe państwowych funduszy majątkowych a ich portfel inwestycyjny – analiza empiryczna

## 1. Wprowadzenie

Jeśli do zobrazowania zmian zachodzących na przestrzeni ostatnich lat w gospodarce światowej wykorzystać można by jedynie jeden element, to wydaje się, że mógłby nim być rozwój nowego typu inwestorów instytucjonalnych – państwowych funduszy majątkowych. Te wehikuły inwestycyjne są bowiem doskonałym probierzem przemian dokonujących się w gospodarce i finansach. Ich funkcjonowanie dotyka tak istotnych kwestii, jak m.in.: zmiana ekonomicznego układu sił na świecie i rosnąca rola gospodarek z rynków wschodzących, problem nierównowagi w wymianie handlowej, kwestie interwencyjnej roli państwa w łagodzeniu skutków ostatniego kryzysu finansowego, czy wreszcie zagadnienia globalizacji rynków finansowych i przepływów pieniężnych.

Wskazana tematyka jest ze wszelkich miar aktualna, gdyż z jednej strony podmioty te, ze względu na długofalowy charakter podejmowanej działalności inwestycyjnej, postrzegane zaczynają być jako ważne ogniwo światowych finansów, z drugiej zaś coraz liczniejsza grupa państw rozważa możliwość utworzenia tego typu wehikułów inwestycyjnych, dostrzegając korzyści, jakie fundusze te przynoszą dla krajowej gospodarki<sup>1</sup>. Jest to zarazem problematyka istotna i ważna, albowiem ogniskuje

---

<sup>1</sup> W tej grupie krajów znajdują się m.in. Niemcy, dla których tego typu fundusz mógłby stanowić rozwiązanie problemu inwestowania nadwyżki z wymiany handlowej z zagranicą, zob.: D. Gross, T. Mayer, *A Sovereign Wealth Fund to Lift Germany's Course of Excess Savings*, „Centre for European Policy Studies” 2012, No. 280.

ona w sobie kluczowe zagadnienia z obszaru finansów i ekonomii, z których część wskazana została powyżej. Na gruncie polskim problematyka państwowych funduszy majątkowych, zwłaszcza w wymiarze finansowym, to nadal relatywnie słabo opisana i zbadana dziedzina. W świetle przedstawionych wyżej argumentów pożądanym i uzasadnionym z naukowego punktu widzenia wydaje się być prowadzenie pogłębionych badań w tym obszarze.

Celem artykułu jest próba przynajmniej częściowego wypełnienia luki w wiedzy na temat relacji między stopami zwrotu osiąganymi przez wybrane państwowe fundusze majątkowe a grupami aktywów objętych inwestowaniem, wielkością funduszy oraz okresem ich funkcjonowania. W części teoretycznej artykułu dokonany został przegląd polskiej literatury z zakresu państwowych funduszy majątkowych. Część empiryczna poświęcona została analizie korelacji pomiędzy roczną stopą zwrotu a udziałem wybranych grup aktywów w portfelu 11 wybranych funduszy, wielkością tych funduszy oraz okresem funkcjonowania na rynku.

## 2. Państwowe fundusze majątkowe – przegląd badań na gruncie polskim

W literaturze światowej debata na temat państwowych funduszy majątkowych zapoczątkowana została w roku 2005 przez artykuł Andrewa Rozanova „Who holds the wealth of nations?”<sup>2</sup>, w którym jego autor wskazał na pojawienie się nowego typu podmiotów z sektora państwowego.

Na gruncie polskim problematyka państwowych funduszy majątkowych pojawiła się po raz pierwszy w roku 2008. Pionierami, którzy zapoczątkowali debatę naukową w obszarze funduszy, byli Kamilla Marchewka-Bartkowiak, Wanda Pełka oraz Mirosław Budzicki. Kamilla Marchewka-Bartkowiak<sup>3</sup> w recenzji książki „Sovereign Wealth Management” opublikowanej pod redakcją Jennifer Johnson-Calari oraz Malana Rietvelda wskazała, że państwowe fundusze majątkowe stały się coraz częściej poruszonym tematem zarówno na płaszczyźnie badań naukowych, jak i w rozmowach na najwyższych szczeblach władz. Autorka zwróciła również uwagę na kontrowersje i skrajne emocje, jakie wywołuje działalność tych podmiotów. Są one z jednej strony pożądanymi udziałowcami w wielu przedsiębiorstwach, uważane są ponadto za ważne ogniwo makroekonomicznej stabilizacji finansowej kraju oraz

---

<sup>2</sup> A. Rozanov, *Who holds the wealth of nations?*, „Central Banking Journal” 2005, Vol. XV, No. 4.

<sup>3</sup> K. Marchewka-Bartkowiak, *Recenzja książki: Jennifer Johnson-Calari, Malan Rietveld (red.), Sovereign Wealth Management*, „Bank i Kredyt”, grudzień 2008.



zabezpieczenie przed kryzysami finansowymi, z drugiej jednak strony, ze względu na własność spoczywającą w całości w rękach krajów, istnieje obawa, że ich działalność może mieć podłoże polityczne, a inwestycje przez nie dokonywane wywierają mogą destabilizujący wpływ na ceny rynkowe. W recenzji autorka prezentuje również działania, jakie podejmowane są na szczeblu międzynarodowym, zmierzające do ustanowienia standardów funkcjonowania i monitorowania działalności funduszy. Dowodzi ponadto, że w sytuacji niekorzystnych zmian demograficznych w Polsce ta forma zarządzania aktywami i pasywami finansowymi państwa również powinna być brana pod uwagę.

Z kolei Wanda Pełka porusza problematykę uregulowania działalności państwowych funduszy majątkowych<sup>4</sup>. Prezentuje ponadto katalog korzyści wynikających z funkcjonowania tych podmiotów dla gospodarki krajowej oraz światowej, jak również listę potencjalnych zagrożeń, jakie fundusze te mogą generować. Autorka wskazuje również, że analizowane podmioty są dowodem na zasadniczą zmianę, jaka dokonuje się na płaszczyźnie światowych finansów, a którą jest odchodzenie od polityki neoliberalnej promującej sektor prywatny i przesunięcie punktu ciężkości w kierunku podmiotów państwowych. W konkluzjach autorka dowodzi, że po pierwsze fundusze wywierają zarówno pozytywny, jak i negatywny wpływ na rozwój gospodarczy kraju i światowy system finansowy, a po drugie w przyszłości należy oczekiwać istotnego wpływu tych podmiotów na funkcjonowanie światowych rynków finansowych, po trzecie wreszcie wdrożenie kodeksu dobrych praktyk regulującego funkcjonowanie tych instytucji zmniejszyć może presję na wzrost protekcjonizmu w światowym systemie finansowym. Kwestie roli, jaką fundusze odgrywać mogą w gospodarce światowej, były także przedmiotem analiz autora niniejszego opracowania<sup>5</sup>. Wskazuje on, że ze względu na specyficzne cechy tej grupy inwestorów, takie jak: długi horyzont inwestycyjny, ograniczone potrzeby w zakresie płynności, niższe od przeciętnego ryzyko wycofania środków oraz relatywnie wysoki poziom tolerancji względem ryzyka inwestycyjnego, podmioty te mogą wywierać stabilizujący wpływ na krajowe gospodarki oraz w przyszłości zapewne na globalne rynki finansowe. Fundusze te mogą być źródłem płynności dla rynku, poszerzać grupę inwestorów zainteresowanych aktywami o wyższym poziomie ryzyka oraz umożliwiać podział i dywersyfikację ryzyka na poziomie globalnym. W opinii

---

<sup>4</sup> W. Pełka, *Państwowe fundusze majątkowe globalnym inwestorem XXI wieku*, Opere et Studio pro Oeconomia 2008, No. 5.

<sup>5</sup> D. Urban, *Państwowe fundusze majątkowe jako nowy element w globalnej sieci bezpieczeństwa finansowego*, „Zarządzanie i Finanse”, Nr 4, Fundacja Rozwoju Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2012.

autora stanowić mogą w przyszłości istotny element w architekturze globalnej sieci bezpieczeństwa finansowego.

Rozwój rynku państwowych funduszy majątkowych oraz jego charakterystykę poruszają artykuły Piotra Wiśniewskiego<sup>6</sup> oraz Rafała Ostaszewskiego<sup>7</sup>. Pierwszy z nich szczególną uwagę poświęca ocenie znaczenia funduszy dla gospodarki polskiej, wskazując, że podmioty te stanowią perspektywiczny element światowego systemu finansowego. Fundusze, jego zdaniem, mogą wypełniać lukę pozostawioną przez klasycznych inwestorów, takich jak banki inwestycyjne, fundusze inwestycyjne, ubezpieczeniowe i emerytalne, dają również szansę częściowego uniezależnienia się od dotychczasowych źródeł kapitału. Ich użyteczność z punktu widzenia gospodarki polskiej wiąże się również z wyższą stabilnością instytucjonalną w porównaniu do innych inwestorów finansowych. Drugi z autorów dokonuje prezentacji 5 rodzajów funduszy, poczynając od funduszy stabilizacyjnych i oszczędnościowych, przez fundusze rozwojowe i fundusze inwestujące rezerwy walutowe, a na funduszach gromadzących zasoby na pokrycie przyszłych zobowiązań emerytalnych państwa kończąc. Przedmiotem zainteresowania autora jest także kwestia transparentności rynku państwowych funduszy majątkowych oraz Zasady z Santiago – kodeksy dobrowolnie przyjętych zasad i praktyk odnoszących się do funkcjonowania podmiotów na tym rynku.

Podobny charakter ma opracowanie Doroty Marzeny Krupy<sup>8</sup>, w którym autorka szerzej analizuje rynek państwowych funduszy majątkowych przez pryzmat przejrzystości poszczególnych funduszy. W opracowaniu przybliżyła ona indeks transparentności stworzony przez Carla Linaburga i Michaela Maduella oraz narzędzie analityczne służące wielopłaszczyznowej ocenie funduszy zaproponowane przez Edwina Trumana. We wnioskach autorka wskazuje, iż jednym ze skutków ostatniego kryzysu finansowego jest zwiększenie zakresu regulacji i wymagań w zakresie przejrzystości funkcjonowania instytucji finansowych, co dotyczy również funduszy. Podkreśla ponadto, że aby w pełni wykorzystywać swój potencjał inwestycyjny w systemach gospodarczych innych państw, fundusze powinny zwiększyć swoją przejrzystość i jawność, szczególnie w zakresie celów strategicznych i strategii inwestycyjnych oraz zarządzania. Większa przejrzystość jej zdaniem pozwoli rozwiązać wątpliwości, że działalność tych inwestorów motywowana jest czynnikami o charakterze politycznym.

---

<sup>6</sup> P. Wiśniewski, *Sovereign Wealth Funds – państwowe fundusze majątkowe*, „Biuro Analiz Sejmowych” 2009, nr 19.

<sup>7</sup> R. Ostaszewski, *Państwowe fundusze majątkowe*, „Pieniądz, Giełda, Gospodarka”, Poznań 2009.

<sup>8</sup> D.M. Krupa, *Przejrzystość funkcjonowania państwowych funduszy majątkowych*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, nr 167, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2011.

Do podobnych wniosków dochodzi również Wanda Pełka<sup>9</sup>, wskazując, że warunkiem wykorzystania zasobów finansowych funduszy majątku narodowego jest zwiększenie przejrzystości prowadzonej przez nie działalności inwestycyjnej poprzez wdrażanie zasad na wzór reguł Santiago. Autorka dokonuje analizy wybranych inwestycji funduszy w okresie ostatniego kryzysu finansowego, jak również odnosi się do kwestii regulacji funkcjonowania funduszy na poziomie krajowym oraz ponadnarodowym. Wskazuje, że mimo generalnej otwartości krajów na inwestycje ze strony funduszy, nie są one postrzegane jako pożądana inwestycja w sytuacji, gdy dotyczy to sektorów lub branż mających wpływ na bezpieczeństwo narodowe. W artykule ma ponadto miejsce charakterystyka stopnia wdrażania Zasad z Santiago przez poszczególne fundusze. Na podstawie wskaźnika *Santiago compliance index*, obrazującego stopień implementacji kodeksu dobrych praktyk przez sygnatariuszy zasad Santiago, dowodzi, że w grupie funduszy występuje bardzo duże zróżnicowanie. W analizowanej grupie funduszy wyróżnić można cztery podgrupy, z których dominującą tworzą fundusze o wskaźniku na poziomie 0,6. Fundusze z tej grupy zarządzają aktywami stanowiącymi 50% ogólnej liczby aktywów sygnatariuszy Zasad z Santiago. Autorka poświęca również uwagę znaczeniu funduszy dla gospodarki polskiej, wskazując, że mogą one być inwestorem perspektywicznym i użytecznym dla gospodarki ze względu na takie cechy, jak: stabilność instytucjonalna, długi horyzont inwestycyjny oraz ich relatywnie mniejsze uzależnienie od wahań koniunktury rynkowej, jak ma to miejsce w przypadku innych inwestorów instytucjonalnych. Zdaniem Wandy Pełki z uwagi na pozycję i specyfikę funduszy konieczne jest powołanie na szczeblu rządowym grupy ekspertów odpowiedzialnych za koordynację działań inwestycyjnych tychże funduszy w Polsce.

Konkluzję o podobnym wydźwięku odnaleźć można w pracy Piotra Wiśniewskiego<sup>10</sup>. Co więcej, autor wskazuje na potrzebę aktywnego zabiegania o inwestycje ze strony funduszy, jak również promowania Polski wśród światowych funduszy majątkowych. Przedmiotem analiz tego autora są również kwestie transparentności funduszy. Autor wykracza poza wskaźnik Linaburga–Maduella i porównuje go z innymi miernikami społeczno-gospodarczymi, które odnoszą się do kwestii swobód gospodarczych oraz istotności centrów finansowych. We wnioskach wskazuje m.in., że przejrzystość samych funduszy jest w znacznej mierze pochodną otoczenia socjoekonomicznego i politycznego, w jakich funkcjonują, w niektórych wypadkach

<sup>9</sup> W. Pełka, *Kontrola Państwowa*, „Najwyższa Izba Kontroli” 2011, nr 1 (336).

<sup>10</sup> P. Wiśniewski, *Ekspansja państwowych funduszy majątkowych a nowy protekcjonizm inwestycyjny. Część II. Ryzyko praktyk protekcjonistycznych a przejrzystość SWF*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów”, Zeszyty Naukowe 2011, nr 112, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa.

jest ona dla funduszy wyższa niż średnie standardy w państwie, z którego się dany fundusz wywodzi oraz iż ranga lokalnego rynku finansowego nie determinuje stopnia otwartości danego funduszu.

Z kolei Michał Motyka<sup>11</sup> za wiodący temat swojego artykułu przyjął przesłanki skłaniające, jego zdaniem, do utworzenia w Polsce funduszu majątkowego i wpływ, jaki fundusz ten mógłby mieć dla zrównoważonego rozwoju Polski w XXI wieku. Biorąc pod uwagę specyfikę polskiej gospodarki, jego zdaniem, polski fundusz majątku narodowego łączyć winien w sobie cechy funduszu zajmującego się zarządzaniem rezerwami, funduszu wspierającego rozwój oraz warunkowego funduszu rezerwy emerytalnej. W opinii autora źródłem środków służących utworzeniu funduszu mogłyby być, z jednej strony, przekazanie części rezerw walutowych z NBP, z drugiej zaś – wpływy z procesów prywatyzacyjnych. Rozwiązaniem alternatywnym do utworzenia funduszu jest, zdaniem autora, wcześniejsza spłata zadłużenia państwa, co wymagałoby porównania kosztów obsługi długu i potencjalnej stopy zwrotu generowanej przez fundusz. We wnioskach autor wskazuje, że tego typu fundusz jest dobrą odpowiedzią na problemy związane z luką rozwojową oraz narastającymi napięciami demograficznymi. Mimo iż w opinii autora utworzenie takiego funduszu przed wstąpieniem Polski do strefy euro jest mało prawdopodobne, konieczne jest już w chwili obecnej zapoczątkowanie debaty na ten temat. O zasadności utworzenia w Polsce funduszu majątkowego wypowiada się również Marcin Obroniecki<sup>12</sup>, podkreślając, iż mógłby on być swoistą „poduszką bezpieczeństwa” dla polskich finansów publicznych.

Zagadnienie nadzoru korporacyjnego w państwowych funduszach majątkowych było przedmiotem analiz przeprowadzonych przez autora niniejszego opracowania<sup>13</sup>. W opracowaniu wskazane zostały powody skłaniające do wdrożenia zasad nadzoru korporacyjnego na rynku państwowych funduszy majątkowych, a wśród nich m.in.: brak przejrzystości, podejrzenie o pozaekonomiczne motywy działania i dostęp do informacji niejawnych, postrzeganie funduszy jako źródła niestabilności i wahań na rynku. Kolejne powody to dostrzeganie, iż podmioty te wywierac mogą pozytywny wpływ na stabilizację rynków oraz pojawianie się pomysłów na regulację działalności funduszy, których wprowadzenie skutkować może ograniczeniami

---

<sup>11</sup> M. Motyka, *Powołanie państwowego funduszu inwestycyjnego w kontekście zrównoważonego rozwoju Polski w XXI wieku*, „Edukacja Ekonomistów i Menedżerów”, nr 1, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2009.

<sup>12</sup> M. Obroniecki, *Pora na polski Sovereign Wealth Fund*, Centrum Analiz Fundacji Republikańskiej, Warszawa 2012.

<sup>13</sup> D. Urban, *Państwowe fundusze majątkowe – nowe wyzwanie dla nadzoru korporacyjnego*, „Współczesna Ekonomia” 2010, Kwartalnik Wyższej Szkoły Finansów i Zarządzania w Warszawie, Vol. 15, Nr 3.

w przepływie kapitału na świecie. Przez porównanie Zasad z Santiago z kodeksem dobrych praktyk z zakresu nadzoru korporacyjnego opracowanym przez OECD, w artykule wykazane zostało, iż zasady te kładą wyjątkowy nacisk na zapewnienie respektowania praw akcjonariuszy, jawność i przejrzystość informacji na temat działalności funduszy oraz efektywny nadzór i kwestie sprawozdawczości finansowej.

Kolejnym nurtem badawczym w obszarze państwowych funduszy majątkowych na gruncie polskim była analiza innowacyjnego charakteru działalności tych funduszy. Wyróżnić można tutaj aspekt krajowy oraz aspekt międzynarodowy. W wymiarze krajowym<sup>14</sup> powołanie do życia funduszy majątkowych jest odpowiedzią państwa na zmianę otoczenia zewnętrznego i jego turbulentny charakter. Wymienić należy w tym miejscu m.in. takie zjawiska, jak: odejście od finansowania opartego na systemie bankowym w kierunku finansowania przez rynki finansowe, których siła stanowi zagrożenie dla każdej gospodarki, wrażliwość gospodarki na sytuacje gwałtownego zatrzymania przepływu kapitału, narastająca nierównowaga w wymianie handlowej czy ponadnarodowy wymiar kryzysów finansowych i gospodarczych. Wobec powyższych zjawisk naturalnym wydaje się fakt poszukiwania przez państwa nowych narzędzi i sposobów, umożliwiających realizację celów i zadań, do których powołane jest państwo. Fundusze są właśnie takim nowym, innowacyjnym narzędziem zaprojektowanym do zarządzania finansami państwa oraz wspierania krajowej polityki gospodarczej. Ich innowacyjność przejawia się w tym, że umożliwiają zmniejszenie lub nawet wyeliminowanie kosztu alternatywnego związanego z posiadaniem przez daną gospodarkę nadmiernych rezerw walutowych, wykorzystywane mogą być jako alternatywna forma sterylizacji strumienia kapitału napływającego do gospodarki, stanowią dla gospodarki, z której się wywodzą, zabezpieczenie przed wahaniami cen surowców na rynkach światowych oraz wahaniami w sektorach kluczowych dla danej gospodarki, pełniąc tym samym funkcję antycykliczną. Fundusze umożliwiają także zabezpieczenie siły nabywczej aktywów zgromadzonych przez państwo, są również nowym narzędziem zaprojektowanym do przechowywania bogactwa dla przyszłych pokoleń. Z kolei w wymiarze globalnym analizowane fundusze<sup>15</sup> tworzą nową kategorię pożyczkodawców ostatniej instancji, co zostało przez nie udowodnione podczas ostatniego kryzysu finansowego, kiedy środki, jakimi dysponowały, stanowiły wsparcie dla czołowych instytucji finansowych na świecie jak również dla

---

<sup>14</sup> D. Urban, *Państwowe fundusze majątkowe jako przykład innowacyjnego narzędzia w dziedzinie zarządzania finansami państwa*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2011, nr 167.

<sup>15</sup> D. Urban, *Czy państwowe fundusze majątkowe to źródła innowacji w systemie finansowym?*, „Studia Ekonomiczne”, Zeszyty Naukowe Wydziałowe nr 106, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, Katowice 2012.

krajowych systemów finansowych. Ponadto fundusze, jako inwestorzy długookresowi o stabilnej strukturze finansowania, niewykorzystujący dźwigni finansowej oraz niepodlegający presji na osiąganie wyników krótkookresowych, przyczyniać się mogą do podziału i dywersyfikacji globalnego ryzyka inwestycyjnego, pełniąc rolę swoistych amortyzatorów. Ich innowacyjny charakter przejawia się również tym, że jako przedsiębiorstwa państwowe przestają być biernymi biorcami kapitału, a stają się aktywnymi uczestnikami globalnych rynków finansowych, inwestującymi w szeroką gamę aktywów finansowych.

Kwestie związane z przepływami kapitału oraz protekcjonizmem w gospodarce światowej – w kontekście państwowych funduszy majątkowych – są elementem łączącym opracowania Waldemara Aspadareca<sup>16</sup>, Mirosława Budzickiego<sup>17</sup> oraz Piotra Wiśniewskiego<sup>18</sup>. Pierwszy z autorów analizuje rolę, jaką fundusze odgrywają w nowym porządku gospodarczym świata w kontekście liberalizacji przepływów kapitałowych. Formułuje m.in. pogląd, że w przyszłości oczekiwać należy rosnącego znaczenia globalnych rozwiązań legislacyjnych regulujących wolność przepływów kapitałowych; wśród takowych wymienia Zasady z Santiago. Wskazuje również, że państwowe fundusze majątkowe wykorzystane mogą być jako instrument wywierania wpływu na jedno państwo przez drugie państwo. Autor stawia ponadto tezę, że w porównaniu z funduszami hedgingowymi państwowe fundusze majątkowe pozostają pod większym wpływem kondycji finansowej państwa, którego są własnością niż koniunktury panującej na rynku.

Z kolei Mirosław Budzicki wskazuje, że prawdopodobieństwo nasilenia protekcjonizmu na świecie nie zahamuje rozwoju państwowych funduszy majątkowych, które, jego zdaniem, stymulują rozwój globalnych rynków finansowych i światowej gospodarki. W artykule prezentuje on formalne regulacje dotyczące inwestycji podmiotów zagranicznych w wybranych krajach, wskazując m.in. na występowanie barier w postaci maksymalnych limitów zaangażowania kapitałowego i ograniczenie inwestowania w sektory uznawane za strategiczne, związane z bezpieczeństwem narodowym. Autor przytacza także dane wskazujące na wzrost stopnia restrykcji-

---

<sup>16</sup> W. Aspadarec, *Państwowe fundusze majątkowe a liberalizacja przepływów kapitałowych*, „Studia Ekonomiczne”, Zeszyty Naukowe Wydziałowe nr 106, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, 2012.

<sup>17</sup> M. Budzicki, *Ograniczenia prawne rozwoju globalnych państwowych funduszy inwestycyjnych*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 2008, Nr 9.

<sup>18</sup> P. Wiśniewski, *Ekspansja państwowych funduszy majątkowych a nowy protekcjonizm inwestycyjny. Część I. Definicje...*, op.cit.; P. Wiśniewski, *Ekspansja państwowych funduszy majątkowych a nowy protekcjonizm inwestycyjny. Część II. Ryzyko praktyk protekcjonistycznych a przejrzystość SWF*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów”, Zeszyty Naukowe 2011, nr 112, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa.

ności regulacji prawnych, zwłaszcza w przypadku krajów rozwijających się. Ponadto przedstawia regulacje w prawie polskim odnoszące się do inwestorów z krajów posiadających państwowe fundusze majątkowe, dowodząc, że prawo zapewnia równe traktowanie inwestorów zagranicznych i krajowych, zaś występujące w systemie prawnym akty normatywne ograniczające swobodę inwestowania dotyczą w większości przypadków wszystkich inwestorów. Według autora istniejące ograniczenia jedynie w niewielkim stopniu hamują globalny przepływ kapitału, lecz w jego opinii w związku z obawami, jakie budzi działalność państwowych funduszy majątkowych, oczekiwać należy wzrostu regulacji odnoszących się do transparentności i obowiązków informacyjnych tych podmiotów.

Natomiast Piotr Wiśniewski wskazuje na dwa elementy, które, jego zdaniem, determinują utworzenie przez dane państwo funduszu majątkowego. Są nimi: długoterminowa stabilizacja finansów publicznych oraz wola efektywnego lokowania rezerw dewizowych. Wskazuje ponadto formy organizacyjno-prawne, jakie przybierać mogą państwowe fundusze majątkowe: fundusz, trust inwestycyjny oraz spółka celowa. Autor dowodzi również, że w relacji do indeksu S&P 500 fundusze cechują się ponadprzeciętnie agresywną polityką inwestycyjną. Fundusze, jego zdaniem, są także dominującym inwestorem instytucjonalnym w obszarze aktywów alternatywnych. Analizując globalnych inwestorów instytucjonalnych przez pryzmat ich specyfiki inwestycyjnej oraz celów strategicznych, wskazuje na zjawisko hybrydyzacji pomiędzy rolami, jakie, jego zdaniem, odgrywają poszczególni inwestorzy na rynku kapitałowym<sup>19</sup>. Na hybrydowy charakter państwowych funduszy majątkowych, które w różnym stopniu łączą w sobie cechy takich instytucji, jak banki centralne, fundusze inwestycyjne, fundusze emerytalne, zwraca również uwagę autor opracowania „Czy państwowe fundusze majątkowe to źródło innowacji w systemie finansowym?”<sup>20</sup>.

Państwowe fundusze majątkowe są także przedmiotem badań z punktu widzenia etyki inwestowania oraz społecznej odpowiedzialności biznesu. Jedynym jak dotąd polskim opracowaniem na tym gruncie jest analiza działalności norweskiego funduszu majątkowego w kontekście inwestowania społecznie odpowiedzialnego, przeprowadzona przez autora niniejszego opracowania<sup>21</sup>. Fundusz ten był pierwszym spośród wszystkich państwowych funduszy majątkowych, który w swoich decyzjach

---

<sup>19</sup> P. Wiśniewski, *Ekspansja państwowych funduszy majątkowych a nowy protekcjonizm inwestycyjny. Część I. Definicje...*, op.cit.

<sup>20</sup> D. Urban, *Czy państwowe...*, op.cit.

<sup>21</sup> D. Urban, *Inwestowanie społecznie odpowiedzialne na przykładzie norweskiego funduszu majątkowego*, „Przegląd Organizacji” 2012, Nr 8.

inwestycyjnych zaczął uwzględniać kwestie etyczne oraz aspekty społeczne. W chwili obecnej jest on niekwestionowanym liderem w dziedzinie inwestowania społecznie odpowiedzialnego, dokonującym etycznej oceny podmiotów będących obiektem jego zainteresowania jako inwestora instytucjonalnego. Funkcjonowanie tego funduszu jest dowodem na to, że możliwe jest łączenie celów finansowych, takich jak stopa zwrotu z inwestycji, ze skutecznym egzekwowaniem zasad nadzoru korporacyjnego przy jednoczesnym promowaniu zrównoważonego rozwoju w trzech jego wymiarach: ekonomicznym, społecznym i środowiskowym.

Obszarem cieszącym się coraz większym zainteresowaniem badaczy stają się aspekty ekonomiczne i finansowe funkcjonowania funduszy. Wśród artykułów poruszających tę problematykę na uwagę zasługuje opracowanie autorstwa Klaudii Kaczmarek<sup>22</sup>. Autorka, na podstawie analizy ponad 900 transakcji dokonanych przez fundusze w latach 2000–2009, podjęła próbę ustalenia, w której grupie krajów rozwiniętych czy rozwijających się państwowe fundusze majątkowe dążą do uzyskiwania większego wpływu na przedsiębiorstwa działające w sektorach strategicznych. Wyniki przeprowadzonych przez nią badań wskazują, że fundusze generalnie obejmują wyższe udziały w przedsiębiorstwach strategicznych krajów rozwijających się. W opinii autorki może to być spowodowane brakiem w tych krajach mechanizmów i regulacji ograniczających inwestowanie funduszy w sektory o znaczeniu strategicznym lub też mniejszą wielkością tego typu firm w krajach rozwijających się w porównaniu do firm z krajów rozwiniętych. Duży wpływ na uzyskane wyniki miały transakcje przeprowadzane w sektorze finansowym. Ich udział w przypadku krajów rozwijających się był na tyle duży, że w sytuacji wykluczenia tego sektora z analizy uzyskane wyniki wskazywałyby na preferowanie przez fundusze inwestowania w sektory strategiczne krajów rozwiniętych. Z ogółu transakcji dokonanych w analizowanym okresie 495 dotyczyło sektorów strategicznych, zaś udział obu analizowanych grup krajów okazał się bardzo zbliżony.

Kwestia strategicznej alokacji aktywów była przedmiotem badań empirycznych autora niniejszego opracowania<sup>23</sup>. Opierając się na informacjach dostępnych na stronach 11 wybranych funduszy, dotyczących rzeczywistej struktury aktywów objętych inwestowaniem, wyróżnił on 6 głównych grup aktywów: akcje i udziały, instrumenty dłużne, aktywa alternatywne, instrumenty rynku pieniężnego, infra-

---

<sup>22</sup> K. Kaczmarek, *Państwowe fundusze majątkowe w roli inwestorów transgranicznych*, „Ruch Prawny, Ekonomiczny i Socjologiczny”, Rok LXXIII, Zeszyt 4, Uniwersytet im. Adama Mickiewicza w Poznaniu i Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Poznań 2011.

<sup>23</sup> D. Urban, *Strategiczna alokacja aktywów wybranych państwowych funduszy majątkowych w świetle badań empirycznych*, „Acta Universitatis Lodziensis, Folia Oeconomica” 2012, Nr 276, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.



struktura i nieruchomości oraz inne. Przeprowadzona przez autora analiza uprawnia do wskazania, że fundusze o charakterze stabilizacyjnym posiadają mniej zróżnicowany portfel inwestycyjny niż fundusze oszczędnościowe oraz fundusze zajmujące się gromadzeniem środków na pokrycie przyszłych zobowiązań emerytalnych państwa. Ponadto fundusze oszczędnościowe cechuje wyższy udział w portfelu inwestycyjnym akcji i udziałów, niż ma to miejsce w przypadku funduszy gromadzących środki na pokrycie przyszłych zobowiązań emerytalnych państwa. W przypadku pozostałych wyodrębnionych grup aktywów różnica między obiema wskazanymi grupami funduszy jest nieznaczna. Z punktu widzenia całej analizowanej grupy, wskazane zostało, że kategoria akcje i udziały oraz kategoria instrumenty dłużne stanowią łącznie ponad 50% aktywów funduszy, zaś w przypadku 3 z nich udział jest 100-procentowy.

Prezentacja stóp zwrotu, jakie osiągają wybrane fundusze majątkowe, stanowiła główny cel opracowania „Państwowe fundusze majątkowe jako inwestor finansowy”<sup>24</sup>. W artykule wskazano, iż zarówno wyniki odnotowane przez fundusze w ostatnim roku rozliczeniowym, jak i długookresowe stopy zwrotu cechuje znaczące zróżnicowanie. W badaniu nie przedstawiono wyjaśnień, które tłumaczyłyby występowanie istotnie odmiennych stóp zwrotu. Dodatkowo w artykule ukazana została heterogeniczna natura rynku państwowych funduszy majątkowych.

Analiza motywów ekonomicznych i finansowych, zapoczątkowana m.in. w cytowanych pracach Kamilli Marchewki-Bartkowiak i Wandy Pełki, kontynuowana była przez autora niniejszego opracowania. W artykule pt. „The Role of Sovereign Wealth Funds in Global Management of Excess Foreign Exchange Reserves”<sup>25</sup> wykazane zostało, że w 2008 roku kraje, które zgromadziły ponad 60% światowych rezerw walutowych, cechuje przekroczenie poziomów rezerw uznawanych za optymalne. Dotyczy to m.in. krajów posiadających fundusze majątkowe, które uznawane są za alternatywne narzędzie zarządzania nadmiernymi rezerwami walutowymi. W artykule zaprezentowano również korzyści płynące dla gospodarki z tytułu posiadania tych funduszy, a wśród nich możliwość inwestowania rezerw walutowych w szerszą gamę aktywów o wyższym ryzyku oraz wyższej stopie zwrotu. Natomiast w opracowaniu zatytułowanym: „Macroeconomic Considerations and Motives of Sovereign

---

<sup>24</sup> D. Urban, *Państwowe fundusze majątkowe jako inwestor finansowy*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2012, Nr 271, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław.

<sup>25</sup> D. Urban, *The Role of Sovereign Wealth Funds In Global Management of Excess Foreign Exchange Reserves*, „Comparative Economic Research. Central and Eastern Europe” 2011, Vol. 14, No 2, Łódź University Press, Łódź.

Wealth Funds Activity”<sup>26</sup> autor dowodzi, że za pierwotną przyczynę utworzenia funduszy można uznać międzynarodowy system finansowy, generujący nierównowagę i zmuszający kraje do utrzymywania coraz większych rezerw walutowych. Analizowane fundusze są zdaniem autora efektywnym narzędziem zarządzania nadmiernymi rezerwami, tym samym uznać należy, że funkcjonowanie funduszy ma podłoże ekonomiczne. We wnioskach autor dowodzi, że w obliczu spodziewanych, rosnących nierównowag w światowym systemie finansowym oczekiwać należy wzrostu zainteresowania przez kolejne kraje utworzeniem funduszy aktywnie zarządzających rezerwami.

Na zakończenie przeglądu polskiej literatury z zakresu państwowych funduszy majątkowych zasadnym wydaje się być wskazanie pracy magisterskiej napisanej w SGH przez Marcina Obronieckiego zatytułowanej: „Państwowe Fundusz Majątkowe: analiza rozwiązań na świecie i wnioski dla Polski”<sup>27</sup>. Mimo iż w wielu obszarach praca pokrywa się tematycznie z zawartością przedstawionych wcześniej artykułów, na pokreślenie zasługuje fakt, iż jest ona pierwszym tak obszernym i kompleksowym opracowaniem w języku polskim.

Analiza polskiej literatury z zakresu państwowych funduszy majątkowych uprawnia do wyciągnięcia wniosku, że znaczna część opracowań porusza problematykę przejrzystości rynku funduszy majątkowych, w tym uregulowań prawnych, kwestie ekonomicznych motywów działalności oraz rolę i znaczenie tych podmiotów w gospodarce krajowej oraz na rynkach światowych. W licznych przypadkach opracowania zawierają także charakterystykę rynku państwowych funduszy majątkowych, dowodząc jego wewnętrznej heterogenicznej struktury. Ponadto w początkowym okresie zauważyć można występowanie zróżnicowania w obrębie nazewnictwa funduszy: od państwowych funduszy inwestycyjnych, co jest w opinii autora sformułowaniem niepoprawnym, przez fundusze majątku narodowego, fundusze sovereign wealth, fundusze SWF, na państwowych funduszach majątkowych kończąc. Ta ostatnia nazwa wydaje się dominować w najbardziej aktualnych opracowaniach.

Konkludując, wskazać należy, że przeprowadzona analiza artykułów wydaje się uprawniać do postawienia tezy, iż wymiar finansowy to stosunkowo najmniej zbadany obszar funkcjonowania państwowych funduszy majątkowych. Zasadnym uznać należy zatem podjęcie prób bardziej dogłębnego zbadania tej dziedziny.

---

<sup>26</sup> D. Urban, *Macroeconomic Considerations and Motives of Sovereign Wealth Funds Activity*, „Contemporary Economics” 2011, Vol. 5, Issue 2.

<sup>27</sup> M. Obroniecki, *Państwowe Fundusz Majątkowe: analiza rozwiązań na świecie i wnioski dla Polski*, praca magisterska, promotor dr Krzysztof Kluza, Katedra Skarbowości, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2011.

### 3. Opis badania

Punktem wyjścia w przeprowadzonym badaniu było wyodrębnienie z ogólnej liczby 64 państwowych funduszy majątkowych działających w 45 krajach tych, dla których wskaźnik przejrzystości (LMTI) wynosi 6 lub więcej<sup>28</sup>. Było to podyktowane koniecznością wyeliminowania tych podmiotów, które nie udostępniają nawet podstawowych informacji na temat swojej działalności. Następnie w tak wyodrębnionej grupie, w której znalazło się 26 funduszy, przeprowadzona została analiza stron internetowych funduszy pod kątem informacji na temat osiągniętych stóp zwrotu oraz aktywów objętych inwestowaniem. Do dalszej części analizy zakwalifikowane zostały te spośród funduszy, które informują o faktycznym składzie swojego portfela inwestycyjnego, a nie jedynie o przyjętych benchmarkach w zakresie grup aktywów, a ponadto te podmioty, które publikują informacje na temat stóp zwrotu. Ostatecznie badaniu poddanych zostało 11 funduszy (tabela 1).

**Tabela 1. Udział grup aktywów w portfelach inwestycyjnych wybranych państwowych funduszy majątkowych**

Nazwa funduszu	AIU	ID	AA	IRP	NII	IA
ESSF <sup>a</sup>	0,00%	69,88%	0,00%	30,12%	0,00%	0,00%
PRF <sup>a</sup>	15,70%	84,30%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
NPRF <sup>d</sup>	42,50%	8,50%	35,60%	13,40%	0,00%	0,00%
AFF <sup>a, g</sup>	33,50%	18,70%	17,70%	11,40%	0,00%	18,60%
APF <sup>b</sup>	36,00%	21,00%	0,00%	2,00%	12,00%	29,00%
GPFG <sup>b, g</sup>	58,70%	40,90%	0,00%	0,00%	0,30%	0,00%
NZSF <sup>e</sup>	65,00%	9,00%	0,00%	0,00%	8,00%	18,00%
KIC <sup>b</sup>	46,60%	43,50%	5,80%	0,00%	0,00%	4,10%
AHF <sup>f</sup>	52,50%	21,50%	26,00%	0,00%	0,00%	0,00%
HSF <sup>c</sup>	37,47%	62,53%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
GIC <sup>c</sup>	45,00%	17,00%	27,00%	11,00%	0,00%	0,00%

<sup>a</sup> – dane na październik 2012; <sup>b</sup> – dane na koniec 2011; <sup>c</sup> – dane na marzec 2012; <sup>d</sup> – dane na dzień 30.09.2012 (*discretionary portfolio*); <sup>e</sup> – dane na dzień 31.10.2012; <sup>f</sup> – dane na 09.2012; <sup>g</sup> – zgodnie z informacją zamieszczoną na stronie funduszy wielkości procentowe nie sumują się w wyniku zaokrąglenia. Wykorzystane skróty nazw funduszy oznaczają: ESSF – Economic and Social Stabilization Fund, PRF – Pension Reserve Fund, NPRF – National Pensions Reserve Fund, AFF – Australian Future Fund, APF – Alaska Permanent Fund, GPFG – Government Pension Fund Global, NZFS – New Zealand Superannuation Fund, KIC – Korea Investment Corporation, AHF – Alberta Heritage Fund, HSF – Heritage and Stabilization Fund, GIC – Government of Singapore Investment Corporation.

Źródło: opracowanie własne na podstawie stron internetowych funduszy, na dzień 11.12.2012.

<sup>28</sup> <http://www.swfinstitute.org/>, dane na dzień 11.12.2012.

Z uwagi na odmienne klasyfikacje aktywów inwestycyjnych prezentowane przez poszczególne fundusze, w celu przeprowadzenia badań wszystkie raportowane rodzaje aktywów przyporządkowane zostały do jednej z sześciu kategorii. W grupie pierwszej, nazwanej akcje i udziały (AIU), znalazły się: kategoria akcje oraz kategoria akcje i udziały. Do grupy drugiej – instrumenty dłużne (ID) – zakwalifikowane zostały: obligacje, instrumenty dłużne oraz instrumenty o stałym dochodzie. Grupę trzecią tworzą aktywa alternatywne (AA), zaś czwartą – instrumenty rynku pieniężnego (IRP) – zawierające takie kategorie aktywów, jak: gotówka, instrumenty rynku pieniężnego oraz gotówka i inne. Piąta z wyodrębnionych grup obejmuje nieruchomości i infrastrukturę (NII), zaś w ostatniej pozycji – inne aktywa (IA) – znalazły się pozostałe rodzaje aktywów. Tak zagregowane dane zaprezentowane zostały w tabeli 1. Ponadto na podstawie przedstawionych grup aktywów stworzona została dodatkowa zmienna (LGA), obrazująca liczbę grup aktywów w portfelu danego funduszu.

**Tabela 2. Stopy zwrotu, wartość aktywów oraz okres działalności wybranych państwowych funduszy majątkowych**

Nazwa funduszu	Roczna stopa zwrotu <sup>a</sup> (SZ)	Wartość aktywów funduszu <sup>b</sup> (WA)	Okres działalności <sup>c</sup> (OFF)	Kraj pochodzenia
ESSF	1,91%	15,00	6	Chile
PRF	4,00%	5,90	7	Chile
NPRF	5,90%	18,00	12	Irlandia
AFF	3,90%	83,00	7	Australia
APF	-0,01%	42,80	37	USA
GPFG	5,89%	664,30	23	Norwegia
NZSF	14,03%	16,60	10	Nowa Zelandia
KIC	-3,32%	43,00	8	Korea Południowa
AHF	3,04%	16,40	37	Kanada
HSF	7,92%	2,90	13	Trynidad i Tobago
GIC	3,90%	247,50	32	Singapur
Razem		1155,4 <sup>d</sup>		

<sup>a</sup> – ostatnia opublikowana krótkookresowa stopa zwrotu, za okres obrachunkowy w wielu przypadkach różny od kalendarzowego, dane na dzień 11.12.2012; <sup>b</sup> – w mld dolarów dane na koniec roku 2012; <sup>c</sup> – na styczeń 2013; wskazana wielkość stanowi ponad 22% łącznej sumy aktywów zarządzanych przez całą grupę 64 państwowych funduszy majątkowych na koniec 2012 roku.

Źródło: opracowanie własne.

Dla funduszy zaprezentowanych w tabeli 1 zebrane zostały ponadto informacje dotyczące stóp zwrotu, jakie osiągnęły te podmioty. Z uwagi na brak informacji na temat trzyletnich lub też długookresowych stóp zwrotu dla wielu z nich, do dalszych analiz wykorzystane zostały roczne stopy zwrotu (obliczone na podstawie wartości wyrażonych w walucie lokalnej) – tabela 2. W tabeli tej znalazły się również dane dotyczące wielkości funduszy oraz okresu (liczby lat) działalności. Zamieszczone w tabelach 1 i 2 dane wykorzystane zostały do przeprowadzenia analizy korelacji.

## 4. Wyniki empiryczne

Przeprowadzone badania nad relacjami pomiędzy stopą zwrotu a strukturą portfela aktywów oraz jego wielkością i okresem funkcjonowania funduszy na rynku w większości przypadków nie pozwalają na sformułowanie wniosków natury ogólnej. Pomimo uzyskania kilku związków statystycznych, zarówno ich siła, jak i poziom istotności nie uprawniają do postawienia wniosku o korelacji między analizowanymi zmiennymi. Tylko w dwóch przypadkach dokonane analizy wykazały istnienie istotnej statystycznie zależności.

Pierwszy z nich dotyczy ujemnej korelacji pomiędzy udziałem w portfelu aktywów z grupy akcje i udziały (AIU) oraz udziałem aktywów z grupy instrumenty dłużne (ID). Ujemna korelacja oznacza, że wzrostowi udziału w portfelu inwestycyjnym akcji i udziałów towarzyszy spadek udziału instrumentów dłużnych. Wynika to najprawdopodobniej z odmiennego, głównego celu działalności funduszy. W przypadku funduszy o charakterze stabilizacyjnym dominują w portfelu instrumenty dłużne, co ułatwiać może ich upłynnienie i zmniejsza ryzyko związane z koniecznością sprzedaży przy niekorzystnej koniunkturze rynkowej. Konwersja tej grupy aktywów na gotówkę umożliwia wykorzystanie środków do wsparcia np. krajowego systemu bankowego, giełdy lub transferu środków do budżetu państwa. Natomiast fundusze, których dominującym celem funkcjonowania jest oszczędzanie i / lub gromadzenie środków na pokrycie przyszłych zobowiązań emerytalnych państwa, posiadają w portfelu więcej akcji i udziałów, z uwagi na historycznie wyższą stopę zwrotu możliwą do uzyskania z tego typu aktywów. Ponadto fundusze te cechują się dłuższym horyzontem inwestycyjnym oraz relatywnie niższym, w porównaniu do funduszy stabilizacyjnych, ryzykiem wycofania środków.

Druga istotna statystycznie zależność występuje pomiędzy udziałem instrumentów dłużnych (ID) a liczbą grup aktywów w portfelu inwestycyjnym funduszu (LGA). Fundusze o większym udziale instrumentów dłużnych w portfelu cechuje mniejsze różnicowanie w odniesieniu do liczby grup aktywów, w które zaangażowany jest

fundusz. Oznaczać to może, iż fundusze inwestujące w większym stopniu w instrumenty dłużne są mniej skłonne do dywersyfikowania swojego portfela inwestycyjnego niż te fundusze, które zainteresowane są wyższą stopą zwrotu i związanym z nią wyższym ryzykiem.

**Tabela 3. Wskaźniki korelacji**

Zmienne	SZ	AIU	ID	WA	LGA	OFF
SZ		0,391	-0,222	0,065	-0,139	-0,175
		0,235	0,512	0,850	0,683	0,608
AIU			-0,679*	0,377	0,420	0,376
			0,022	0,253	0,198	0,254
ID				-0,069	-0,812**	-0,422
				0,839	0,002	0,196
WA					0,012	0,271
					0,971	0,420
LGA						0,261
						0,437
OFF						

\* Korelacja jest istotna na poziomie 0,05 (dwustronnie).

\*\* Korelacja jest istotna na poziomie 0,01 (dwustronnie).

Źródło: obliczenia własne.

Szerszy zakres grup aktywów objętych inwestowaniem interpretowany może być w tym przypadku jako sposób na zmniejszanie ryzyka inwestycyjnego. Należy jednak pamiętać, że fakt występowania korelacji nie dowodzi istnienia związku przyczynowo-skutkowego, jednakże dostarcza argumentów na poparcie hipotezy o jego występowaniu.

W przypadku pozostałych relacji pomiędzy analizowanymi zmiennymi nie zaobserwowano istotnej statystycznie korelacji. Nie ma zatem podstaw, by wskazać na występowanie relacji pomiędzy: okresem funkcjonowania funduszu i osiąganą przez niego stopą zwrotu, liczbą grup aktywów w portfelu danego funduszu a jego wynikami inwestycyjnymi (stopą zwrotu), wielkością aktywów, jakimi zarządza fundusz a stopą zwrotu, udziałem instrumentów dłużnych w portfelu a stopą zwrotu oraz udziałem akcji i udziałów (AIU) w portfelu a stopą zwrotu. Należy jednak zauważyć, że w chwili obecnej uzyskanie statystycznie istotnych wyników może być niezmiernie trudne, głównie za sprawą transparentności funduszy, która znacząco

ogranicza liczbę funduszy poddanych analizie, determinując tym samym w sposób istotny zakres badania. Ponadto na uzyskane wyniki wpływ wywiera również grupowanie aktywów będące wynikiem odmiennego raportowania instrumentów objętych inwestowaniem w odniesieniu do poszczególnych funduszy.

## 5. Podsumowanie

Wartość dodana, która wnoszona jest przez niniejszy artykuł do polskiej literatury z zakresu państwowych funduszy majątkowych, ma dwa wymiary. W warstwie teoretycznej jest nią pierwsza i kompleksowa analiza polskich artykułów naukowych z zakresu funduszy majątkowych będących własnością państwa. Natomiast w warstwie empirycznej, wedle dostępnej autorowi wiedzy, niniejszy artykuł stanowi pierwszą próbę analizy korelacji pomiędzy stopami zwrotu osiąganymi przez wybrane państwowe fundusze majątkowe a wielkością funduszy, okresem funkcjonowania na rynku oraz strukturą portfela inwestycyjnego. Jedynie w dwóch przypadkach uzyskane wyniki spełniają wymóg istotności statystycznej. Nie dotyczą one jednak bezpośredniego związku ze stopą zwrotu, lecz relacji pomiędzy udziałem w portfelu dwóch kategorii aktywów – akcji i udziałów oraz instrumentów dłużnych w pierwszym przypadku a także relacji pomiędzy udziałem instrumentów dłużnych i liczbą grup aktywów w portfelu inwestycyjnym.

Należy jednak pamiętać, że przeprowadzone analizy charakteryzują się licznymi ograniczeniami, do których w pierwszej kolejności zaliczyć należy brak informacji ze strony funduszy na temat portfela inwestycyjnego i osiągniętych stóp zwrotu z inwestycji, jak również niejednorodność dla wszystkich funduszy okres, dla którego publikowane są dane dotyczące stóp zwrotu oraz odmienny sposób klasyfikacji aktywów objętych inwestowaniem. Wpłynęły one niewątpliwie na ostateczne wyniki. W opinii autora istnieje potrzeba kolejnych analiz, zwłaszcza przy założeniu, że fundusze zwiększać będą poziom transparentności i zakres publikowanych danych finansowych. Zaprezentowane badanie stanowić może przyczynek do głębszego poznania aspektów finansowych funkcjonowania tego typu funduszy oraz punkt wyjścia do dalszych badań w tym zakresie.

## Bibliografia

1. Aspadarec W., *Państwowe fundusze majątkowe a liberalizacja przepływów kapitałowych*, „Studia Ekonomiczne”, Zeszyty Naukowe Wydziałowe nr 106, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, 2012.
2. Budzicki M., *Ograniczenia prawne rozwoju globalnych państwowych funduszy inwestycyjnych*, „Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego” 2008, Nr 9.
3. Gross D., Mayer T., *A Sovereign Wealth Fund to Lift Germany's Course of Excess Savings*, „Centre for European Policy Studies” 2012, No. 280.
4. Kaczmarek K., *Państwowe fundusze majątkowe w roli inwestorów transgranicznych*, „Ruch Prawny, Ekonomiczny i Socjologiczny”, Rok LXXIII, Zeszyt 4, Uniwersytet im. Adama Mickiewicza w Poznaniu i Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Poznań 2011.
5. Krupa D.M., *Przejrzystość funkcjonowania państwowych funduszy majątkowych*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, nr 167, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2011.
6. Marchewka-Bartkowiak K., *Recenzja książki: Jennifer Johnson-Calari, Malan Rietveld (red.), Sovereign Wealth Management*, „Bank i Kredyt”, grudzień 2008.
7. Motyka M., *Powołanie państwowego funduszu inwestycyjnego w kontekście zrównoważonego rozwoju Polski w XXI wieku*, „Edukacja Ekonomistów i Menedżerów”, nr 1, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2009.
8. Obroniecki M., *Państwowe Fundusz Majątkowe: analiza rozwiązań na świecie i wnioski dla Polski*, praca magisterska napisana w Katedrze Skarbowości pod kierunkiem dr Krzysztofa Kluzy, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2011.
9. Obroniecki M., *Pora na polski Sovereign Wealth Fund*, Centrum Analiz Fundacji Republikańskiej, Warszawa 2012.
10. Ostaszewski R., *Państwowe fundusze majątkowe*, „Pieniądz, Giełda, Gospodarka”, Poznań 2009.
11. Pełka W., *Kontrola Państwowa*, „Najwyższa Izba Kontroli” 2011, Nr 1 (336), Warszawa 2011.
12. Pełka W., *Państwowe fundusze majątkowe globalnym inwestorem XXI wieku*, „Opere et Studio pro Oeconomia” 2008, No. 5.
13. Rozanov E., *Who holds the wealth of nations?*, „Central Banking Journal” 2005, Vol. XV, No. 4.
14. Urban D., *Czy państwowe fundusze majątkowe to źródła innowacji w systemie finansowym?*, „Studia Ekonomiczne”, Zeszyty Naukowe Wydziałowe nr 106, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach, Katowice 2012.



15. Urban D., *Inwestowanie społecznie odpowiedzialne na przykładzie norweskiego funduszu majątkowego*, „Przegląd Organizacji” 2012, Nr 8.
16. Urban D., *Macroeconomic Considerations and Motives of Sovereign Wealth Funds Activity*, „Contemporary Economics” 2011, Vol. 5, Issue 2.
17. Urban D., *Państwowe fundusze majątkowe – nowe wyzwanie dla nadzoru korporacyjnego*, „Współczesna Ekonomia” 2010, Kwartalnik Wyższej Szkoły Finansów i Zarządzania w Warszawie, Vol. 15, Nr 3.
18. Urban D., *Państwowe fundusze majątkowe jako inwestor finansowy*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2012, Nr 271, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław.
19. Urban D., *Państwowe fundusze majątkowe jako nowy element w globalnej sieci bezpieczeństwa finansowego*, „Zarządzanie i Finanse”, Nr 4, Fundacja Rozwoju Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2012.
20. Urban D., *Państwowe fundusze majątkowe jako przykład innowacyjnego narzędzia w dziedzinie zarządzania finansami państwa*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu” 2011, nr 167, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław.
21. Urban D., *Strategiczna alokacja aktywów wybranych państwowych funduszy majątkowych w świetle badań empirycznych*, „Acta Universitatis Lodzianis, Folia Oeconomica” 2012, Nr 276, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź.
22. Urban D., *The Role of Sovereign Wealth Funds In Global Management of Excess Foreign Exchange Reserves*, „Comparative Economic Research. Central and Eastern Europe” 2011, Vol. 14, No 2, Łódź University Press, Łódź.
23. Wiśniewski P., *Ekspansja państwowych funduszy majątkowych a nowy protekcyjizm inwestycyjny. Część I. Definicje, klasyfikacja oraz istotność SWF w gospodarce światowej*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów”, Zeszyty Naukowe 2011, nr 111, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa.
24. Wiśniewski P., *Ekspansja państwowych funduszy majątkowych a nowy protekcyjizm inwestycyjny. Część II. Ryzyko praktyk protekcyjnistycznych a przejrzystość SWF*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów”, Zeszyty Naukowe 2011, nr 112, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa.
25. Wiśniewski P., *Sovereign Wealth Funds– państwowe fundusze majątkowe*, „Biuro Analiz Sejmowych” 2009, nr 19.
26. <http://www.swfinstitute.org/>, dane na dzień 11.12.2012.



# Ocena finansowego rozwoju przedsiębiorstwa

## 1. Wprowadzenie

Procesy rozwojowe wymagają odpowiedniej analizy i oceny, stosowania właściwych metod badawczych i w miarę możliwości dokładnego pomiaru i opisu. Trudność pomiaru zjawiska rozwoju wynika z faktu, że na ten proces składa się wiele faktów, zjawisk, działań, często o niejednorodnym, zróżnicowanym charakterze. Dlatego rozwój przedsiębiorstwa można oceniać w różnych płaszczyznach, a w szczególności<sup>1</sup>:

- wielkościowej, czyli wymiaru działania przedsiębiorstwa,
- jakościowej,
- finansowej, czyli oceny efektywnościowej i oceny kondycji finansowej,
- rynkowej – marketingowej.

Finansowy wymiar rozwoju jest interesujący ze względu na szeroką możliwość oceny tego przekroju z ilościowego i efektywnościowego punktu widzenia. Rozwój finansowy przedsiębiorstwa rozumiany jest tu jako ilościowe zmiany jego kondycji ekonomiczno-finansowej. Na kondycję finansową można patrzeć w różnych wymiarach wynikających z finansowego funkcjonowania przedsiębiorstwa, np.: rentowności, płynności, zadłużenia, wartości rynkowej, ryzyka, proporcji majątkowo-kapitałowych. W artykule przedstawione zostaną i zweryfikowane empirycznie trzy metody badania takiego rozwoju: jeden model dyskryminacyjny oraz dwa modele pozwalające na określanie syntetycznego poziomu i kierunku zmian

---

<sup>1</sup> J. Stanienda, *Determinanty rozwoju i konkurencyjności przedsiębiorstw w regionie*, Wyd. MWSE, Tarnów 2006, s. 50–51.

tak rozumianego rozwoju. Syntetyczna ocena kondycji finansowej przedsiębiorstwa jest problemem złożonym i wielowymiarowym, albowiem opisywana jest przez pryzmat wielu informacji finansowych (sprawozdań i wskaźników). Celem artykułu jest weryfikacja przydatności wybranych metod analizy finansowej do syntetycznej oceny kierunków i poziomu rozwoju finansowego przedsiębiorstwa.

## **2. Modele dyskryminacyjne w ocenie kondycji finansowej – poziom i kierunek rozwoju finansowego przedsiębiorstwa**

Przedstawiane tu metody są możliwe do stosowania wtedy, kiedy istnieje bezpośredni dostęp do materiałów i dokumentacji badanego przedsiębiorstwa. Ich przydatność jest mocno ograniczona w przypadku oceny zbiorów przedsiębiorstw, np. podczas badań ankietowych.

Fazy rozwoju można określać z punktu widzenia różnych ogólnych wielkości wskazujących na rozmiar, kierunek i tempo rozwoju przedsiębiorstwa, na przykład sprzedaży, wyników, aktywów, zatrudnienia i innych zbliżonych kategorii ekonomicznych. Nie odzwierciedlają one jednak wszystkich aspektów rozwoju, szczególnie finansowego. Jest to jeden z istotnych wymiarów dokonujących się zmian w przedsiębiorstwie. Znacznie lepszym podejściem do określania syntetycznego wymiaru rozwoju przedsiębiorstwa i jego kondycji finansowej są modele dyskryminacyjne.

Kondycja finansowa przedsiębiorstwa może przybierać różne stany, od bardzo dobrego do bankructwa. W przekroju czasowym można określić trajektorię tego stanu, która dla każdego przedsiębiorstwa jest odmienna. Za pomocą modeli dyskryminacyjnych można w szerszym znaczeniu określać kondycję finansową przedsiębiorstwa. Podstawowe modele, jakie są w tym zakresie wykorzystywane, to<sup>2</sup>:

- modele jednowymiarowe oparte na pojedynczych wskaźnikach finansowych; układy wskaźników pozwalają na ocenę stopnia zagrożenia finansowego przedsiębiorstwa i jego stanu finansowego;
- modele wielowymiarowej analizy dyskryminacyjnej; ocena przedsiębiorstw dokonywana jest przez pryzmat kilku mierników równocześnie, na podstawie których budowany jest model będący najczęściej liniową kombinacją wybranych wskaźników;

---

<sup>2</sup> B. Prusak, *Nowoczesne metody prognozowania zagrożenia finansowego przedsiębiorstw*, Difin, Warszawa 2005, s. 46–61.

- modele logitowe, które mogą przybierać postać dwumianową, tzn. dzielić przedsiębiorstwa na dobre finansowo i zagrożone oraz wielomianowe, w których przedsiębiorstwa dzielone są na kilka grup według zmieniającej się kondycji finansowej;
- sztuczne sieci neuronowe; tworzone są przez analogię do budowy i działania mózgu ludzkiego; modele zapisane w postaci odpowiednich algorytmów coraz szerzej wykorzystywane są także w finansach, m.in. oceny kondycji finansowej przedsiębiorstw.

W praktyce najczęściej wykorzystywane są modele wielowymiarowe; są proste i pozwalają na jednoznaczną ocenę poziomu i kierunku rozwoju finansowego przez pryzmat wybranych, reprezentatywnych wskaźników finansowych. Istnieje wiele modeli bazujących na danych polskich przedsiębiorstw, a najlepsze z nich charakteryzują się dużą, zweryfikowaną skutecznością w klasyfikacji przedsiębiorstw i ocenie ich kondycji<sup>3</sup>. Spośród wielu modeli w części empirycznej wykorzystany zostanie model oceniany jako jeden ze skuteczniejszych<sup>4</sup>:

$$G = 9,498X_1 + 3,566X_2 + 2,903X_3 + 0,452X_4 - 1,498$$

gdzie:

$X_1$  – wynik operacyjny/aktywa,

$X_2$  – kapitał własny/aktywa,

$X_3$  – (wynik netto + amortyzacja)/zobowiązania ogółem,

$X_4$  – aktywa obrotowe/zobowiązania krótkoterminowe.

Wartość krytyczna, na podstawie której następuje klasyfikacja badanych jednostek, jest równa zero.

Podstawową wartością takiego podejścia jest możliwość badania zmian wartości funkcji w czasie. Jeżeli te wartości systematycznie zmniejszają się w kolejnych okresach, jest to zawsze, niezależnie od typu modelu, sygnałem o regresie, o pogarszaniu się kondycji finansowej badanego przedsiębiorstwa, o jego drodze do upadłości. Tego typu modele najlepiej sprawdzają się w badaniu konkretnych przedsiębiorstw, pozwalając na określenie fazy jego życia i kierunku rozwoju.

<sup>3</sup> M. Pieńkowska, *Weryfikacja skuteczności funkcji dyskryminacyjnych opracowanych dla rynku polskiego*, w: *Zagrożenie upadłością*, red. K. Kuciński, E. Mączyńska, IFGN, SGH, Warszawa 2005, s. 147–154; D. Hadasiak, *Upadłość przedsiębiorstw w Polsce i metody jej prognozowania*, Zeszyty Naukowe AE w Poznaniu, nr 153/1998, s. 153; E. Mączyńska, *Systemy wczesnego ostrzegania*, „Nowe Życie Gospodarcze” 12/2004.

<sup>4</sup> M. Pieńkowska, *Weryfikacja skuteczności...*, op.cit., s. 147–154.

### 3. Wskaźniki syntetyczne w ocenie kondycji finansowej przedsiębiorstwa

#### 3.1. Pierwsza propozycja wskaźnika syntetycznego

Jednoznaczna ocena kondycji finansowej przedsiębiorstwa przez pryzmat poszczególnych grup wskaźników może być utrudniona ze względu na różne kryteria oceny (rentowność, płynność, sprawność, zadłużenie), dużą liczbę wykorzystywanych wskaźników o ogólnym i wycinkowym polu recepcji, charakterystykę różnych obszarów działalności przedsiębiorstwa, odmienność interpretacyjną. Dlatego też w ocenie przedsiębiorstw można zaproponować syntetyczny wskaźnik obliczany na podstawie czterech podstawowych grup wskaźników analitycznych. Przy konstruowaniu miary syntetycznej należy kierować się następującymi zasadami<sup>5</sup>:

- z każdej grupy wskaźników analitycznych wybiera się subiektywnie wskaźniki najważniejsze, tak aby ich zróżnicowanie było dobrą reprezentacją grupy: rentowności, płynności, efektywności gospodarowania majątkiem i zadłużenia;
- zbiera się i zestawia w tabeli wartości wybranych mierników dla kilku lat, co najmniej trzech;
- wszystkie wskaźniki do obliczeń, jeśli zachodziła taka potrzeba, przelicza się na stymulanty, tzn. takie wielkości, których wzrost oceniany jest pozytywnie;
- wybrane wskaźniki analityczne normalizuje się według następującej formuły: wartość wskaźnika z danego okresu do średniej arytmetycznej tego wskaźnika z badanych lat – taki sposób ustalania średniej pozwala na ocenę zmian miary syntetycznej w czasie;
- tak znormalizowane wielkości różnoimiennych wskaźników dla każdego z badanych lat sumuje się i uzyskuje miarę syntetyczną dla danego okresu ocenianego przedsiębiorstwa.

Jest to prosta procedura rachunkowa, łatwa do zapisania w Excelu. W pewnym sensie jest podobna do liczenia wielowymiarowych modeli dyskryminacyjnych, gdyż w obu podejściach mamy do czynienia z wielkością syntetyczną będącą pochodną wybranych wskaźników. To, co różni obie metody, to: zasada wyboru wskaźników, sposób obliczania wielkości syntetycznej i brak kryterium oceny przedsiębiorstw

---

<sup>5</sup> Jest to modyfikacja metody opisanej w: Z. Leszczyński, *Zmiany efektywności działania polskich przedsiębiorstw*, Studia i Prace Kolegium ZiF, nr 89/2008, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2008, s. 21–31.

przy wskaźniku syntetycznym. Wskaźnik ten jest szczególnie przydatny do oceny rozkładu w czasie kondycji finansowej przedsiębiorstw oraz ich grup.

### 3.2. Druga propozycja wskaźnika syntetycznego

Ta propozycja metodyczna opiera się na indeksach dynamiki zjawisk ilościowych związanych z działalnością przedsiębiorstw. Procedura obliczania takiego wskaźnika została podana poniżej.

1. Z różnych mierników charakteryzujących ilościowy wymiar działalności przedsiębiorstwa należy wybrać najważniejsze z punktu widzenia analityka. Można np. zaproponować następujące: wielość przychodów ze sprzedaży ogółem, poziom zatrudnienia, wielkość aktywów ogółem, wielkość zysku netto, wielkość kapitału własnego, wartość inwestycji.
2. Zebrać i zestawić w tabeli wartości wybranych mierników dla kilku lat, co najmniej trzech.
3. Policzyc indeksy dynamiki łańcuchowej dla wszystkich okresów.
4. Policzyc wskaźnik rozwoju ( $WR$ ) dla każdego okresu jako sumę indeksów wybranych wskaźników z tego okresu ( $WR_2 = \text{indeks pierwszego miernika danego okresu} + \text{indeks drugiego miernika danego okresu} + \dots \text{ itd.}$ ).
5. Ogólny wskaźnik rozwoju ( $OWR$ ) najprościej jest obliczyć jako zwykłą średnią arytmetyczną z okresowych wskaźników rozwoju ( $WR$ ) – z punktu wyżej. Lepszy jest jednak wskaźnik oparty na średniej ważonej z obliczonych w punkcie 4 wskaźników okresowych. Pojawia się problem wyboru wag. Najbardziej popularną metodą jest sumowanie liczby lat, gdzie większą wagę przywiązuje się do ostatnich obserwacji w szeregu czasowym, a mniejszą do początkowych okresów<sup>6</sup>. Przykładowo dla trzech lat ich suma to 6. Wielkość finansowa z bieżącego roku dostaje wagę równą  $3/6$ , z okresu poprzedniego  $2/6$  a z pierwszego –  $1/6$ . Dla danych z pięciu lat będzie to odpowiednio 15 i wagi przypisane kolejno od pierwszego do ostatniego okresu:  $1/15$ ,  $2/15$ ,  $3/15$ ,  $4/15$ ,  $5/15$ .

Poniższy przykład zilustruje proponowaną procedurę obliczania  $OWR$  (tabela 1). Przykład oparty jest na następujących założeniach:

- wybrano trzy mierniki rozwoju: przychody, zatrudnienie i aktywa,
- przykładowe dane obrazują trzy typy rozwoju: postęp, stagnację i regres,
- z ciągu czterech okresów obliczane są trzy indeksy dynamiki,
- $OWR$  liczony jest jako średnia ważona.

<sup>6</sup> B. Cornell, *Wycena spółek – metody i narzędzia efektywnej wyceny*, Liber, Warszawa 1999, s. 71–72.

Tabela 1. Procedura liczenia ogólnego wskaźnika rozwoju – OWR

Faza rozwoju – postęp								
rok	przychody	dynamika	rok	zatrudnienie	dynamika	rok	aktywa	dynamika
1	80	–	1	8	–	1	20	–
2	100	1,250	2	10	1,250	2	30	1,500
3	120	1,200	3	12	1,200	3	40	1,333
4	140	1,167	4	14	1,167	4	50	1,250

średnia arytmetyczna	1,206	średnia arytmetyczna	1,206	średnia arytmetyczna	1,361
średnia geometryczna	1,205	średnia geometryczna	1,205	średnia geometryczna	1,357
średnia ważona	1,192	średnia ważona	1,192	średnia ważona	1,319

WR2	4,00
WR3	3,73
WR4	3,58
<b>OWR</b>	<b>3,70</b>

Faza rozwoju – stagnacja								
rok	przychody	dynamika	rok	zatrudnienie	dynamika	rok	aktywa	dynamika
1	80	–	1	8	–	1	20	–
2	80	1,000	2	8	1,000	2	20	1,000
3	80	1,000	3	8	1,000	3	20	1,000
4	80	1,000	4	8	1,000	4	20	1,000

średnia arytmetyczna	1,000	średnia arytmetyczna	1,000	średnia arytmetyczna	1,000
średnia geometryczna	1,000	średnia geometryczna	1,000	średnia geometryczna	1,000
średnia ważona	1,000	średnia ważona	1,000	średnia ważona	1,000

WR2	3,00
WR3	3,00
WR4	3,00
<b>OWR</b>	<b>3,00</b>



Faza rozwoju – regres								
rok	przychody	dynamika	rok	zatrudnienie	dynamika	rok	aktywa	dynamika
1	80	–	1	8	–	1	20	–
2	70	0,875	2	7	0,875	2	20	1,000
3	60	0,857	3	6	0,857	3	20	1,000
4	50	0,833	4	5	0,833	4	20	1,000

średnia arytmetyczna	0,855	średnia arytmetyczna	0,855	średnia arytmetyczna	1,000
średnia geometryczna	0,855	średnia geometryczna	0,855	średnia geometryczna	1,000
średnia ważona	0,848	średnia ważona	0,848	średnia ważona	1,000

WR2	2,75
WR3	2,71
WR4	2,67
OWR	2,70

Analizując powyższy przykład, można zauważyć, że:

1. W rozwoju stagnacyjnym, kiedy wybrane mierniki nie ulegają zmianie w czasie, OWR jest na poziomie 3. W każdym przypadku tego typu rozwoju wskaźnik jest równy liczbie mierników przyjętych do badań. Dla trzech mierników jest równy 3, dla czterech – jest równy 4 itd. Ta właściwość pozwala na interpretację typu rozwoju na podstawie poziomu wskaźnika.
2. W rozwoju typu postęp OWR jest powyżej poziomu 3 (i odpowiednio powyżej 4, 5, jeżeli przyjmujemy cztery lub pięć wskaźników do badań). W regresie ten wskaźnik kształtuje się na poziomie poniżej 3 i odpowiednio.
3. Podobna jest też interpretacja dla wskaźników rozwoju obliczanych dla poszczególnych okresów.
4. W przykładzie, dla poszczególnych wskaźników, obliczono trzy typy średnich: zwykłą średnią arytmetyczną, geometryczną i średnią ważoną sumą lat. Wszystkie średnie są tu traktowane jako stopy zmiany i wskazują na różny poziom tej stopy zależnie od przyjętego sposobu obliczania. Te stopy mogą być traktowane jako mierniki rozwoju przedsiębiorstwa z punktu widzenia każdego z wyróżnionych mierników. W przykładzie, dla różnych typów rozwoju, najwyższa jest zwykła stopa, mniejsza – geometryczna, a najmniejsza – średnia ważona. W zależności od przyjętej średniej otrzymujemy różnej wielkości stopy wzrostu. Te rozbieżności są jeszcze większe w sytuacji, kiedy mamy do czynienia z nierównomiernym rozwojem, np. najpierw wzrost potem spadek. Ma to swoje znaczenie w praktyce

analitycznej, gdyż może prowadzić do różnych ocen stopnia rozwoju. Można wtedy zaproponować inną metodę określania stopy wzrostu, a mianowicie liniowy model trendu, w którym współczynnik kierunkowy określa poziom stopy wzrostu, a tym samym tempo i typ rozwoju przedsiębiorstwa, oceniane z punktu widzenia pojedynczych mierników.

#### 4. Empiryczna weryfikacja metod badania rozwoju finansowego przedsiębiorstwa

Modele oceny rozwoju finansowego weryfikowane będą na przykładzie dwóch spółek giełdowych, z których jedna charakteryzowała się pogarszającą się kondycją finansową i została postawiona w 2010 roku w stan upadłości (oznaczana dalej jako **K**) oraz drugiej (oznaczanej dalej jako **W**)<sup>7</sup> ocenianej przez pryzmat wskaźników jako jednostka w dobrej kondycji finansowej i dobrze wycenianej przez rynek. Podstawą analizy wybranych spółek są dane sprawozdawcze z czterech lat. Analiza będzie prowadzona na zasadzie nieznaności spółek, tzn. tak jakby brak było zewnętrznych informacji o ich funkcjonowaniu i uwarunkowaniach ich działalności, na zasadzie patrzenia z zewnątrz na nieznaną nam podmioty gospodarcze. Takie podejście pozwoli na ocenę przydatności metod do określania poziomu i kierunków rozwoju finansowego przedsiębiorstwa, a wybrane spółki są jedynie ilustracją liczbową problemu. Wybrane dane z bilansów i rachunków wyników badanych spółek zaprezentowano w tabeli 2.

Tabela 2. Dane ze sprawozdań finansowych

Dane do rachunków	K				W			
	1	2	3	4	1	2	3	4
Aktywa	453	433	430	332	205	210	225	251
Aktywa obrotowe	171	173	179	141	76	79	87	116
Kapitał własny	184	158	163	-7	151	157	171	188
Zobowiązania	294	303	267	339	51	53	54	63
Przychody	304	378	392	322	235	247	258	317
Zysk operacyjny	15	8	9	-14	29	30	33	40
Zysk netto	15	13	3	-140	18	23	24	32
Amortyzacja	12	11	11	10	8	9	10	10
Zobowiązania bieżące	45	49	49	52	45	49	49	52

Źródło: sprawozdania finansowe badanych spółek.

<sup>7</sup> Dalej wykorzystane zostaną oznaczenia literowe badanych spółek.

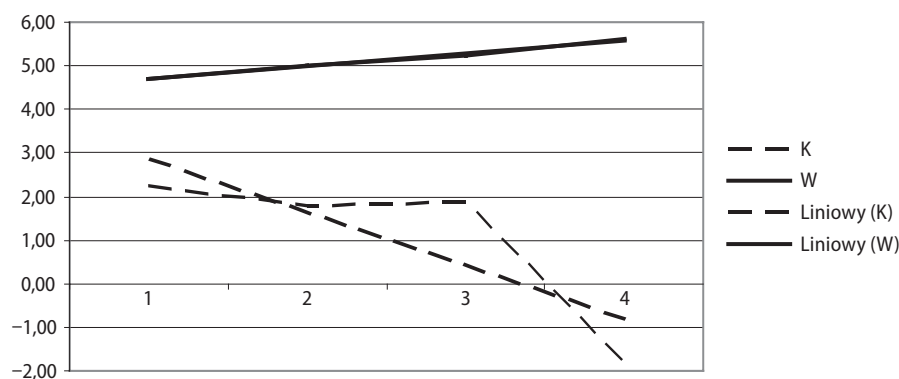
## Model dyskryminacyjny

Obliczone wartości syntetyczne G dla modelu dyskryminacyjnego zawarto w tabeli 3.

**Tabela 3. Wartości syntetyczne G dla modelu dyskryminacyjnego**

Zmienne syntetyczne G	1	2	3	4
K	2,25	1,80	1,86	-1,86
W	4,72	5,01	5,24	5,63

**Rysunek 1. Syntetyczny obraz zmian zmiennej G i linii trendu**



Źródło: na podstawie tabeli 2.

W spółce **K** widoczne jest (rysunek 1) systematyczne pogarszanie się kondycji finansowej, aż do wartości ujemnej, co wyraźnie świadczy o silnym zagrożeniu finansowym. W przypadku spółki **W** kondycja określana wskaźnikiem G jest na bardzo dobrym poziomie i wykazuje tendencję do poprawy. Dla wskaźników dyskryminacyjnych ważny jest ich poziom, kierunek zmian oraz skala odchylenia od zera. Im bardziej obliczone dla konkretnych jednostek wartości funkcji są wyższe od ich poziomu krytycznego (zero), tym mniejsze prawdopodobieństwo bankructwa, tym lepsza kondycja finansowa i odwrotnie.

## Pierwszy wskaźnik syntetyczny

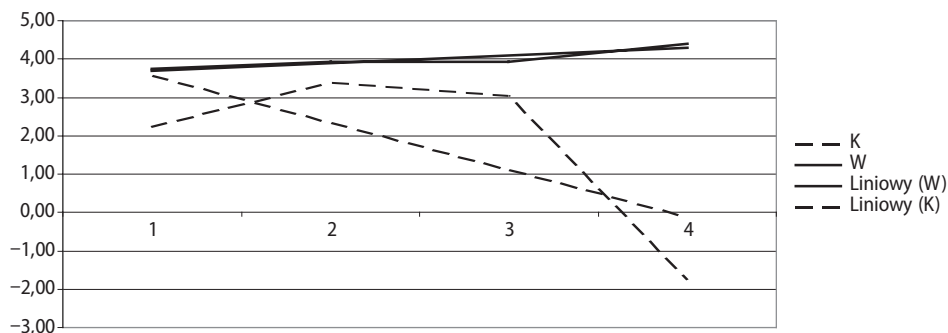
Obliczone wartości wskaźnika syntetycznego znajdują się w tabeli 4 oraz na rysunku 2.

Tabela 4. Wartości wskaźnika syntetycznego

Spółka	1	2	3	4
K	2,23	3,39	3,05	-1,77
W	3,74	3,92	3,93	4,41

Wskaźniki syntetyczne mają ten sam rozkład, co miary z modelu dyskryminacyjnego. Dla **K** wykazują pewien wzrost, a potem widoczna jest tendencja spadkowa; natomiast dla **W** obserwujemy systematyczny przyrost wartości. Ogólna tendencja kierunku i poziomu rozwoju finansowego jest taka sama jak dla modelu dyskryminacyjnego. Tym, co różni wskaźnik syntetyczny od miary dyskryminacyjnej, jest brak proggu krytycznego oraz znacznie mniejsze zróżnicowanie poziomu wartości między badanymi spółkami, szczególnie w drugim i trzecim okresie. Wskaźnik ten można potraktować jako propozycję metodyczną w badaniu kondycji finansowej przedsiębiorstw.

Rysunek 2. Zmiany wartości wskaźnika syntetycznego oraz ich trend



Źródło: na podstawie tabeli 2.

## Drugi wskaźnik syntetyczny

Obliczone wartości zmiennej syntetycznej znajdują się w tabeli 5 oraz na rysunku 3.

Do analizy przyjęto 3 wskaźniki (przychody, aktywa ogółem, aktywa obrotowe)<sup>8</sup> stąd wartość ogólnego wskaźnika rozwoju (OWR) poniżej 3 oznacza spadkową tendencję dla spółki **K**. Wartość powyżej 3 dla **W** jest równoznaczna z tendencją wzrostową. Okresowe wskaźniki rozwoju wskazują na kierunek zmian w poszcze-

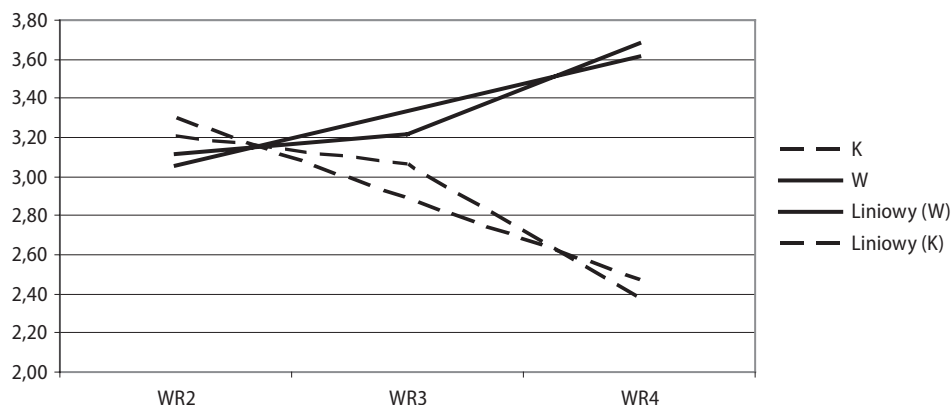
<sup>8</sup> Ten wskaźnik może być obliczany tylko dla dodatnich wartości – kwestia obliczania dynamiki. Wybrano te wskaźniki, ponieważ spółka **K** miała straty oraz ujemny kapitał własny.

gólnych okresach. Ta ocena kierunków zmian jest zbieżna z ocenami dokonanymi wcześniej – model dyskryminacyjny i pierwszy wskaźnik syntetyczny.

**Tabela 5. Wartości zmiennej syntetycznej**

Zmienna	K	W
WR2	3,21	3,11
WR3	3,06	3,22
WR4	2,38	3,68
OWR	2,75	3,43

**Rysunek 3. Zmiany wartości okresowych wskaźników rozwoju oraz ich trend**



Źródło: na podstawie tabeli 2.

## 5. Podsumowanie

Każde przedsiębiorstwo jest obiektem zmieniającym się w czasie. Zmiany te są utożsamiane z kategorią rozwoju przedsiębiorstwa. Rozwój ten może być badany w różnych wymiarach, jakościowym i ilościowym, na konkretnych obszarach funkcjonowania przedsiębiorstwa. Przedmiotem zainteresowania był tu finansowy rozwój przedsiębiorstwa rozumiany jako zmiany jego stanu finansowego w kolejnych okresach. Oceny kondycji finansowej w klasycznym ujęciu można dokonywać przez analizę sprawozdań finansowych (zagregowane formy bilansu, rachunku zysków i strat, rachunku przepływów pieniężnych), analizę podstawowych grup wskaźników. Są to jednak pracochłonne i nie zawsze jednoznaczne przekroje analizy. Dlatego też

w artykule zaproponowano proste metody jednoznacznej, a zarazem syntetycznej oceny zmian kondycji finansowej przedsiębiorstwa. Każda z tych metod wskazuje na taki sam kierunek i podobną skalę finansowego rozwoju obu badanych spółek, co dobrze świadczy o ich przydatności w ocenie przedsiębiorstw.

## Bibliografia

1. Cornell B., *Wycena spółek – metody i narzędzia efektywnej wyceny*, Liber, Warszawa 1999.
2. Hadasiak D., *Upadłość przedsiębiorstw w Polsce i metody jej prognozowania*, Zeszyty Naukowe AE w Poznaniu, nr 153/1998.
3. Leszczyński Z., *Zmiany efektywności działania polskich przedsiębiorstw*, Studia i Prace Kolegium ZiF, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa nr 89/2008.
4. Mączyńska E., *Systemy wczesnego ostrzegania*, „Nowe Życie Gospodarcze” 12/2004.
5. Prusak B., *Nowoczesne metody prognozowania zagrożenia finansowego przedsiębiorstw*, Difin, Warszawa, 2005.
6. Stanienda J., *Determinanty rozwoju i konkurencyjności przedsiębiorstw w regionie*, Wyd. MWSE, Tarnów 2006.
7. *Zagrożenie upadłością*, red. K. Kuciński, E. Mączyńska, IFGN, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2005.

*Marta Grzegorzcyk*  
Kolegium Zarządzania i Finansów  
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

# Niematerialne składniki wartości przedsiębiorstwa – charakterystyka i znaczenie

## 1. Wprowadzenie

Niematerialne składniki wartości przedsiębiorstwa uzupełniają jego kapitał finansowy i są źródłem tworzenia wartości przedsiębiorstwa. Rosnące zainteresowanie tymi składnikami badaczy nauk o zarządzaniu wynika w dużej mierze z faktu, że przedsiębiorstwa opierające swoją działalność na zasobach niematerialnych są wyżej wyceniane przez rynek niż firmy eksploatujące głównie zasoby materialne<sup>1</sup>. Rozważając kwestie wartości przedsiębiorstwa, można zauważyć, że wartość przedsiębiorstwa jest postrzegana przez pryzmat oceny wielu interesariuszy, w tym klientów, akcjonariuszy i otoczenia rynkowego, opinii menedżerów oraz pracowników przedsiębiorstwa. Przyjmując tę przesłankę, można sformułować kilka uwag, dotyczących wielowymiarowego spojrzenia na wartość przedsiębiorstwa, które znajdują potwierdzenie w praktyce zarządzania. Idąc tym tropem, P. Doyle<sup>2</sup> stwierdził, że jeśli menedżerowie ds. marketingu potrafią wykazać, że ich działania przyczyniają się do wzrostu wartości dla udziałowców, to działy marketingu zyskają większe poważanie wśród zarządów firm. Podobnie wypowiada się także R. Kłęczek, który zauważa, że jeśli badacze działań marketingowych potrafią wykazać,

---

<sup>1</sup> Za: G. Urbanek, *Kompetencje a wartość przedsiębiorstwa: Zasoby niematerialne w nowej gospodarce*, Wolters Kluwer, Warszawa 2011, s. 29.

<sup>2</sup> P. Doyle, *Marketing wartości*, za: R. Kłęczek, *Marketing i wartość: Metodologiczne aspekty badania skuteczności działań marketingowych*, Uniwersytet Ekonomiczny, Wrocław 2012.

że te działania przyczyniają się do wzrostu wartości przedsiębiorstwa, to zyskują uznanie wśród badaczy innych dziedzin zarządzania<sup>3</sup>.

W dzisiejszych czasach to stan i jakość zasobów niematerialnych decyduje o potencjale rozwojowym biznesu, gdyż zasoby niematerialne stanowią dla przedsiębiorstwa podstawowy budulec kluczowych kompetencji. Natomiast na podstawie luki kompetencyjnej można określić pozycję konkurencyjną przedsiębiorstwa, zarówno w wymiarze bezwzględnym, jak i względnym.

Artykuł ten odnosi się do roli i znaczenia zasobów niematerialnych w procesie generowania wartości współczesnego przedsiębiorstwa; jest dyskusją dotyczącą ich charakterystyki, a także porządkuje i systematyzuje zagadnienia związane z niematerialnymi składnikami wartości przedsiębiorstwa.

## 2. Zasoby niematerialne w przedsiębiorstwie

Wśród zasobów przedsiębiorstwa wyróżniamy aktywa fizyczne, takie jak maszyny, urządzenia, budynki, kapitał obrotowy i aktywa wiedzy. Aktywa fizyczne są homogeniczne i mobilne – czyli dostępne dla wszystkich przedsiębiorców na podobnych warunkach. Aktywa fizyczne oferują tylko przeciętny zwrot z inwestycji. Aby uzyskać zwrot ponadprzeciętny, potrzebne są aktywa heterogeniczne, niemobilne – to one tworzą istotną wartość dla klienta i są unikatowe. Dlatego zasoby niematerialne, jako tworzące istotną różnicę między konkurującymi firmami (aktywa wiedzy, kapitał intelektualny) stanowią coraz większą część kapitału przedsiębiorstw. Nowa organizacja, w dobie gospodarki wiedzy, to organizacja ucząca się. Kompetencje kluczowe powstają jako rezultat tego kolektywnego uczenia się firmy. Kluczowe kompetencje muszą mieć potencjał zastosowania na różnych rynkach (warunek konieczny)<sup>4</sup>. Tworzywem tych kluczowych kompetencji są zasoby niematerialne. Zasoby podlegają erozji w czasie, wymagają więc cyklicznego odnawiania.

G. Urbanek definiuje zasoby niematerialne przedsiębiorstwa jako niemające fizycznej postaci źródła ekonomicznych korzyści – w tym zjawiska ekonomiczne niezależne od przedsiębiorstwa, jak też i te będące skutkiem jego działań<sup>5</sup>.

---

<sup>3</sup> R. Kłeczek, *Marketing i wartość: Metodologiczne...*, op.cit.

<sup>4</sup> G. Hamel, C.K. Prahalad, *The Core Competencies of the Corporation*, „Harvard Business Review”, May–June 1990, s. 79–91.

<sup>5</sup> G. Urbanek, *Kompetencje a wartość przedsiębiorstwa: Zasoby niematerialne w nowej gospodarce*, Wolters Kluwer, Warszawa 2011, s. 31.



Dalej, jako najważniejsze zasoby niematerialne przedsiębiorstwa, G. Urbanek wymienia: markę, aktywa technologiczne, kapitał ludzki, relacje z klientami, kulturę organizacyjną i przywództwo, reputację, relacje z partnerami w sieci oraz *goodwill*. Dodatkowo, jako tzw. inne aktywa niematerialne, ten sam autor wymienia prawa autorskie oraz kontrakty<sup>6</sup>.

Z kolei R. Kłeczek<sup>7</sup> operuje pojęciem tzw. aktywów rynkowych, które w bezpośredni sposób przekładają się na wyniki rynkowe przedsiębiorstwa, a dalej na jego wartość dla akcjonariuszy. Te aktywa to relacje z klientami, czyli marka oraz całościowa baza klientów będąca w dyspozycji jej właściciela, oraz – jako drugi składnik – relacje z partnerami w biznesie, przekładające się na kanały dystrybucyjne, możliwości *co-brandingu* oraz (tworzone i potencjalne) sieci współpracy z partnerami. Tu adekwatne wydaje się użycie sformułowania marketing relacji, wprowadzanego przez licznych autorów.

Aktywa rynkowe (czyli inaczej niematerialne zasoby przedsiębiorstwa) bezpośrednio przekładają się na szybszą penetrację rynku poprzez: szybsze wypróbowywanie nowych produktów przez klientów (*trials*), częstsze i szybsze polecenia i rekomendacje, szybszą adaptację produktu oraz na wyższą osiąganą premię cenową, a także wzrost udziału w rynku, łatwiejsze i bardziej efektywne poszerzenia marki, niższe koszty sprzedaży i obsługi oraz wyższą lojalność i częstsze powtarzanie zakupów przez klientów (*retention*). Jako skutek wyników rynkowych, czyli pośrednio z aktywów rynkowych (a zatem z niematerialnych zasobów przedsiębiorstwa), tworzy się wartość dla akcjonariuszy poprzez przyspieszanie przepływów pieniężnych, zwiększanie przepływów pieniężnych, zmniejszanie ryzyka przepływów pieniężnych oraz zwiększanie wartości rezydualnej przepływów pieniężnych.

W generalnym ujęciu, zasoby (niematerialne) przedsiębiorstwa mogą być istotne albo nieistotne. Istotne zasoby niematerialne przedsiębiorstwa to takie, które budują jego kluczowe kompetencje i stanowią o przewadze konkurencyjnej przedsiębiorstwa. Nieistotne zasoby niematerialne nie stanowią o przewadze konkurencyjnej i nie są koniecznym budulcem kluczowych kompetencji firmy. Cechy zasobów niematerialnych, decydujące o wielkości ich wpływu na potencjał podtrzymywania przewagi konkurencyjnej przedsiębiorstwa, to trwałość, transparentność, transferowalność i podatność na kopiowanie. Im bardziej trwałe i transferowalne, a jednocześnie im mniej transparentne i mniej podatne na kopiowanie są zasoby niematerialne przedsiębiorstwa, tym wyższy jest ich potencjał kreowania i podtrzymywania przewagi konkurencyjnej.

<sup>6</sup> G. Urbanek, *Wycena aktywów niematerialnych przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2008, s. 44.

<sup>7</sup> R. Kłeczek, *Marketing i wartość: Metodologiczne...*, op.cit., s. 17.

W sytuacji rynkowej konkurenci próbują zidentyfikować źródła przewagi przedsiębiorstwa i duplikować zwycięskie strategie oraz główne zdolności organizacji. Nie zawsze jest to jednak możliwe w czasie krótszym niż ten, którego potrzebowało przedsiębiorstwo – lider do wytworzenia tych samych zdolności. Zjawisko dysekononii kompresji czasu mówi o tym, że nie można przyspieszyć akumulacji zasobów. Jednocześnie rozwój jakiegoś zasobu w uczącej się organizacji może być uzależniony od jednoczesnego rozwoju innego zasobu.

W ujęciu statycznym stan zasobów niematerialnych to bieżąca wartość danego czynnika niematerialnego w danym momencie.

I. Dierickx i K. Cool<sup>8</sup> posługują się metaforą wanny – poziom wody w wannie to poziom *know-how* przedsiębiorstwa na dany moment – do wanny można dolać wody poprzez inwestycje w badania i rozwój, ale też w wannie jest odpływ, gdyż każda wiedza się starzeje. Wpływowi zasobów niematerialnych na zewnątrz przedsiębiorstwa zapobiega mechanizm izolacji.

Wiedza w przedsiębiorstwie może być potencjalna lub wykorzystywana; skodyfikowana (jawna) lub ukryta w głowach pracowników. Zwłaszcza w tym drugim wariancie wartość zasobów jest trudna do wyceny i wręcz niemożliwa do skopiowania. Natomiast zdolności organizacji to, według G. Urbanka, umiejętności pojedynczych członków organizacji, a także grup działających wewnątrz tej organizacji oraz organizacyjne procedury i rutyny, plus interakcje między pracownikami i grupami, poprzez które następuje koordynacja wszystkich zasobów przedsiębiorstwa<sup>9</sup>.

Zasoby niematerialne dzielimy również na nieidentyfikowalne, identyfikowalne i zewnętrzne (zasoby zewnętrzne to np. internet, dobra publiczne). Zasoby nieidentyfikowalne to zasoby niemające oddzielnego bytu ekonomicznego, jak kapitał ludzki, relacje z klientami, kultura organizacyjna, przywództwo, reputacja, relacje z partnerami. Zasoby identyfikowalne natomiast to zasoby mające oddzielny byt ekonomiczny (w tym własność intelektualna), takie jak marki, prace badawczo-rozwojowe, patenty, inne (prawa autorskie, kontrakty).

P. Drucker<sup>10</sup> opisuje ewolucję gospodarki w podziale na trzy fazy. Jako pierwsza rozwinęła się gospodarka przemysłowa, która później ewoluowała w stronę gospodarki produkcyjnej, aby ostatecznie osiągnąć fazę zarządczą (i tym samym stać się gospodarką opartą na wiedzy). Podstawowe zasoby niematerialne przedsiębiorstwa

---

<sup>8</sup> I. Dierickx, K. Cool, *Asset Stock Accumulation and Sustainability of Competitive Advantage*, „Management Science” December 1989, vol. 35 no 12.

<sup>9</sup> G. Urbanek, *Kompetencje a wartość przedsiębiorstwa...*, op.cit., s. 37.

<sup>10</sup> P. Drucker, *Post-capitalist Society*, za: G. Urbanek, *Kompetencje a wartość przedsiębiorstwa...*, op.cit.

w epoce gospodarki opartej na wiedzy to: jego kultura organizacyjna, przywództwo i kapitał ludzki (oparty na tzw. pracownikach wiedzy). Wartość wytworzona przez kapitał ludzki w danym okresie, w drodze akumulacji wartości, tworzy przyrost aktywów niematerialnych przedsiębiorstwa, takich jak marka, technologia, relacje i reputacja. W dalszej części postaram się pokrótce omówić te cztery elementy.

### 3. Wartości niematerialne i prawne w bilansie przedsiębiorstwa

Według polskiej ustawy o rachunkowości z 1994 roku, uwzględniane w bilansie wartości niematerialne, określane jako „wartości niematerialne i prawne” definiuje się jako: „nabyte przez jednostkę, zaliczane do aktywów trwałych, prawa majątkowe nadające się do gospodarczego wykorzystania, o przewidywanym okresie ekonomicznej użyteczności dłuższym niż rok, przeznaczone do używania 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*. W przypadku wartości niematerialnych i prawnych oddanych do używania na podstawie umowy najmu, dzierżawy lub innej umowy o podobnym charakterze, wartości niematerialne i prawne zalicza się do aktywów trwałych jednej ze stron umowy (...). Do wartości niematerialnych i prawnych zalicza się również nabytą wartość firmy oraz koszty zakończonych prac rozwojowych”<sup>11</sup>.

Inaczej mówiąc, wartości niematerialne i prawne to nabyte przez jednostkę prawa majątkowe, które są zaliczane do aktywów trwałych i nadają się do gospodarczego wykorzystania oraz charakteryzują się przewidywalnym okresem ekonomicznej użyteczności dłuższym niż rok.

Wartość rynkowa firmy to ta część wartości przedsiębiorstwa, która nie wynika bezpośrednio z wyceny jego aktywów netto (sumy aktywów pomniejszonej o zobowiązania). Wartość firmy wykazywana jest w skonsolidowanym sprawozdaniu finansowym przede wszystkim w przypadku przejęć. Jej wielkość równa się różnicy pomiędzy ceną zakupu przedsiębiorstwa a wartością godziwą jego aktywów netto (sumy aktywów pomniejszonej o zobowiązania). Wartość godziwą stanowi taka kwota, za jaką dany składnik aktywów może zostać wymieniony (kapitał odtworzeniowy), a wynikiem zobowiązania uregulowane w warunkach transakcji rynkowej.

Inne wartości niematerialne i prawne to koszty zakończonych prac rozwojowych, *know-how*, patenty i wynalazki. Koszty zakończonych prac rozwojowych to koszty

---

<sup>11</sup> Ustawa o rachunkowości z dnia 29.09.1994, art. 3, ust. 1, pkt. 14.

poniesione przez jednostkę przed podjęciem produkcji (zastosowaniem technologii), poniesione na badania albo na w inny sposób uzyskaną wiedzę, których to wynik można wykorzystać w produkcji nowych, ulepszonych wyrobów lub nowej technologii. Te wartości zalicza się do inwestycji długoterminowych.

## 4. Wartość marki jako niematerialnego zasobu przedsiębiorstwa

Według definicji sformułowanej przez American Marketing Association, „marka to nazwa, termin, znak, symbol, wzór, rysunek lub ich kombinacja stworzona celem identyfikacji dóbr lub usług sprzedawcy lub ich grupy i wyróżnienia ich spośród konkurencji”<sup>12</sup>. W szerszym kontekście markę można rozpatrywać pod kątem kilku znaczeń symbolicznych, takich jak: atrybuty (cechy związane z produktem opisanym daną marką), korzyści (funkcjonalne, emocjonalne), wartości przekazywane przez producenta (zbieżne z oczekiwaniami i priorytetami odbiorcy), kultura (użytkowa i produkcyjna, kultura często ma związek z krajem pochodzenia, np. niemiecka solidność czy włoska elegancja), osobowość, użytkownicy (odbicie marki, gdy marka sugeruje klienta).

Definicji marki oraz definicji kapitału marki jest co najmniej kilka. Współczesny guru zarządzania, K.L. Keller, definiuje koncepcje kapitału marki opartą na kliencie (wartości, jaką dana marka oferuje konsumentowi), pisząc: „tym, co odróżnia markę od jej niemarkowych odpowiedników i nadaje jej wartość, jest całkowita suma wyobrażeń i odczuć konsumentów na temat atrybutów produktu i tego, jak one działają, na temat nazwy marki i tego, co ona oznacza, a także na temat firmy kojarzonej z marką”<sup>13</sup>.

Marka jako taka we współczesnej gospodarce pełni wiele funkcji. Dla konsumenta marka oznacza szanse zidentyfikowania źródła produktu, przypisanie odpowiedzialności twórcy produktu, redukcje ryzyka zakupowego, redukcje kosztów poszukiwań, a także obietnicę, więź lub nawet pakt z twórcą produktu, symboliczne wyobrażenie oznakowanego marką urzędnika, znak jakości sam w sobie.

Dla producenta natomiast marka to sposób identyfikacji, stosowany w celu ułatwienia obsługi i śledzenia, a także sposób prawnej ochrony unikalnych cech, znak poziomu jakości dla zadowolonych klientów, sposób nadania produktowi

<sup>12</sup> *Dictionary of Marketing Terms*, American Marketing Association, Chicago 1995, s. 18.

<sup>13</sup> K.L. Keller, *Strategiczne zarządzanie marką*, wyd. 3., tłum. H. Bruzi, M. Adamczyk-Żylińska, M. Miśkiewicz, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2011.

wyjatkowych skojarzeń, źródło przewagi konkurencyjnej, a co za tym idzie – źródło obecnych i przyszłych zysków finansowych.

Aby stworzyć markę produktu, przedsiębiorstwo musi nauczyć konsumentów, czym jest dany produkt. W tym celu przedsiębiorstwo nadaje etykietę produktu oraz zapewnia znaczenie marki poprzez stworzenie jej unikalnych aspektów w zakresie ważnym dla konsumenta.

Wartość marki jest miarą finansową (pieniężnym odzwierciedleniem kapitału marki). Jej wielkość jest rezultatem oceny przeszłych strategii marketingowych oraz perspektyw. Wartość marki jest funkcją jej zdolności do generowania przychodów gotówkowych w przyszłości. Wartość marki jest najczęściej określona jako różnica między wartością przepływów gotówkowych, osiągniętych za sprzedaży produktów noszących markę, a wartością przepływów gotówkowych, które można uzyskać ze sprzedaży podobnych produktów nieoznaczonych marką (produktów generycznych). Stosowanie tej definicji do wyceny marki budzi wiele wątpliwości. Często też za wartość marki przyjmuje się taką sumę przepływów gotówkowych, jaką można osiągnąć ze sprzedaży produktów oznaczonych daną marką<sup>14</sup>. Podobnie według L. Żabińskiego „przez wartość marki można rozumieć pewną, dodatkową (ponad właściwości funkcjonalne produktu) użyteczność dla nabywcy, za którą jest on gotów zapłacić więcej aniżeli wynikałoby to z właściwości fizycznych produktu. Wartość marki jawi się jako dodatkowa cecha dodana do produktu, dzięki której produkt zyskuje większą zdolność do zaspokajania potrzeb konsumentów oraz przynosi wymierne korzyści właścicielowi marki”<sup>15</sup>. Natomiast „wartość finansowa marki wynika z możliwości uzyskania przez podmiot gospodarczy dodatkowych wpływów ze sprzedaży produktów oznaczonych daną marką ponad wpływy, które mogłyby zostać uzyskane ze sprzedaży dokładnie takich samych produktów, ale nieoznaczonych”<sup>15</sup>.

Pozytywny wpływ silnych marek na tworzenie wartości przedsiębiorstwa ma także potwierdzenie w badaniach empirycznych.

T. Madden, F. Fehle, S. Fournier wykazali, że przedsiębiorstwa z silniejszymi markami (Interbrand 1994–2000) uzyskały wyższy miesięczny zwrot na akcjach od przeciętnego dla rynku, przy niższym od przeciętnego ryzyku<sup>16</sup>. Natomiast R. Kerin i R. Sethuraman udowodnili, że występuje dodatnia relacja między wartością marki

<sup>14</sup> *Zarządzanie marką*, red. G. Urbanek, E. Kosińska, PWE, Warszawa 2002, s. 151.

<sup>15</sup> *Marketing: koncepcje, badania, zarządzanie*, red. L. Żabiński, Akademia Ekonomiczna im. Karola Adamieckiego, Katowice 2002, s. 180–181.

<sup>16</sup> T. Madden, F. Fehle, S. Fournier, *Brands Matter: An Empirical Demonstration of the Creation of Shareholder Value through Branding*, „Journal of the Academy of Marketing Science” 2006, vol. 34, no. 2, s. 224–235.

a wskaźnikiem wartość rynkowa do wartości księgowej dla firm dysponujących wartościami markami według rankingu Interbrand 1995–96<sup>17</sup>.

W raporcie 2012 BrandZ Top 100 E. Campbell, prezes Millward Brown, zauważa: „Marki są czymś w rodzaju polisy ubezpieczeniowej w biznesie. Mimo długiego już okresu napięć gospodarczych, niestabilności politycznej i klęsk żywiołowych, co niekorzystnie oddziaływało na marki w wielu kategoriach, wartość wiodących światowych marek nieustannie rośnie, pozwalając firmom w wielu branżach nie tylko utrzymywać, ale i rozwijać działalność”<sup>18</sup>.

D. Roth z WPP zauważa: „Dzięki markom firmy mogą wyróżniać się wśród konkurencji, uzyskiwać wyższe ceny i opierać się kryzysom i zawirowaniom gospodarczym. W tym roku świetnie prosperowały te firmy, które wykorzystywały technologie, koncentrowały się na tzw. doświadczeniu konsumenckim (*customer experience*) lub wzmacniały kontrolę nad swoimi markami. Firma Apple nadal tworzy innowacje i zachowuje swój status marki „luksusowej”, jednak w przyszłości coraz szybciej będzie za nią podążał Samsung, którego wartość przekracza już 14,1 mld USD, częściowo dzięki sukcesowi telefonów linii Galaxy. Samsung z powodzeniem wyprzedza Apple’a na licznych rynkach, pozycjonując się jako fajna i korzystna cenowo marka alternatywna wobec wszechobecnego iPhone’a”<sup>19</sup>.

G. Urbanek zbadał pozytywny wpływ silnych marek na wyniki finansowe polskich spółek notowanych na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych w okresie kryzysu finansowego lat 2008–2009 i wykazał, że spółki dysponujące silniejszymi markami doświadczyły niższego spadku wartości akcji niż spółki dysponujące słabszymi markami<sup>20</sup>.

Natomiast H. Górska-Warsewicz sprawdziła względne, subiektywne znaczenie korzyści z posiadania silnej marki dla producentów produktów żywnościowych. Producenci z branży spożywczej dostrzegali liczne i liczące się korzyści ze skutecznego inwestowania w rozwój marek, na których czele stoją: ułatwione dzięki silnej marce partnerstwo biznesowe z liczącymi się sieciami detalicznymi, łatwiejsza dystrybucja, lepsze (i więcej) miejsce na półce, a także większy generowany zysk ze sprzedaży w tych sieciach.

---

<sup>17</sup> R. Kerin, R. Sethuraman, *Exploring the Brand Value – Shareholder Value Nexus for Consumer Goods Companies*, „Journal of the Academy of Marketing Science” 1998, vol. 26, no. 4, s. 260–273.

<sup>18</sup> *Najcenniejsze marki świata 2012 – Millward Brown*, w: *2012 BrandZ Top 100*, Millward Brown, Warszawa, 22.05.2012, [www.millwardbrown.com/Libraries/](http://www.millwardbrown.com/Libraries/) [dostęp 13.02.2013].

<sup>19</sup> *Ibidem*.

<sup>20</sup> G. Urbanek, *Marka a wartość dla akcjonariuszy w okresie kryzysu finansowego 2008–2009*, „Problemy zarządzania” 2011, nr 1.

W tabeli 1 pokazano procent wskazań dla wyszczególnionych korzyści z posiadania silnej marki przez producenta<sup>21</sup>.

**Tabela 1. Subiektywne znaczenie korzyści z posiadania silnej marki dla producentów produktów żywnościowych**

Wyszczególnienie	% wskazań
Ułatwia kontakty z sieciami detalicznymi	84,8
Zwiększa zysk	82,0
Zapewnia wstęp do kanałów dystrybucyjnych	78,4
Zapewnia większą sprzedaż	78,4
Zapewnia lojalność klientów	72,8
Zapewnia firmie rozwój	69,6
Ułatwia śledzenie konkurencji	65,6
Zapewnia identyfikację produktów firmy	57,6
Daje możliwość wprowadzenia nowych produktów	52,4
Zwiększa siłę przetargową firmy względem odbiorców	49,6
Zapewnia przetrwanie przedsiębiorstwa w sytuacjach kryzysowych	39,2
Ułatwia monitorowanie zmian na rynku	37,6
Ułatwia działania promocyjne na rynku	34,4
Zwiększa siłę przetargową względem dostawców	32,0
Ułatwia rozmowy z klientami	31,6

Źródło: na podstawie H. Górską-Warsewicz, *Marka w strategiach rozwoju przedsiębiorstw sektora spożywczego*, w: *Marketing w strategiach rozwoju sektora rolno-spożywczego*, red. M. Adamowicz, Wydawnictwo SGGW, Warszawa 2003, s. 253.

## 5. Technologiczne aktywa niematerialne<sup>22</sup>

Technologiczne aktywa niematerialne to wiedza, prawa i procesy związane z technologią, które są lub potencjalnie mogą być wykorzystywane przez przedsiębiorstwa w swojej działalności. Mają one zdolność generowania (obecnie lub w przyszłości) istotnych korzyści dla przedsiębiorstwa<sup>23</sup>.

<sup>21</sup> H. Górską-Warsewicz, *Marka w strategiach rozwoju przedsiębiorstw sektora spożywczego*, w: *Marketing w strategiach rozwoju sektora rolno-spożywczego*, red. M. Adamowicz, Wydawnictwo SGGW, Warszawa 2003, s. 253.

<sup>22</sup> Określenie „technologiczne aktywa niematerialne” za: G. Urbanek, *Kompetencje a wartość przedsiębiorstwa...*, op.cit., s. 49.

<sup>23</sup> Ibidem.

Technologiczne aktywa niematerialne przedsiębiorstwa to wiedza skodyfikowana, w tym procedury, projekty, formuły, szkice i patenty, wiedza ukryta (w głowach pracowników) oraz maszyny i urządzenia należące do przedsiębiorstwa.

L. Baruch przeprowadził badania, w których udowodnił, że firmy prowadzące intensywną działalność badawczo-rozwojową generalnie uzyskują wysokie stopy zwrotu na akcjach<sup>24</sup>.

Należy jednak wziąć pod uwagę zagrożenia związane z obieraniem przez przedsiębiorstwo strategii opartej głównie na przewadze technologicznej. Patenty szybko się starzeją, mogą zostać podważone, a także nie wszystko można opatentować. Poza tym konkurencja może legalnie obejść patenty. Uzyskanie patentu jest drogie i wymaga ujawnienia wielu informacji.

## 6. Relacje z klientami jako niematerialny zasób przedsiębiorstwa

Mówi się, że „firma tworzy klienta”, a relacje z klientami to jeden z najważniejszych zasobów niematerialnych tworzących wartość przedsiębiorstwa, dający nadzieje na przyszłe zyski w związku z *customer retention* – ponawianiem zakupów przez dotychczasowych klientów.

Zwrot z relacji (ROR: *return on relationships*) to długoterminowy wynik finansowy netto firmy z nawiązywania oraz utrzymywania sieci relacji z klientami i innymi partnerami w biznesie<sup>25</sup>.

Według V. Liljander i I. Roos prawdziwa relacja (*true relationship*) to lojalna reakcja behawioralna w postaci powtórnych zakupów, rekomendacji, dzielenia się informacjami itp., w sytuacji braku ograniczeń w zakresie zmiany dostawcy, wyrażana w danym okresie przez jednostkę wobec tylko jednego dostawcy z sektora. Prawdziwa relacja jest funkcją psychicznych procesów, prowadzących do wytworzenia więzi emocjonalnej z klientem<sup>26</sup>.

Kluczowa własność relacji przedsiębiorstwa z klientami to tzw. siła relacji. Jest to funkcja jednoczesnego oddziaływania dwóch czynników, tj. opinii klienta na temat,

---

<sup>24</sup> B. Lev, *Niematerialne aktywa: niedoceniana broń w walce z konkurencją*, „Harvard Business Review Polska”, wrzesień 2007, s.89

<sup>25</sup> E. Gummesson, *Total relationship marketing*, za: M. Mitręga, *Marketing relacji – teoria i praktyka*, wyd. I, CeDeWu.pl, Warszawa 2005.

<sup>26</sup> V. Liljander, I. Roos, *Customer – relationship levels – from spurious to true relationships*, „Journal of services marketing” 2002, vol. 16, no. 7, s. 595–596.



czy firma będzie nadal jego głównym dostawcą danej kategorii produktów w przyszłości oraz skłonności klienta do zarekomendowania firmy swoim krewnym i znajomym.

Mierniki siły relacji to m.in. czas jej trwania, intensywność, satysfakcja, zaufanie, zaangażowanie. Z punktu widzenia wartości relacji dla tworzenia zysków przedsiębiorstwa, istotny jest związek pomiędzy poszczególnymi jej elementami (czy też miernikami) a lojalnością klienta, będącą podstawą do jego przyszłych zakupów. W tym rozumieniu lojalność klienta wiąże się z tzw. zastępowalnością marki, czyli odpowiedzią na pytanie, co zrobię, jeśli „mojego” produktu nie zastanę w sklepie – czy zmienię markę, czy też sklep (poszukam gdzie indziej), czy może czas zakupów (zaczekam na dostawę). Postawa klienta w takiej sytuacji wiele mówi o jakości jego więzi z marką.

Powszechna opinia głosi, że lojalni klienci z zasady kupują więcej i chętniej rekomendują produkty znajomym, zatem podstawowym i wystarczającym zadaniem przedsiębiorstwa jest pozyskanie tejże lojalności<sup>27</sup>. Jednak badania empiryczne dowodzą, że nie wszyscy lojalni klienci przynoszą zyski i nie wszyscy zyskowni klienci są lojalni<sup>28</sup>. Także związek pomiędzy satysfakcją klienta a jego lojalnością jest nieliniowy. Czasem nielojalni klienci zostają, podczas gdy lojalni klienci odchodzą – takie reakcje mogą być powodowane innymi czynnikami otoczenia konkurencyjnego.

Kolejni badacze wykazują, że satysfakcja klienta nie przekłada się na sukces przedsiębiorstwa, a wysoki poziom zadowolenia klienta niekoniecznie prowadzi do powtórnych zakupów.

N. Kano wyróżnia trzy poziomy satysfakcji: satysfakcja konieczna – kiedy zaspokojone są podstawowe potrzeby; satysfakcja jednowymiarowa – uzależniona od zaspokojenia potrzeb negocjowalnych oraz satysfakcja nadzwyczajna – zaspokojenie potrzeb dodatkowych (tu powstaje zachwyt klienta).

Istotny jest też związek zaangażowania emocjonalnego klienta z powtarzaniem zakupów: czasem wysoki stopień realizacji oczekiwań klienta nie skłania go do ponownych zakupów (*retention*), z powodu niskiego znaczenia, jakie klient przypisuje relacji z danym dostawcą<sup>29</sup>.

---

<sup>27</sup> F. Reichheld, W. Sasser, *Zero defects: quality comes to services*, „Harvard Business Review”, September–October 1990, s. 105–111, za: V. Kumar, *Zarządzanie wartością klienta*, Wydawnictwa Profesjonalne PWN, Warszawa 2010, s. 27–28.

<sup>28</sup> W. Reinartz, V. Kumar, *The Mismanagement of Customer Loyalty*, „Harvard Business Review”, July 2002, s. 86, za: V. Kumar, *Zarządzanie wartością klienta*, Wydawnictwa Profesjonalne PWN, Warszawa 2010, s. 27–28.

<sup>29</sup> M. Mitreǵa, *Marketing relacji – teoria i praktyka*, wyd. I, CeDeWu.pl, Warszawa 2005, s. 75–80.

V. Kumar obala kolejne mity dotyczące lojalności<sup>30</sup>. Twierdzi, że nie udało się dotąd znaleźć wystarczających dowodów za tezę, że lojalni klienci są tańsi w obsłudze, natomiast wiele przemawia przeciw niej, np. fakt, że stali klienci domagają się spersonalizowanej obsługi i wyższych rabatów właśnie z powodu swojej stałości. Dalej udowadnia, że lojalny klient wcale nie jest skłonny zapłacić więcej za ten sam produkt, ponieważ z założenia lepiej porusza się w ofercie przedsiębiorstwa dostawcy i umie wyszukać tańszy produkt. Dodatkowo, lojalni klienci są bardziej wyczuleni na cenę niż nowi. Kumar sprzeciwia się panującej obiegowo opinii, jakoby lojalni klienci generalnie prowadzili skuteczny marketing firmy (poprzez tzw. marketing szeptany). Badacz podkreśla konieczność rozróżnienia pojęć lojalności „w zachowaniu” i „w nastawieniu”, które to zjawiska nie zawsze idą w parze. Klienci lojalni w nastawieniu (*attitudinal loyalty*) faktycznie są bardziej skłonni do prowadzenia marketingu szeptanego (zarówno aktywnego, jak i pasywnego). Nie dotyczy to jednak wszystkich klientów ponawiających zakupy (i z tego powodu klasyfikowanych jako lojalni przez bazę danych czy program lojalnościowy dostawcy).

Z powodu rosnącej roli relacji z klientami dla powodzenia biznesu oraz hipotezy o wpływie lojalności i jej składowych na dokonywanie przez klientów kolejnych zakupów u danego dostawcy, powstała koncepcja marketingu partnerskiego oraz wyróżnione zostało pojęcie kluczowych klientów, jako ważnego obszaru zainteresowania przedsiębiorstwa.

Marketing partnerski (w opozycji do marketingu tradycyjnego) definiowany jest jako ciągły proces tworzenia i dzielenia się wartością z klientami przedsiębiorstwa.

Marketing partnerski, czy też marketing relacji, zaczyna się wtedy, gdy dostawca i klient dostrzegają potrzebę wspólnego działania w długim okresie. Wyzwaniem jest znalezienie istotnych powodów, dla których nabywca i dostawca są tak samo zainteresowani stworzeniem trwałej, strategicznej więzi korzystnej dla obu stron<sup>31</sup> (założenie to oparte jest na koncepcji, że partnerstwo wymuszone przez określoną sytuację szybko się kończy).

Relacje z klientami przechodzą kolejne fazy, od relacji potencjalnej, przez akwizycję (pozyskanie nowego klienta), później retencję, tworzy się klient. W trakcie trwania relacji pojawiają się nieporozumienia i tarcia, mogące spowodować odejście klienta (z jego inicjatywy lub „sterowane”). Potem może jeszcze nastąpić reakwizycja (odzyskanie klienta).

Nie ulega wątpliwościom, że relacje przedsiębiorstwa z klientami to ważna część *goodwill*.

<sup>30</sup> V. Kumar, *Zarządzanie wartością...*, op.cit., s. 29–31.

<sup>31</sup> I.H. Gordon, *Relacje z klientem. Marketing partnerski*, PWE, Warszawa 2001, s. 36.

## 7. Reputacja jako niematerialny zasób przedsiębiorstwa

Reputacja przedsiębiorstwa to, inaczej mówiąc, jego marka korporacyjna. Zatem reputacja przedsiębiorstwa, razem z markami produktowymi, którymi dane przedsiębiorstwo dysponuje, składają się na pozycję konkurencyjną firmy.

Reputacja jest wypadkową opinii grup interesu na temat strategii firmy, jej perspektyw finansowych, marek produktów, kultury organizacyjnej, etyki, innowacyjności oraz współpracy z partnerami. Reputacja przedsiębiorstwa, czy też jego marka korporacyjna, jest tworzona głównie przez jakość zasobów niematerialnych i jako taka jest praktycznie niemożliwa do skopiowania. Reputacja jest szczególnie ważna w sektorze usług, gdyż z definicji trudno jest je klientowi ocenić przed dokonaniem zakupu. Istnieje związek między reputacją przedsiębiorstwa a ceną jego akcji.

Dodatkowo, marka korporacyjna ma też pośredni wpływ na wartość firmy przez zwiększenie zdolności tworzenia aliansów, czy też przyciąganie lepszych pracowników. Firmy o lepszej reputacji otrzymują zwykle lepsze warunki handlowe u partnerów, mają niższy koszt kapitału, cieszą się wyższą lojalnością i mogą sobie pozwolić na wyższe marże.

Wartość reputacji jako zasobu przedsiębiorstwa opiera się na przesłance, że można ją stracić (dlatego jest gwarancją odpowiednich działań firmy).

## 8. Podsumowanie

Uwarunkowania gospodarki opartej na wiedzy oraz przeobrażenia i zmiany zachodzące w otoczeniu konkurencyjnym przedsiębiorstw sprawiają, że funkcjonowanie i rozwój współczesnych przedsiębiorstw determinowane są przez synergiczne oddziaływanie wielu procesów i czynników. Tacy badacze, jak A. Brandenburger i B. Nalebuff<sup>32</sup> podkreślają także rolę czynników zewnętrznych w budowaniu bądź obniżaniu pozycji konkurencyjnej i wartości przedsiębiorstwa. Sieć tworzenia i powstawania wartości to firma, konkurencja, klienci, dostawcy i komplementariusze (5 sił konkurencyjnych M. Portera plus komplementariusze, jako dodatkowa, licząca się, siła).

Jednocześnie, powszechną akceptację zyskuje pogląd, że wzrost wartości rynkowej przedsiębiorstwa staje się najważniejszym celem w perspektywie strategicznej. Rola składników niematerialnych w budowaniu wartości rynkowej przedsiębiorstwa jest

---

<sup>32</sup> A. Brandenburger, B. Nalebuff, *Co-opetition*, Doubleday, New York 1997.

i będzie rosnąca, a liczba czynników mających wpływ na tę wartość jest dynamiczna. Stan i jakość zasobów niematerialnych decyduje w dużej mierze o całościowym potencjale rozwojowym biznesu, a także o wycenie rynkowej przedsiębiorstwa. To właśnie niematerialne składniki kapitału przedsiębiorstwa w znacznej mierze przesądzają o zajmowanej przez nie pozycji rynkowej, a także są podłożem do kreowania potencjału kapitału intelektualnego.

## Bibliografia

1. Brandenburger A., Nalebuff B., *Co-opetition*, Doubleday, New York, 1997.
2. Dierickx I., Cool K., *Asset Stock Accumulation and Sustainability of Competitive Advantage*, „Management Science” December 1989, vol. 35 no 12, [http://business.illinois.edu/josephm/BA545\\_Fall%202011/S10/Dierickx%20and%20Cool%20%281989%29.pdf](http://business.illinois.edu/josephm/BA545_Fall%202011/S10/Dierickx%20and%20Cool%20%281989%29.pdf). [dostęp 20.03.2013].
3. Gordon I.H., *Relacje z klientem. Marketing partnerski*, PWE, Warszawa 2001.
4. Górska-Warsewicz H., *Marka w strategiach rozwoju przedsiębiorstw sektora spożywczego*, w: *Marketing w strategiach rozwoju sektora rolno-spożywczego*, red. M. Adamowicz, Wydawnictwo SGGW, Warszawa 2003.
5. Gummersson E., *Total relationship marketing*, wyd. 3, Butterworth-Heinemann, Oxford 2008.
6. Hamel G., Prahalad C.K., *The Core Competencies of the Corporation*, „Harvard Business Review”, May–June 1990, s. 79–91.
7. Keller K.L., *Strategiczne zarządzanie marką*, wyd. 3, tłum. H. Bruzi, M. Adamczyk-Żylińska, M. Miśkiewicz, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2011.
8. Kerin R., Sethuraman R., *Exploring the Brand Value – Shareholder Value Nexus for Consumer Goods Companies*, „Journal of the Academy of Marketing Science” 1998, vol. 26, no. 4, s. 260–273.
9. Kleczek R., *Marketing i wartość: Metodologiczne aspekty badania skuteczności działań marketingowych*, Uniwersytet Ekonomiczny, Wrocław 2012.
10. Kumar V., *Zarządzanie wartością klienta*, Wydawnictwa Profesjonalne PWN, Warszawa 2010.
11. Lev B., *Niematerialne aktywa: niedoceniana broń w walce z konkurencją*, „Harvard Business Review Polska”, wrzesień 2007, s. 89.
12. Liljander V., Roos I., *Customer – relationship levels – from spurious to true relationships*, „Journal of services marketing” 2002, vol. 16, no. 7, s. 595–596.

13. Madden T., Fehle F., Fournier S., *Brands Matter: An Emperical Demonstration of the Creation of Shareholder Value through Branding*, „Journal of the Academy of Marketing Science” 2006, vol. 34, no. 2, s. 224–235.
14. *Marketing. Koncepcje, badania, zarządzanie*, red. L. Żabiński, Akademia Ekonomiczna im. Karola Adamieckiego, Katowice 2002.
15. Mitręga M., *Marketing relacji – teoria i praktyka*, wyd. I, CeDeWu.pl, Warszawa 2005.
16. *Najcenniejsze marki świata 2012 – Millward Brown*, w: *2012 BrandZ Top 100*, Millward Brown, Warszawa, 22.05.2012, [www.millwardbrown.com/Libraries/](http://www.millwardbrown.com/Libraries/) [dostęp 13.02.2013].
17. Urbanek G., *Kompetencje a wartość przedsiębiorstwa: Zasoby niematerialne w nowej gospodarce*, Wolters Kluwer, Warszawa 2011.
18. Urbanek G., *Marka a wartość dla akcjonariuszy w okresie kryzysu finansowego 2008–2009*, „Problemy zarządzania” 2011, nr 1.
19. Urbanek G., *Wycena aktywów niematerialnych przedsiębiorstwa*, PWE. Warszawa 2008.
20. Ustawa o rachunkowości z dnia 29.09.1994.
21. *Zarządzanie marką*, red. G. Urbanek, E. Kosińska, PWE, Warszawa 2002.



*Katarzyna Zasiewska*  
Kolegium Zarządzania i Finansów  
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

# **Polityka rachunkowości jednostek realizujących projekty współfinansowane z funduszy strukturalnych Unii Europejskiej**

## **1. Wprowadzenie**

Pozyskiwanie środków finansowych z funduszy strukturalnych Unii Europejskiej (zwanymi środkami unijnymi) ma już w Polsce kilkuletnią tradycję. Jednak – z uwagi na złożoność i różnorodność zagadnień dotyczących kontroli i rozliczania zadań współfinansowanych ze środków unijnych – wyjątkowego znaczenia nabiera prawidłowo opracowana przez beneficjenta (lub jednostkę) polityka rachunkowości regulująca zasady dokumentowania, ewidencji, wyceny i rozliczenia projektów finansowanych z tych środków. W celu zapewnienia prawidłowego wyboru i efektywnego przebiegu realizacji projektów współfinansowanych przez Unię Europejską, na państwa członkowskie (a tym samym na beneficjentów korzystających z tej pomocy) nałożone zostały normami prawa rygorystyczne wytyczne i wymogi.

Można zaryzykować twierdzenie, że podpisanie umowy o dofinansowanie stanowi zaledwie kilkuprocentowy sukces, pozostałą część stanowi prawidłowe wykorzystanie i rozliczenie dotacji. Podstawowym warunkiem osiągnięcia sukcesu jest rzetelne opracowanie dokumentacji aplikacyjnej, posiadanie odpowiedniego przygotowania techniczno-administracyjnego oraz zdefiniowanie i prawidłowe stosowanie procedur finansowo-księgowych do rozliczenia projektu. Stąd wydaje się, że uwarunkowania realizacji projektów unijnych, które podlegają nieustannym zmianom oraz przysparzają w praktyce licznych problemów, powinny być przedmiotem pogłębionej analizy, umożliwiającej prawidłowe dostosowanie systemów

finansowo-księgowych eksploatowanych przez jednostkę do wymagań dotyczących realizacji i rozliczenia tych przedsięwzięć.

Szczególne znaczenie przy ubieganiu się, a następnie rozliczaniu i kontroli przebiegu realizacji projektów dofinansowanych ze środków unijnych, ma system rachunkowości stosowany przez beneficjenta. W obecnym stanie prawnym znaczącą rolę przypisano rachunkowości projektów, podkreślając znaczenie właściwej organizacji systemu finansowo-księgowego dla poprawnego rozliczania i weryfikowania realizowanych zadań.

Niniejszy artykuł ma na celu przedstawienie w sposób syntetyczny wymogów, stawianych przed jednostkami ubiegającymi się oraz realizującymi projekty współfinansowane przez Unię Europejską, a dotyczących stosowanych procedur księgowych na potrzeby rozliczania i kontroli poprawności wykorzystania przyznanych jednostce środków. Ponadto zaprezentowano znaczenie systemu rachunkowości jako źródła informacji o przebiegu i efektach realizowanych przedsięwzięć oraz jego funkcję kontrolną, czyli tzw. ścieżkę audytu.

## 2. Cel oraz ogólne zasady przyznawania i rozliczania dotacji ze środków Unii Europejskiej

System współfinansowania określonych projektów lub działań z funduszy Unii Europejskiej opiera się na wyznaczonych programach operacyjnych, które są skorelowane ze strategicznymi dokumentami krajów i regionów. Dążąc do realizacji celów spójności, przy uwzględnieniu uwarunkowań społeczno-gospodarczych Polski, przygotowano tzw. Narodowe Strategiczne Ramy Odniesienia<sup>1</sup>. Dokument ten został przyjęty przez Radę Ministrów, a jego celem jest wspieranie wzrostu gospodarczego i zatrudnienia przy zachowaniu zgodności wszystkich programów strategicznych i operacyjnych. Narodowa Strategia Spójności na lata 2007–2013 stawia sobie za cel tworzenie warunków dla wzrostu konkurencyjności gospodarki polskiej opartej na wiedzy i przedsiębiorczości, zapewniającej wzrost zatrudnienia oraz wzrost poziomu spójności społecznej, gospodarczej i przestrzennej<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Narodowe Strategiczne Ramy Odniesienia 2007–2013 wspierające wzrost gospodarczy i zatrudnienie, Narodowa Strategia Spójności, Ministerstwo Rozwoju Regionalnego, Warszawa 2007, [http://www.funduszeuropejskie.gov.pl/WstepDoFunduszyEuropejskich/Documents/NSRO\\_maj2007.pdf](http://www.funduszeuropejskie.gov.pl/WstepDoFunduszyEuropejskich/Documents/NSRO_maj2007.pdf), dostęp: 21.11.2012 r.

<sup>2</sup> Por. Portal Funduszy Europejskich, <http://www.funduszeuropejskie.gov.pl/OrganizacjaFunduszyEuropejskich/Strony/czysafundusze.aspx?N=N>, dostęp: 7.11.2012 r.



W ramach struktur Unii Europejskiej różnego rodzaju podmioty (m.in. przedsiębiorstwa, jednostki sektora publicznego, fundacje, stowarzyszenia) mogą liczyć na wsparcie w postaci bezzwrotnej pomocy udzielanej ze środków publicznych. Spośród form udzielanego wsparcia wyróżnić można dwa podstawowe rodzaje dotacji:

- 1) podmiotowe, które udzielane są konkretnym podmiotom w związku z rodzajem prowadzonej przez nie działalności,
- 2) przedmiotowe, przyznawane na realizację określonych działań.

Środki z przyznanej dotacji mogą służyć różnym celom, takim jak zakup aktywów trwałych, wdrażanie nowych technologii i innowacyjnych działań, budowa nowej infrastruktury służącej ochronie środowiska, podnoszenie kwalifikacji zawodowych pracowników, tworzenie nowych miejsc pracy, wdrażanie systemów zarządzania jakością itp. Jednym z warunków uzyskania tej pomocy jest uzyskanie dzięki realizacji projektu dofinansowanego przez Unię Europejską tzw. wartości dodanej, uzyskanej niezależnie od prowadzonej przez beneficjenta bieżącej działalności.

Jak już wspomniano, otrzymywane ze środków Unii Europejskiej dotacje stanowią bezzwrotną pomoc finansową udzielaną ze środków publicznych, mającą na celu finansowe wsparcie określonego przedsięwzięcia lub bieżącej działalności. Środki unijne beneficjenci otrzymują w postaci zaliczki na wskazane przyszłe działania lub jako refundację poniesionych już wcześniej kosztów. Istotne jest, by wykorzystanie tych środków było zgodne z celami i warunkami określonymi w umowie o dofinansowanie projektu lub odrębnych przepisach.

Przyznanie dotacji związane jest z dążeniem do finansowego wspierania wybranych podmiotów lub prowadzonej przez nie działalności, co pozwala w sposób pośredni na realizację jednego z celów Unii Europejskiej, jakim jest prowadzenie odpowiedniej polityki spójności. Udostępnienie krajom członkowskim środków w ramach funduszy strukturalnych związane jest z nałożonymi na beneficjentów określonymi obowiązkami w zakresie sposobu realizacji projektu i wykorzystania przyznanych środków.

Rozliczanie przyznanych dotacji związane jest ze składaniem do instytucji pośredniczących wniosków o płatność, składających się z części merytorycznej i finansowej. Wnioski o płatność powinny spełniać szereg wytycznych i prezentować szczegółowe dane dotyczące realizowanego projektu oraz zawierać niezbędne, wymagane umową załączniki. Ważne jest, by poza merytorycznym rozliczeniem dotacji zamieścić we wniosku i załącznikach odpowiednie informacje finansowe. Przy generowaniu tych danych niezwykle istotny jest system rachunkowości beneficjenta, gdyż prawidłowo zdefiniowane procedury księgowe umożliwiają monitorowanie, weryfikację i kontrolę rozliczenia projektów współfinansowanych ze środków wspólnotowych.

Zgodnie z Rozporządzeniem Rady (WE) nr 1083/2006 z 11 lipca 2006 r. ustanawiającym przepisy ogólne dotyczące Europejskiego Funduszu Rozwoju Regionalnego,

Europejskiego Funduszu Społecznego oraz Funduszu Spójności i uchylającym rozporządzenie (WE) nr 1260/1999 (dalej Rozporządzenie Rady (WE) nr 1083/2006<sup>3</sup>), będącym podstawowym dokumentem unijnym regulującym zasady wykorzystania funduszy strukturalnych, instytucja zarządzająca, czyli podmiot powołany do zarządzania danym programem operacyjnym i odpowiedzialny za jego realizację, odpowiada w szczególności za<sup>4</sup>:

- zapewnienie istnienia informatycznego systemu rejestracji i przechowywania zapisów księgowych dla każdej operacji w ramach programu operacyjnego oraz zapewnienie, że dane na temat realizacji, niezbędne do celów zarządzania finansowego, monitorowania, weryfikacji, audytu i oceny są gromadzone;
- zapewnienie utrzymywania przez beneficjentów i inne podmioty uczestniczące w realizacji operacji odrębnego systemu księgowego albo odpowiedniego kodu księgowego dla wszystkich transakcji związanych z operacją, bez uszczerbku dla krajowych zasad księgowych.

Wynika z tego podstawowy ogólny wymóg obowiązujący w rachunkowości projektów unijnych: w przypadku beneficjentów prowadzących pełną księgowość oznacza on konieczność posiadania odpowiedniego informatycznego systemu księgowego oraz wyodrębnienia w ewidencji księgowej wszystkich operacji związanych z projektem (w ramach ksiąg rachunkowych prowadzonych przez jednostkę).

Warto zauważyć, że przepisy Rozporządzenia Rady (WE) nr 1083/2006 są jedynie ogólnymi wytycznymi i nie zawierają szczegółowych uregulowań dotyczących zasad prowadzenia ksiąg rachunkowych na potrzeby rozliczania dotacji unijnych. Oznacza to, że jednostki realizujące projekty współfinansowane ze środków Unii Europejskiej powinny stosować przede wszystkim krajowe przepisy dotyczące rachunkowości, w szczególności ustawę o rachunkowości<sup>5</sup>.

---

<sup>3</sup> Rozporządzenie Rady (WE) nr 1083/2006 z 11 lipca 2006 r. ustanawiające przepisy ogólne dotyczące Europejskiego Funduszu Rozwoju Regionalnego, Europejskiego Funduszu Społecznego oraz Funduszu Spójności i uchylające rozporządzenie (WE) nr 1260/1999 (Dz.U. UE z dnia 31.07.2006 r. nr L 210/25), <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2006:210:0025:0078:PL:PDF>, dostęp: 7.11.2012 r. Warto zauważyć, że w Komisji Europejskiej trwają prace nad zmianą tych przepisów (Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady, które uchyli Rozporządzenie Rady (WE) nr 1083/2006). Por.: <http://ec.europa.eu/esf/BlobServlet?docId=233&langId=pl>, dostęp: 27.11.2012 r.

<sup>4</sup> Ibidem, art. 60 lit. c.

<sup>5</sup> Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, Dz.U. z 2009 r. nr 152, poz. 1223 ze zm.

### 3. Ogólne wymagania dotyczące systemów rachunkowości beneficjentów środków unijnych

Jednym z podstawowych wymogów stawianych jednostkom ubiegającym się i otrzymującym dotacje ze środków Unii Europejskiej jest warunek posiadania odpowiednio przygotowanej dokumentacji opisującej przyjęte zasady rachunkowości, w której uregulowane będą kwestie wyodrębnienia ewidencji oraz wszystkie inne niezbędne procedury stosowane w księgach rachunkowych beneficjenta pomocy unijnej. Prawidłowe zdefiniowanie i stosowanie procedur księgowych, które są następnie weryfikowane i poddawane kontroli, ma na celu zapewnienie przejrzystości prowadzonej ewidencji oraz prawidłowości wykorzystania środków unijnych.

Ubiegając się, a następnie realizując projekty współfinansowane ze środków unijnych, należy odpowiednio dostosować pod kątem rozliczania funduszy unijnych nie tylko zasady (politykę) rachunkowości, lecz także inne dokumenty regulujące wewnętrzne procedury w danej jednostce (np. instrukcję sporządzania, obiegu i kontroli dokumentów).

Planując ewidencję i dobierając odpowiednie konta księgowe pod kątem projektów współfinansowanych ze środków unijnych, beneficjent powinien wziąć pod uwagę m.in. następujące kwestie<sup>6</sup>:

- potrzeby informacyjne dotyczące sprawozdawczości w zakresie wydatków kwalifikowanych (niezbędny podział kosztów na odpowiednie kategorie zgodnie z zatwierdzonym budżetem projektu),
- obowiązujące przepisy,
- techniczne możliwości posiadanego przez siebie informatycznego systemu rachunkowości.

Należy podkreślić, że jednostki powinny określić odpowiednie procedury i wdrożyć wewnętrzne zasady prowadzenia ewidencji na potrzeby rozliczania projektów współfinansowanych ze środków unijnych już na etapie ubiegania się o dotację, tak by realizacja projektu od samego początku prowadzona była zgodnie z ustalonymi wymogami. Za prawidłowość prowadzenia ksiąg rachunkowych, w tym odpowiednią rozbudowę zakładowego planu kont oraz opracowanie procedur księgowych,

---

<sup>6</sup> E. Tempska-Danielak, *Rozliczanie dotacji w firmach z pełną księgowością*, Money.pl, 2010, <http://msp.money.pl/wiadomosci/prawo/arttykul/rozliczanie;dotacji;w;firmach;z;pelna;ksiegowoscia,124,0,651644.html>, dostęp: 06.12.2012 r.

umożliwiających ewidencjonowanie, rozliczanie i kontrolę projektów współfinansowanych ze środków unijnych, odpowiada kierownik jednostki<sup>7</sup>.

Ponadto należy mieć na względzie fakt, że rachunkowość beneficjentów środków unijnych nie stanowi odrębnego systemu ewidencyjno-kontrolnego, a jest integralną częścią ich ewidencji, obejmującą<sup>8</sup>:

- ewidencję księgową,
- sprawozdawczość na potrzeby dysponenta środków,
- analizę nakładów i efektów wynikających z realizacji poszczególnych projektów.

Ewidencja operacji gospodarczych związanych z realizacją danego projektu powinna zapewnić kompleksową informację dotyczącą przebiegu realizacji projektu, wydatkowania środków, ustalenia ich kwalifikowalności oraz możliwości dokonania audytu wewnętrznego i zewnętrznego. Dlatego ewidencja wykorzystania funduszy unijnych powinna być uregulowana w przepisach wewnętrznych jednostki w sprawie prowadzenia rachunkowości i znaleźć swoje odzwierciedlenie w planie kont<sup>9</sup>.

## 4. Zakładowy plan kont w jednostkach realizujących projekty współfinansowane ze środków Unii Europejskiej

Podstawowym wymogiem stawianym przed jednostkami ubiegającymi się i korzystającymi z funduszy europejskich jest dostosowanie polityki rachunkowości do wyżej opisanych wymagań, a zwłaszcza odpowiednie rozbudowanie zakładowego planu kont. Rozbudowanie planu kont polega przede wszystkim na wyodrębnieniu kont służących do ewidencji operacji związanych z danym projektem. Ogólne dokumenty programowe dotyczące wykorzystania środków z dotacji nie precyzują sposobu i szczegółowych zasad rozbudowy planu kont związanych z realizowanym projektem. W dokumentach tych (oraz w uregulowaniach odnoszących się do wykorzystania funduszy europejskich) znajdują się ogólne zalecenia opracowania takiego systemu kont, by zachowana była przejrzystość informacji umożliwiająca przeprowadzenie audytu oraz pozyskanie danych sprawozdawczych<sup>10</sup>.

<sup>7</sup> Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, art. 4 ust. 5 i art. 10 ust. 2.

<sup>8</sup> G. Voss, *Rachunkowe problemy audytu środków unijnych w Polsce*, w: *Przedsiębiorczość w warunkach integracji europejskiej*, red. Z. Zioło, T. Rachwał, „Przedsiębiorczość – Edukacja” Nr 6, Wydawnictwo Nowa Era, Warszawa–Kraków 2010, s. 373.

<sup>9</sup> Ibidem, s. 374.

<sup>10</sup> Por. Narodowe Strategiczne Ramy Odniesienia 2007–2013, Zalecenia w zakresie wzoru wniosku beneficjenta o płatność w ramach Programu Operacyjnego Infrastruktura i Środowisko, Załącznik

Zasady przyjęte w polityce rachunkowości powinny uwzględniać przede wszystkim<sup>11</sup>:

- 1) wyodrębnienie kont związanych z realizacją projektu z podziałem na konta:
  - a) kosztów operacyjnych,
  - b) pozostałych kosztów operacyjnych,
  - c) kosztów finansowych i ewentualnie strat nadzwyczajnych,
  - d) rachunku bankowego oraz kasy,
  - e) przychodów i rozliczeń międzyokresowych przychodów (bądź kont kapitałów, jeśli w danej jednostce środki z dotacji zewnętrznej zwiększają wartość kapitałów własnych jednostki),
  - f) środków trwałych i środków trwałych w budowie;
- 2) ustalenie zakresu oraz przyjęcie na piśmie katalogu wydatków kwalifikowanych projektu, uwzględniającego przepisy i specyfikę projektu – w celu jednolitego i prawidłowego rozliczania wydatków kwalifikowanych;
- 3) sposób realizacji obowiązków sprawozdawczych i informacyjnych wobec instytucji nadzorujących realizację projektu, GUS itp.;
- 4) inne uregulowania w zależności od potrzeb i statusu prawnego beneficjenta.

Rozbudowa zakładowego planu kont na cele ewidencjonowania operacji związanych z realizacją projektów współfinansowanych przez Unię Europejską może następować na poziomie kont księgi głównej, kont ksiąg pomocniczych<sup>12</sup> oraz w ewidencji pozabilansowej. Ujmowanie operacji gospodarczych związanych z realizacją projektów współfinansowanych ze środków Unii Europejskiej za pomocą rozbudowanej na te potrzeby ewidencji pozabilansowej powinno być dogłębnie przemyślane i prawidłowo zdefiniowane. Przykładowo, z uwagi na fakt, iż przy prowadzeniu ewidencji pozabilansowej nie obowiązuje zasada podwójnej interpretacji zdarzeń gospodarczych (zasada podwójnego zapisu), konieczne jest skonfigurowanie programu księgowego w sposób uniemożliwiający ujęcie zdarzeń w ewidencji pozabilansowej bez uprzedniego wprowadzenia zapisu na kontach bilansowych i wynikowych.

Ponadto, wyodrębnienie ewidencji księgowej na potrzeby realizowanych projektów może przyjąć również formę kodu księgowego (w postaci np. symbolu, numeru lub innego oznaczenia), którym oznacza się ewidencjonowane operacje mające związek

---

nr 1, Ministerstwo Rozwoju Regionalnego, Warszawa 2010, [http://www.pois.gov.pl/Dokumenty/Wzorydokumentow/Documents/20101008\\_zal\\_1a.pdf](http://www.pois.gov.pl/Dokumenty/Wzorydokumentow/Documents/20101008_zal_1a.pdf), dostęp: 27.11.2012 r., s. 16.

<sup>11</sup> *Dotacje w księgach rachunkowych*, Dodatek nr 12 do Zeszytów Metodycznych Rachunkowości, nr 17 (305) z dnia 1.09.2011 r., <http://www.sgk.gofin.pl/1,2592,dotacje-w-ksiegach-rachunkowych.html>, dostęp: 20.10.2012 r.

<sup>12</sup> Zob. szerzej: D. Przybyszewska, *Dostosowanie ewidencji księgowej do potrzeb realizowania projektów unijnych*, „Gazeta Podatkowa” nr 67 (377) z dnia 20.08.2007 r.

z projektem. Zastosowanie kodu księgowego powinno umożliwić sporządzenie zestawienia lub rejestru dowodów księgowych za dany okres, obejmującego wszystkie dokumenty / zdarzenia związane z projektem.

Warto podkreślić, że wszystkie konta służące do ujmowania i rozliczania dotacji ze środków unijnych powinny być oznaczone w jednolity sposób (opatrzone tą samą nazwą, nawiązującą do określonego projektu), w sposób niepozostawiający wątpliwości, czego dotyczą, na cele jednoznacznego ich wyodrębnienia spośród innych kont. Ponadto, wyodrębnione powinny zostać dodatkowe rejestry dokumentów księgowych na potrzeby sprawozdawczości i kontroli wykorzystania środków u beneficjenta.

## 5. Procedury wewnętrzne związane z realizacją projektów unijnych

Podmiot realizujący projekt współfinansowany przez Unię Europejską, poza dostosowaniem zakładowego planu kont, zobowiązany jest także do dokonania stosownych zmian w innych procedurach wewnętrznych jednostki, regulujących m.in. kwestię obiegu, kontroli, opisywania, zatwierdzania, przechowywania i archiwizowania dokumentów księgowych oraz innych dokumentów związanych z realizowanym projektem. W procedurach tych powinny być również opisane zasady znakowania i dekretowania dowodów źródłowych, uwzględniające wszelkie niezbędne elementy takiego opisu.

Szczegółowy opis dowodu księgowego, na podstawie którego dokonywane są wydatki finansowane z dotacji, powinien zawierać m.in. następujące informacje<sup>13</sup>:

- 1) opis zamówienia, którego dotyczył wydatek (jeśli nie wynika to z treści faktury lub dokumentu księgowego o równoważnej wartości dowodowej),
- 2) numer i datę (lub tylko datę, jeśli brak jest numeru) zawarcia kontraktu / umowy z wykonawcą, z tytułu którego poniesiono wydatek lub innego dokumentu będącego podstawą poniesienia wydatku,
- 3) numer umowy o dofinansowanie,
- 4) numer zadania / kontraktu, w ramach którego poniesiono wydatek,
- 5) w przypadku państwowych jednostek budżetowych – kod klasyfikacji budżetowej,
- 6) kategorię wydatku zgodnie z listą kategorii wydatków zawartą w objaśnieniu dotyczącym wypełniania wniosku o płatność,
- 7) jeśli sporządzono odrębny dokument potwierdzający wykonanie / odebranie robót / usług / dostaw – dane identyfikujące ten dokument (np. numer, data sporządzenia),

---

<sup>13</sup> Por. Narodowe Strategiczne Ramy Odniesienia 2007–2013, Zalecenia w zakresie..., op.cit., s. 16.

- 8) kwotę wydatków kwalifikowanych z wyszczególnieniem VAT,
- 9) w przypadku faktur wyrażonych w walucie innej niż PLN – kurs, po którym przeliczono ich wartość na potrzeby ujęcia w księgach rachunkowych.

Poza zamieszczeniem wymienionych informacji, dokumenty księgowe powinny być opisane w sposób właściwy dla wszelkich dowodów księgowych, tj. powinny zawierać wskazanie sposobu ujęcia operacji w księgach rachunkowych jednostki wraz z określeniem miesiąca ujęcia danej operacji oraz powinny określać numer ewidencyjny zapisu księgowego<sup>14</sup>. Ponadto – z uwagi na zaangażowanie środków publicznych w realizowany projekt – dokumenty z nim związane powinny podlegać weryfikacji i opisowi zgodnym ze standardami kontroli finansowej właściwymi dla jednostek sektora finansów publicznych. Oznacza to konieczność rozdzielenia obowiązków w zakresie zatwierdzania (autoryzacji) oraz rejestrowania operacji w księgach rachunkowych pomiędzy różnych pracowników jednostki, z uwzględnieniem określonych przepisami prawa obowiązków i odpowiedzialności głównego księgowego<sup>15</sup>.

W ramach procedur wewnętrznych należy również szczegółowo opisać sposób przechowywania i archiwizowania dokumentów związanych z programem współfinansowanym ze środków Unii Europejskiej. Niezwykle istotny jest wymóg długotrwałego przechowywania dokumentacji związanej z realizowanymi projektami w sposób gwarantujący należyte bezpieczeństwo i umożliwiający kontrolę prawidłowości dokumentacji<sup>16</sup>.

Warto również zauważyć, że w praktyce pojawia się pewna trudność związana z koniecznością wyodrębnienia ewidencji księgowej dla operacji gospodarczych związanych z dofinansowaniem ze środków Unii Europejskiej, które przeprowadzone były przed podpisaniem umowy o dofinansowanie. Wynikająca z przepisów unijnych konieczność wyodrębnienia ewidencji księgowej projektu dotyczy również wydatków poniesionych w latach wcześniejszych. Zgodnie z zapisami Rozporządzenia Rady (WE) nr 1083/2006, wyodrębnienie operacji dla wszystkich działań związanych

---

<sup>14</sup> Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, art. 21.

<sup>15</sup> Standardy kontroli finansowej w jednostkach sektora finansów publicznych, załącznik do komunikatu nr 13 Ministra Finansów z dnia 30 czerwca 2006 r. (Dziennik Urzędowy Ministra Finansów z 2006 r. nr 7, poz. 58), <http://www.mf.gov.pl/documents/764034/937868/DZIENNIK+URZ%C4%98DO+WY+MINISTRA+FINANS%C3%93W+NR+7+Z+DNIA+30+CZERWCA+2006+R.>, dostęp: 22.11.2012 r.

<sup>16</sup> W obecnej perspektywie finansowania jednostki mają bowiem obowiązek przechowywania dokumentacji związanej z dotacją do roku 2020. W tym okresie mogą być przeprowadzane kontrole przez cały szereg uprawnionych do tego instytucji. Ewentualne nieprawidłowości wykryte podczas tych kontroli mogą skutkować obowiązkiem zwrotu dotacji wraz z odsetkami. Por.: *Podręcznik wyodrębnionej ewidencji...*, op.cit., s. 22.

z projektem ma się odbywać bez uszczerbku dla krajowych zasad księgowych<sup>17</sup>. Oznacza to możliwość zastosowania odstępstwa od wymogu prowadzenia odrębnej ewidencji dla projektu, np. gdy beneficjent dokonał zamknięcia ksiąg rachunkowych za rok obrotowy (lub lata obrotowe), w których ponosił wydatki związane z dotacją jeszcze przed podpisaniem umowy o dofinansowanie. W świetle krajowych norm prawa beneficjent nie ma możliwości technicznych ani prawnych dokonywania zmian w systemie księgowym dotyczącym zamkniętego już roku obrotowego i dostosowywania ewidencji księgowej pod kątem wymagań projektowych. Podobnie problematyczne jest wyodrębnienie ewidencji związanej z dotacją i jej zmiana w sytuacji, gdy w trakcie kontroli projektu zakwestionowana zostanie część wydatków kwalifikowanych ujętych w zamkniętych już księgach rachunkowych lat poprzednich, a nie mają one istotnego znaczenia dla sporządzonych już sprawozdań finansowych. W takich przypadkach, gdy wyodrębnienie ewidencji księgowej nie jest możliwe bądź celowe, dopuszczalne jest zastosowanie kodu księgowego poza systemem księgowym, który posłuży do oznaczenia wszystkich dokumentów księgowych związanych z projektem oraz przygotowanie w arkuszu kalkulacyjnym zestawienia tych dowodów<sup>18</sup>. Zastosowanie takiego rozwiązania dla wyodrębnienia operacji i ich prowadzenia w formie ewidencji pozaksięgowej wymaga odpowiedniego wyjaśnienia i opisanie w polityce rachunkowości danej jednostki gospodarczej.

Warto zauważyć, że wprowadzenie powyższych szczegółowych regulacji wewnętrznych może przybrać formę odrębnych procedur stworzonych specjalnie na potrzeby rozliczania dotacji unijnej bądź może stanowić rozszerzenie istniejących dotychczas i stosowanych w danej jednostce dokumentów wewnętrznych regulujących te kwestie (np. instrukcji kancelaryjnej, instrukcji obiegu, kontroli i zatwierdzania dokumentów, instrukcji archiwizacji dokumentów).

Właściwe opracowanie, przyjęcie i stosowanie przez jednostkę prawidłowych procedur ma niezwykle istotne znaczenie dla realizowanego projektu, jego rozliczenia i możliwości weryfikacji (kontroli). Błędne lub niepełne opisanie dokumentów bądź nieprawidłowości w zakresie systemu księgowego mogą doprowadzić do niezakwalifikowania kosztu do wydatków projektowych, a niedostosowanie procedur lub niedopełnienie wymogu w zakresie sposobu prowadzenia ksiąg rachunkowych może skutkować wypowiedzeniem przez instytucję wdrażającą umowy o dofinanso-

<sup>17</sup> Rozporządzenia Rady (WE) nr 1083/2006 z 11 lipca 2006 r. ustanawiające przepisy ogólne dotyczące Europejskiego Funduszu Rozwoju Regionalnego, Europejskiego Funduszu Społecznego oraz Funduszu Spójności i uchylające rozporządzenie (WE) nr 1260/1999, art. 60 lit. d.

<sup>18</sup> Zasady finansowania Programu Operacyjnego Kapitał Ludzki, Narodowa Strategia Spójności, Ministerstwo Rozwoju Regionalnego, Warszawa 2011, [http://www.efs.gov.pl/Wiadomosci/Documents/zasady\\_finansowania\\_styczen.pdf](http://www.efs.gov.pl/Wiadomosci/Documents/zasady_finansowania_styczen.pdf), dostęp: 30.11.2012 r., s. 76–77.



wanie i tym samym konieczność dokonania zwrotu otrzymanych przez beneficjenta środków wraz z odsetkami.

Na zakończenie warto również wskazać na najczęściej popełniane błędy podczas tworzenia wyodrębnionej ewidencji księgowej i kodu księgowego przez beneficjentów pomocy z funduszy unijnych. Wśród najczęściej występujących nieprawidłowości należy wskazać<sup>19</sup>:

- stosowanie wyodrębnionych kont księgowych bez wprowadzenia odpowiednich zapisów w zakładowym planie kont;
- stosowanie wyodrębnionej ewidencji jedynie dla kont kosztów;
- prowadzenie wyodrębnionej ewidencji na kontach pozabilansowych bez zapewnienia odpowiednich procedur systemowych (brak odpowiednich procedur co do zasady powinien powodować kwestionowanie tej metody jako niewiarygodnej, a co za tym idzie – obowiązek zastosowania innej metody);
- pomyłki w księgowaniach (występujące przy bardzo rozbudowanej ewidencji analitycznej);
- niewyodrębnianie środków trwałych w ewidencji środków trwałych (ich wyodrębnienie jedynie na kontach księgowych może powodować problemy z prawidłowym wypełnieniem obowiązku utrzymania trwałości projektu);
- brak jakiegokolwiek wyodrębnienia operacji w przypadku operacji mających miejsce przed podpisaniem umowy o dofinansowanie (w tym ponoszonych wydatków niekwalifikowanych);
- niewyodrębnianie kosztów niekwalifikowanych w projekcie.

Sposób poprawy wyżej wymienionych nieprawidłowości jest uzależniony od tego, kiedy zostały poniesione wydatki. Jeśli wydatki miały miejsce w latach już zatwierdzonych, to należy zastosować metodę kodu księgowego. W przypadku wydatków ponoszonych w latach jeszcze niezatwierdzonych najlepszym rozwiązaniem jest dokonanie korekty księgowania.

## 6. Podsumowanie

Problematyka korzystania przez jednostki z funduszy strukturalnych jest ściśle powiązana z systemem rachunkowości, gdyż to właśnie rachunkowość dostarcza

---

<sup>19</sup> *Podręcznik kontroli wyodrębnionej ewidencji księgowej u beneficjenta Programu Operacyjnego Infrastruktura i Środowisko*, publikacja Ministerstwa Rozwoju Regionalnego, [http://www.pois.gov.pl/Dokumenty/Wzorydokumentow/Documents/201009\\_Podrecznik\\_wyodrebnionej\\_ewidencji\\_ksiegowej.pdf](http://www.pois.gov.pl/Dokumenty/Wzorydokumentow/Documents/201009_Podrecznik_wyodrebnionej_ewidencji_ksiegowej.pdf), dostęp: 20.11.2012 r., s. 71–73.

odpowiednich narzędzi i informacji do prawidłowego rozliczenia współfinansowanych projektów, ich monitorowania, weryfikacji i oceny. Dokumentacja księgową związaną z dotacją potwierdza poniesione wydatki, stanowi podstawę wniosku beneficjenta o płatność oraz jest podstawowym elementem poddawanym kontroli prowadzonej przez właściwe instytucje. System księgowy jest również źródłem informacji o przebiegu i efektach osiągniętych przy wsparciu środków europejskich oraz pozwala na weryfikację ponoszonych nakładów z punktu widzenia ich legalności i celowości.

Instytucje wdrażające programy unijne mają obowiązek zapewnienia prawidłowości funkcjonowania u beneficjentów procedur związanych z projektami realizowanymi przy wsparciu ze środków pomocowych Unii Europejskiej. W ramach kontroli przeprowadzanych przez odpowiednie instytucje weryfikacji poddawane są m.in. dowody księgowe (w tym nie tylko zasadność poniesionych wydatków, lecz także prawidłowość opisu, zatwierdzenia i przechowywania dokumentów) oraz sposób ewidencjonowania zdarzeń związanych z projektem w księgach rachunkowych. Wspomniane tu zagadnienia powinny być szczegółowo opisane w polityce rachunkowości beneficjenta, która – stanowiąc główny dokument opisujący m.in. metody i narzędzia warunkujące realizację koncepcji wiernego i rzetelnego obrazu jednostki – również jest poddawana weryfikacji pod kątem zapewnienia prawidłowego przebiegu i rozliczenia dotacji. Jednocześnie należy zauważyć, że kwestie te nie zostały szczegółowo uregulowane w dokumentach programowych funduszy pomocowych, co prowadzi do sytuacji, w której znacząca odpowiedzialność za prawidłowe stosowanie procedur księgowych w odniesieniu do realizowanych projektów współfinansowanych przez Unię Europejską spoczywa na kierowniku jednostki będącej beneficjentem pomocy oraz na instytucjach wdrażających i rozliczających te projekty.

## Bibliografia

1. *Dotacje w księgach rachunkowych*, Dodatek nr 12 do Zeszytów Metodycznych Rachunkowości, nr 17 (305) z dnia 1.09.2011 r., <http://www.sgk.gofin.pl/1,2592,dotacje-w-ksiegach-rachunkowych.html>, dostęp: 20.10.2012 r.
2. Narodowe Strategiczne Ramy Odniesienia 2007–2013 wspierające wzrost gospodarczy i zatrudnienie, Narodowa Strategia Spójności, Ministerstwo Rozwoju Regionalnego, Warszawa 2007, [http://www.funduszeuropejskie.gov.pl/WstepDoFunduszyEuropejskich/Documents/NSRO\\_maj2007.pdf](http://www.funduszeuropejskie.gov.pl/WstepDoFunduszyEuropejskich/Documents/NSRO_maj2007.pdf), dostęp: 21.11.2012 r.
3. Narodowe Strategiczne Ramy Odniesienia 2007–2013, Zalecenia w zakresie wzoru wniosku beneficjenta o płatność w ramach Programu Operacyjnego Infrastruktura i Środowisko, Załącznik nr 1, Ministerstwo Rozwoju Regionalnego, Warszawa 2010,

- [http://www.pois.gov.pl/Dokumenty/Wzorydokumentow/Documents/20101008\\_zal\\_1a.pdf](http://www.pois.gov.pl/Dokumenty/Wzorydokumentow/Documents/20101008_zal_1a.pdf), dostęp: 27.11.2012 r.
4. *Podręcznik kontroli wyodrębnionej ewidencji księgowej u beneficjenta Programu Operacyjnego Infrastruktura i Środowisko*, publikacja Ministerstwa Rozwoju Regionalnego, [http://www.pois.gov.pl/Dokumenty/Wzorydokumentow/Documents/201009\\_Podrecznik\\_wyodrebnionej\\_ewidencji\\_ksiegowej.pdf](http://www.pois.gov.pl/Dokumenty/Wzorydokumentow/Documents/201009_Podrecznik_wyodrebnionej_ewidencji_ksiegowej.pdf), dostęp: 20.11.2012 r.
  5. Portal Funduszy Europejskich, <http://www.funduszeuropejskie.gov.pl/OrganizacjaFunduszyEuropejskich/strony/czysafundusze.aspx?N=N>, dostęp: 7.11.2012 r.
  6. Przybyszewska D., *Dostosowanie ewidencji księgowej do potrzeb realizowania projektów unijnych*, „Gazeta Podatkowa” nr 67 (377) z dnia 20.08.2007 r.
  7. Rozporządzenie Rady (WE) nr 1083/2006 z 11 lipca 2006 r. ustanawiające przepisy ogólne dotyczące Europejskiego Funduszu Rozwoju Regionalnego, Europejskiego Funduszu Społecznego oraz Funduszu Spójności i uchylające rozporządzenie (WE) nr 1260/1999 (Dz.U. UE z dnia 31.07.2006 r. nr L 210/25), <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2006:210:0025:0078:PL:PDF>, dostęp: 7.11.2012 r.
  8. Standardy kontroli finansowej w jednostkach sektora finansów publicznych, załącznik do komunikatu nr 13 Ministra Finansów z dnia 30 czerwca 2006 r. (Dziennik Urzędowy Ministra Finansów z 2006 r., nr 7, poz. 58), <http://www.mf.gov.pl/documents/764034/937868/DZIENNIK+URZ%C4%98DOWY+MINISTRA+FINANS%C3%93W+NR+7+Z+DNIA+30+CZERWCA+2006+R.>, dostęp: 22.11.2012 r.
  9. Tempska-Danielak E., *Rozliczanie dotacji w firmach z pełną księgowością*, Money.pl, 2010, <http://msp.money.pl/wiadomosci/prawo/artikul/rozliczanie;dotacji;w;firmach;z;pelna;ksiegowoscia,124,0,651644.html>, dostęp: 06.12.2012 r.
  10. Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, Dz.U. z 2009 r. nr 152, poz. 1223 ze zm.
  11. Voss G., *Rachunkowe problemy audytu środków unijnych w Polsce*, w: *Przedsiębiorczość w warunkach integracji europejskiej*, red. Z. Zioło, T. Rachwał, „Przedsiębiorczość – Edukacja” Nr 6, Wydawnictwo Nowa Era, Warszawa–Kraków 2010.
  12. Zasady finansowania Programu Operacyjnego Kapitał Ludzki, Narodowa Strategia Spójności, Ministerstwo Rozwoju Regionalnego, Warszawa 2011, [http://www.efs.gov.pl/Wiadomosci/Documents/zasady\\_finansowania\\_styczen.pdf](http://www.efs.gov.pl/Wiadomosci/Documents/zasady_finansowania_styczen.pdf), dostęp: 30.11.2012 r.



# Urodzeni globaliści – teoria wczesnej internacjonalizacji przedsiębiorstw

## 1. Wprowadzenie

Globalizacja stała się faktem. Współczesne społeczeństwo, jak wskazuje K. Rybiński, jest społeczeństwem *homo sapiens globalis*<sup>1</sup>. K. Rybiński doprecyzowuje, że chodzi o człowieka funkcjonującego w gospodarce globalnej, tj. takiej, w której istnieje zarówno jeden globalny rynek produktów i usług, jak i jeden globalny rynek pracy.

W gospodarce współczesnej doszło do „śmierci odległości”. Na skutek rozwoju technologii i spadku kosztów transportowych niemalże każdą działalność można wykonywać „na odległość” albo może ona zostać przeniesiona do kraju trzeciego celem zwiększenia efektywności produkcji. Doszło zatem do geograficznego rozdzielenia produkcji od popytu, który ta produkcja zaspokaja. „Po raz pierwszy w dziejach ludzkości wszystko może być wyprodukowane i sprzedane wszędzie na świecie”<sup>2</sup>.

Skoro globalizacja ma tak kolosalny wpływ na człowieka (*homo sapiens globalis*), bezpodstawnym byłoby twierdzić, że nie ma ona równie istotnego znaczenia dla przedsiębiorstw. Przejawia się to najpełniej w internacjonalizacji przedsiębiorstw rozumianej jako stopień zaangażowania firmy w działalność międzynarodową<sup>3</sup>.

Zadaniem niniejszego artykułu jest przedstawienie koncepcji wczesnej internacjonalizacji przedsiębiorstw w kontekście etapowej teorii internacjonalizacji. Artykuł

---

<sup>1</sup> K. Rybiński, *Globalizacja w trzech odślonach*, Difin, Warszawa 2007, s. 11.

<sup>2</sup> L.C. Thurow, *Przyszłość kapitalizmu*, Wydawnictwo Dolnośląskie, Wrocław 1999, s. 157.

<sup>3</sup> N. Daszkiewicz, *Internacjonalizacja małych i średnich przedsiębiorstw we współczesnej gospodarce*, Wydawnictwo Politechniki Gdańskiej, Gdańsk 2003, s. 18.

stawia sobie za cel skonfrontowanie teorii *born global* z praktyką gospodarczą oraz wskazanie, w jakim stopniu wczesna internacjonalizacja jest udziałem polskich przedsiębiorstw, a także zaprezentowanie możliwych zmian w internacjonalizacji przedsiębiorstw.

## 2. Modele etapowej internacjonalizacji i ich krytyka

J. Johanson i J.E. Vahlne<sup>4</sup> wskazują na trzy główne obszary badawcze dotyczące internacjonalizacji, które znalazły swe odzwierciedlenie w literaturze przedmiotu. Są to: (1) teorie bezpośrednich inwestycji zagranicznych, (2) modele internacjonalizacji etapowej i (3) teorie sieciowe.

Dominującym paradygmatem<sup>5</sup> w teorii internacjonalizacji jest model etapowy (rysunek 1). Po raz pierwszy model internacjonalizacji etapowej zaprezentowali J. Johanson i P.F. Wiedersheim<sup>6</sup>, tym niemniej wielu badaczy rozwijało zaproponowany model, prezentując własne teorie. Mimo że modeli internacjonalizacji etapowej jest wiele, to wszystkie opierają się na jednym kluczowym założeniu. Mianowicie w teoriach etapowej internacjonalizacji bazuje się na przekonaniu, że firma rozpoczyna swoją działalność zawsze na rynku krajowym i jeżeli później decyduje się na działalność eksportową, to czyni to *step by step*, tj. małymi krokami, angażując się z czasem w coraz większym stopniu.

Rozwijanie działalności międzynarodowej następuje w wyniku przechodzenia przez kolejne etapy w kierunku coraz większej ekspansji.

Nasuwa się automatycznie pytanie, czy każda firma jest początkowo zorientowana na rynek krajowy. Negatywna odpowiedź na tak postawione pytanie wydaje się być oczywista. Modele etapowej internacjonalizacji, w tym także popularny model uppsalski powstały w początkowym okresie globalizacji. Nawet jeśli modele te sprawdzały się w ówczesnej rzeczywistości (lata 70. XX w.), to nie wyjaśniają one w sposób dostatecznie trafny zachowań firm rozpoczynających swą działalność w okresach późniejszych<sup>7</sup>.

---

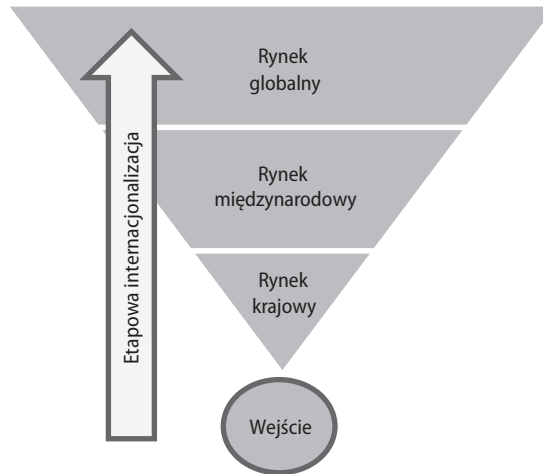
<sup>4</sup> J. Johanson, J.E. Vahlne, *The mechanism of internationalization*, „International Marketing Review” 1990, 7/4.

<sup>5</sup> Paradygmat ten obowiązywał od lat 70. XX w. nieprzerwanie. Dopiero w 1994 r. rolę „czarnego łabędzia” stanowiącego wyłam dla omnipotencji teorii etapowej przyjęli na siebie B. Oviatt i P.P. McDougall.

<sup>6</sup> N. Daszkiewicz, *Internacjonalizacja małych...*, op.cit., s. 38.

<sup>7</sup> M. Romanowska, *Planowanie strategiczne w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 2009, s. 104.

### Rysunek 1. Etapowa internacjonalizacja



Źródło: opracowanie własne.

Także w literaturze pojawił się nurt krytykujący teorię etapowej internacjonalizacji. Zaczęto przywoływać empiryczne przykłady przedsiębiorstw, których internacjonalizacja nie zachodziła w sposób etapowy<sup>8</sup>.

W latach 80. krytyczne badania przedstawili N. Hood i S. Young. Badali oni przedsiębiorstwa amerykańskie i europejskie (próba 140), które dokonały bezpośrednich inwestycji zagranicznych w Wielkiej Brytanii. Z przeprowadzonych badań wynikało, że aż 44% przedsiębiorstw z próby nigdy wcześniej i w żadnej formie nie było zaangażowanych na rynku brytyjskim. Odkrycie to poddało w wątpliwość zasadność teorii etapowej internacjonalizacji.

Inny nurt krytyczny nie tyle obalał zasadność etapowości, co wskazywał na możliwość pomijania pewnych wyróżnionych faz. Poddawano w wątpliwość konieczność sekwencyjności poszczególnych etapów i sztywną następczość jednej fazy po drugiej. Zjawisko pomijania (szczególnie wczesnych) etapów internacjonalizacji zidentyfikowali empirycznie, badając szwedzkie przedsiębiorstwa, G. Hedlund i A. Kverneland oraz K.A. Nordström. W literaturze zjawisko przyspieszenia internacjonalizacji przez pomijanie wybranych etapów określa się mianem *leapfrog*<sup>9</sup> (*leapfrogging*).

<sup>8</sup> M.K. Witek-Hajduk, *Strategie internacjonalizacji polskich przedsiębiorstw w warunkach akcesji Polski do Unii Europejskiej*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2010, s. 60.

<sup>9</sup> Nazwę taką przyjęto od dziecięcej zabawy polegającej na przeskakiwaniu nad skulonym kolegą.

### 3. Koncepcja *born global*

W sposób empiryczny dowiedzione zostało, że istnieją przedsiębiorstwa, które nie umiędzynarodawiają się ściśle według teorii etapowej internacjonalizacji. Nauka stanęła zatem przed wyzwaniem dobudowania teorii / modelu dla opisu zastanej rzeczywistości.

Kamieniem milowym dla teorii przedsiębiorstwa „międzynarodowego od początku” był artykuł pt. „Toward a Theory of International New Ventures”<sup>10</sup> B.M. Oviatta i P.P. McDougall opublikowany w 1994 r. na łamach „Journal of International Business Studies”.

Oviatt i McDougall w swym artykule dokonują wyróżnienia dwóch typów przedsiębiorstw<sup>11</sup>. Typem pierwszym są przedsiębiorstwa *international-by-stage*, tj. takie, które przechodzą przez wszystkie fazy internacjonalizacji. Drugim wyróżnionym typem są przedsiębiorstwa *international-at-founding*, tj. przedsiębiorstwa, które już w momencie powstania są międzynarodowe.

Przedstawiony podział identyfikuje zaledwie dwa przypadki, które są same w sobie przypadkami krańcowymi, ekstremalnymi. Tym niemniej *born globals* były po raz pierwszy zidentyfikowane i stały się fenomenem, który stanowi przedmiot wielu prac badawczych.

W artykule z 1994 r. McDougall i Oviatt dla określenia firm „globalnych od początku” użyli sformułowania *international new ventures* (INV). Najbardziej popularnym określeniem jest jednak *born global*, który to termin został ukuty w 1993 r. przez Rennie’ego. Terminu tego używają także m.in. Knight i Cavusgil, Madsen i Servais, Rasmussen, Moen<sup>12</sup>. Poza tym funkcjonują w literaturze także

---

<sup>10</sup> B.M. Oviatt, P.P. McDougall, *Toward a Theory of International New Ventures*, „Journal of International Business Studies” 1994, Nr 25, s. 45–64.

<sup>11</sup> Wyróżnienie to zdaje się być ukłonem w stronę dotychczasowej teorii internacjonalizacji. Autorzy bowiem nie negują całkowicie zasadności etapowych modeli, pokazują jednak, że zdarzają się wyjątki od tej teorii.

<sup>12</sup> G.A. Knight, S.T. Cavusgil, *The born global firm: a challenge to traditional internationalization theory*, „Advances in International Marketing” 1996, Nr 8; T.K. Madsen, P. Servais, *The internationalization of born globals: an evolutionary process?*, „International Business Review” 1997, Nr 6, s. 561–583; E.S. Rasmussen, T.K. Madsen, F. Evangelista, *The founding of the born global company in Denmark and Australia: sensemaking and networking*, „Asia Pacific Journal of Marketing and Logistics” 2001, Nr 13, s. 75–107; Ø. Moen, *The born globals: a new generation of small European exporters*, „International Marketing Review” 2002, Nr 19, s. 156–175.



inne terminy: *instant international*<sup>13</sup>, *global start-up*<sup>14</sup>, *innate exporter* czy *infant multinational*<sup>15</sup>. W polskiej nomenklaturze przyjęły się sformułowania „urodzony globalista”, „urodzony eksporter” i „globalny od początku”.

Fenomen *born global* jest o tyle interesujący i istotny jednocześnie, że nie dotyczy niewielkiej ilości mało znaczących przedsiębiorstw. Jest dokładnie odwrotnie, coraz więcej przedsiębiorstw odnoszących sukcesy na rynku można nazwać „urodzonymi globalistami”. Według niektórych autorów większość przedsiębiorstw powstałych w XXI w. to właśnie *born globals*<sup>16</sup>. Herman Simon<sup>17</sup> wskazuje, że z przebadanych przez niego przedsiębiorstw („ukrytych mistrzów”)<sup>18</sup> 74,4% rozpoczęło działalność eksportową od samego początku istnienia, zaś 33,9% utworzyło zagraniczne filie w ciągu jednego roku od powstania.

McDougall i Oviatt dokonali także klasyfikacji przedsiębiorstw wczesnie umiędzynarodowionych wzięwszy pod uwagę liczbę rynków zagranicznych, na których przedsiębiorstwo jest aktywne i zakres koordynacji działań w łańcuchu wartości. Zakres koordynacji działań w łańcuchu wartości odpowiada porterowskiemu łańcuchowi wartości, przy czym autorzy zastrzegają, że dotyczyć on ma jedynie INV. Porter wyróżnił działania podstawowe (*priamry activities*, wśród których można wyróżnić działania z zakresu logistyki, sprzedaży, usług i marketingu) i działania wspierające (*support activities*, wśród których można wyróżnić infrastrukturę firmy, rozwój technologiczny, zarządzanie z zakresu HR).

Na tak powstałej matrycy (rysunek 2) wyróżnili oni: eksportowo-importowe firmy typu start-up, pośredników międzynarodowych, globalne przedsiębiorstwa typu start-up i skoncentrowane geograficznie przedsiębiorstwa typu start-up.

Przedsiębiorstwa osiągają korzyści z przemieszczania towaru między krajami, w których towary te są dostępne a krajami, w których na owe towary jest zgłaszany popyt. Główną siłą sukcesu na rynku zagranicznym jest zatem umiejętność dostrzeżenia nierównowag pomiędzy rynkami. Wśród tych przedsiębiorstw szczególną

---

<sup>13</sup> I. Fillis, *Small firm internationalisation: an investigative survey and future research directions*, Management Decision 2001, Nr 39, s. 767–783.

<sup>14</sup> Choć użycie tego terminu może być mylące, bowiem tak nazwali Oviatt i McDougall jeden z podtypów INV.

<sup>15</sup> Za: M.K. Witek-Hajduk, *Strategie internacjonalizacji...*, op.cit., s. 61.

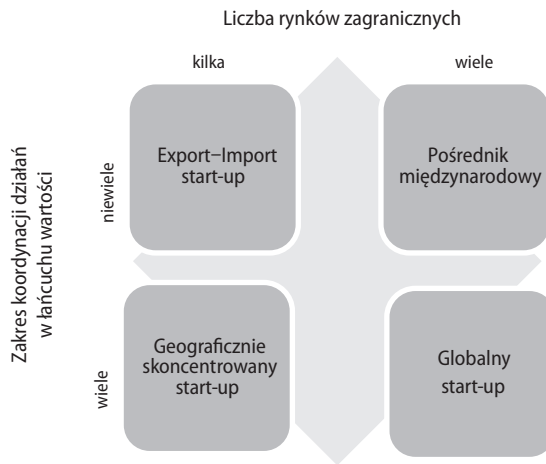
<sup>16</sup> *Marketing międzynarodowy; uwarunkowania, instrumenty, tendencje*, red. E. Duliniec, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2007, s. 24.

<sup>17</sup> H. Simon, *Hidden champions of the twenty-first century: success strategies of unknown world market leaders*, Springer, Dodrecht 2009, s. 91.

<sup>18</sup> Pod pojęciem „hidden champion” H. Simon rozumie przedsiębiorstwo, którego dochody ze sprzedaży nie przekraczają miliarda USD rocznie i przedsiębiorstwo to pod względem udziału w rynku światowym zajmuje pierwsze lub drugie miejsce.

rolę odgrywają te firmy, których zakres koordynacji działań w łańcuchu wartości jest niewielki i obejmuje przede wszystkim działania z zakresu logistyki. W zależności od liczby rynków, na których odbywają się działania logistyczne, mówi się o eksportowo-importowych firmach typu start up (niewiele obsługiwanych rynków zagranicznych, na ogół bliskich rynkowi krajowemu) lub o pośrednikach międzynarodowych (wiele rynków zagranicznych).

**Rysunek 2. Typy przedsiębiorstw *born global* wyróżnione przez Oviatta i McDougall**



Źródło: opracowanie własne na podstawie: B.M. Oviatt, P.P. McDougall, *Toward a Theory of International New Ventures*, „Journal of International Business Studies” 1994, Nr 25, s. 45–64.

Jeżeli łańcuch wartości obejmuje działania wykraczające poza samą logistykę (np. rozwój technologiczny, zarządzanie z zakresu HR, marketing) to wyróżnić można globalne przedsiębiorstwa typu start-up – firmy obsługujące wiele rynków zagranicznych – i skoncentrowane geograficznie przedsiębiorstwa typu start-up – firmy działające na ograniczonym geograficznie obszarze.

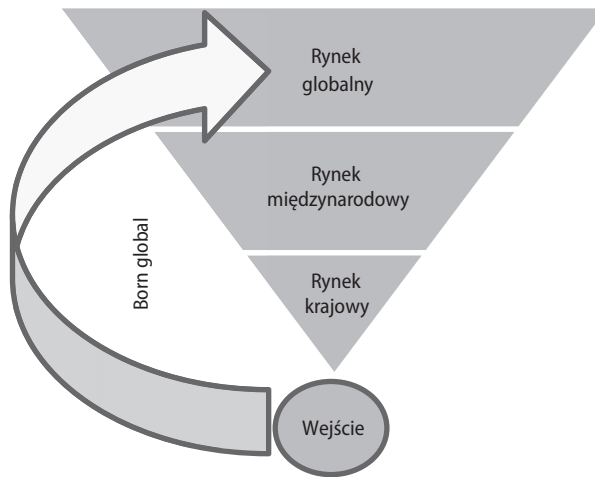
#### 4. Kryteria definicyjne firmy *born global*

Na podstawie zebranych danych empirycznych stwierdzono bez żadnych wątpliwości, że istnieją przedsiębiorstwa o tyle specyficzne, że ich internacjonalizacja nie zachodzi etapowo. Tym samym nauka podjęła próbę zdefiniowania firmy *born global*.

B. Oviatt i P.P. McDougall zdefiniowali INV jako organizację biznesową, która od powstania dąży do osiągnięcia znaczącej przewagi konkurencyjnej w skali mię-

dzynarodowej. Według autorów są to na ogół małe i średnie przedsiębiorstwa, które w ciągu kilku lat od powstania osiągnęły znaczny udział sprzedaży zagranicznej w sprzedaży ogółem<sup>19</sup> (rysunek 3).

Rysunek 3. *Born global* – firma od początku globalna



Źródło: opracowanie własne.

Jak widać, początkowa definicja nie zawiera kryteriów bardzo szczegółowych. Większość autorów konstruuje definicje firmy „od początku globalnej” na podstawie dwóch kryteriów: kryterium czasu (*time span* – czas potrzebny na dokonanie pierwszej sprzedaży zagranicznej od momentu założenia firmy) i kryterium zaangażowania zagranicznego (*export-to-sales ratio* – udział sprzedaży zagranicznej w sprzedaży ogółem). Warto zauważyć, że zaangażowanie zagraniczne firmy może przyjmować różne formy, np. eksport, sprzedaż umowy licencyjnej, franchising, joint ventures czy bezpośrednio inwestycje zagraniczne.

Najbardziej popularną definicję uwzględniającą oba wskazane wyżej kryteria zaproponowali w 1996 r. G. Knight i T. Cavusgil. Według nich za *born global* można uznać takie przedsiębiorstwo, które w ciągu trzech lat od powstania osiągnęło udział sprzedaży zagranicznej w sprzedaży ogółem na poziomie co najmniej 25%<sup>20</sup>.

Trudności w porównywaniu wyników badań poszczególnych autorów dostarcza fakt, iż niemalże każdy z nich tworzy własną definicję *born global*, dostosowując

<sup>19</sup> B.M. Oviatt, P.P. McDougall, *Toward a Theory...*, op.cit.

<sup>20</sup> G.A. Knight, S.T. Cavusgil, *The born global firm...*, op.cit., s. 18.

ją do własnych potrzeb. Jako przykład można podać pracę Ø. Moena, który złagodził definicję Knighta i Cavusgila przez wydłużenie kryterium czasu do 10 lat<sup>21</sup>. W odmienną stronę, a mianowicie zaostrenia definicji Knighta i Cavusgila, idzie P. Pietrański, który wymaga zaangażowania zagranicznego na poziomie minimum 75%, pozostawiając niezmiennym trzyletnie kryterium czasu<sup>22</sup>.

Na tym tle jako ciekawe jawią się także definicje bazujące tylko na jednym kryterium, np. R. Morawczyński postuluje, by dla uznania za *born global* wystarczyło kryterium czasu na poziomie 2 lat<sup>23</sup>. Z kolei niektórzy autorzy szczególnie zaostniają definicję *born global* poprzez dodanie trzeciego kryterium definicyjnego – kryterium geograficznego. Takie stanowisko prezentuje np. Gabrielsson, który, badając fińskie przedsiębiorstwa, ustalił, że przedsiębiorstwo „od urodzenia globalne” to takie, które w ciągu 15 lat od powstania osiągnie 50-procentowy poziom zaangażowania międzynarodowego, a sprzedaż prowadzona będzie na co najmniej 2 kontynentach. Kryterium geograficzne wprowadzają także S.M. Karlsen (2 kontynenty) oraz D. Sharma i A. Blomstermo (3 kraje)<sup>24</sup>.

Jak widać na przedstawionych przykładach, w literaturze brak jednolitego ujęcia definicyjnego, co z jednej strony stanowi problem dla porównywalności wyników, a drugiej zaś pozwala na dopasowanie do realiów badanego rynku czy kraju. Poszczególni autorzy nie dość, że modyfikują trzy zastane kryteria, to dodają dodatkowe „wymagania”<sup>25</sup>.

## 5. Innowacyjność a firma *born global*

*Born global* to na ogół firmy niszowe, związane bardzo często z produktami nowej technologii. Na rynkach niszowych łatwiej bowiem można osiągnąć przewagę konkurencyjną w ujęciu międzynarodowym. *Born global* specjalizują się w produkcji określonego dobra, przez co ich asortyment nie jest różnorodny. Ale możliwa jest przez to wysoka specjalizacja. Przedsiębiorstwa te są z reguły małymi firmami

<sup>21</sup> Ø. Moen, *The born globals...*, op.cit, s. 161.

<sup>22</sup> P. Pietrański, *Międzynarodowe strategie marketingowe*, PWE, Warszawa 2005, s. 27.

<sup>23</sup> R. Morawczyński, „*Born globals*” and „*traditionally*” internationalized SMEs in the Polish economy. *Few empirical findings from the comparative analysis*, w: *Enterprises in the Face of 21st Century Challenges*, red. R. Borowiecki, A. Jaki, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Kraków 2008, s. 451–464.

<sup>24</sup> W. Nowiński, *Wczesna internacjonalizacja przedsiębiorstw – nowy obszar badań*, „Gospodarka Narodowa”, Nr 11–12, s. 90–92.

<sup>25</sup> Zestawienie kryteriów definicyjnych stosowanych przez różnych autorów przedstawił M. Jaroński. M. Jaroński, *Early internationalisation of Polish companies – The results of research*, „Journal of Management and Financial Sciences” 2012, Nr 7, s. 36–37.

dysponującymi niewielkimi zasobami. Z tego też powodu, jak wskazuje E. Duliniec, powstają one w branżach, w których występuje jednorodny popyt na wielu rynkach, co umożliwia stosowanie wysoko wystandaryzowanych strategii marketingowych<sup>26</sup>. Strategię, którą niejako automatem przyjmują „urodzeni eksporterzy”, H. Simon nazwał „dwufilarową”. Pierwszym filarem jest specjalizacja, drugim zaś globalny marketing (rysunek 4).

*Born global* na ogół działają w branżach innowacyjnych technologii. Dzięki produkcji wyrobów niestandardowych, nietypowych i skomplikowanych produkcja może odbywać się w małych partiach. W branży zatem nie występują (lub w mniejszym natężeniu<sup>27</sup>) korzyści skali, przez co niewielkie *born global* mogą być konkurencyjne nawet w stosunku do korporacji.

#### Rysunek 4. Teoria dwufilarowa według H. Simona



Źródło: H. Simon, *Hidden champions of the twenty-first century: success strategies of unknown world market leaders*, Springer, Dodrecht 2009, s. 91.

Nie bez znaczenia jest angażowanie się w globalne sieci powiązań powstające między dystrybutorami, dostawcami i poddostawcami krajowymi i zagranicznymi. Przez to mała firma może osiągnąć znaczącą wiedzę i przewagę konkurencyjną<sup>28</sup>.

<sup>26</sup> *Marketing międzynarodowy...*, op.cit, s. 23.

<sup>27</sup> Inaczej problem korzyści skali w kontekście globalnej aktywności na rynkach niszowych widzi M. Dietl. Stwierdza on, że nawet działalność na rynku niszowym umożliwia osiągnięcie wystarczających korzyści skali, gdyż dzięki globalnemu wymiarowi nawet rynek niszowy staje się rynkiem chłonnym i stosunkowo dużym. M. Dietl, *Tajemniczy mistrzowie w Polsce*, w: H. Simon, *Tajemniczy mistrzowie XXI wieku*, Difin, Warszawa 2009, s. 410–411.

<sup>28</sup> L. Zhou, W. Wu, X. Luo, *Internationalization and the Performance of Born-Global SMEs: The Mediating Role of Social Networks*, „Journal of International Business Studies” 2007, Nr 4, s. 673–690.

W wielu opracowaniach zwraca się uwagę także na wysokie kompetencje prezesów / menagerów przedsiębiorstw wcześniej umiędzynarodowionych. Są to ludzie znający kilka języków, wykształceni niejednokrotnie na uniwersytetach zagranicznych, co daje im nie tylko wiedzę merytoryczną, ale także nastawienie proglobalne.

Firmy typu *born global* są obecne na całym świecie, zarówno na rynkach wysoko rozwiniętych gospodarek, jak i na w krajach rozwijających się. Firmy „od początku” globalne powstają w krajach niezależnie od wielkości rynku krajowego.

Do zagranicznych przykładów można zaliczyć firmy: Cosmos Corporation (producent urządzeń optycznych), Vellus Products (producent kosmetyków dla zwierząt), Pharmed Group (producent przyrządów chirurgicznych, medycznych i farmaceutycznych) czy Optical Xport (producent szkieł i opravek korekcyjnych)<sup>29</sup>.

## 6. *Born global* w Polsce

*Born global* w Polsce istnieją – i to nie ulega wątpliwości. Mówi się nawet, że spektakularnymi przykładami są firmy działające na terenach przy zachodniej granicy, a produkujące figurki ogrodowe. Ich działalność od początku *de facto* zorientowana jest bowiem na eksport, gdyż w kraju ogrodowe krasnoludki nie cieszą się dużym zainteresowaniem, za to duży popyt na te produkty zgłaszają nasi zachodni sąsiedzi.

Jak dowodzą wcześniej, funkcjonują w literaturze różne definicje firmy *born global*. Naturalne jest zatem, że skala zjawiska zależy będzie od przyjętej definicji. Badania nad wczesną internalizacją przedsiębiorstw polskich są prowadzone i jako przykład przywołane zostaną badania J. Cieślaka i K. Przybylskiej.

J. Cieślak badał przedsiębiorstwa prowadzące działalność w dziedzinie przetwórstwa przemysłowego. Z badań za lata 1989–2003 wynika, że  $\frac{3}{4}$  przedsiębiorstw podejmujących działania eksportowe, zdecydowało się na podjęcie tej działalności w ciągu pierwszych trzech lat od powstania (rysunek 5).

W literaturze pojawiają się uwagi krytyczne w stosunku do wyników badań J. Cieślaka. Głównym zarzutem jest nieuwzględnienie w badaniu kryterium zaangażowania zagranicznego (*export-to-sales ratio*).

Od tego typu krytyki wolne są badania przeprowadzone przez K. Przybylską, która na potrzeby badania zastosowała definicję *born global* Knighta i Cavusgila, zaostrzając kryterium zaangażowania zagranicznego do 30%, a nawet rozszerzyła definicję, dodając nowe kryteria: kryterium roku powstania przedsiębiorstwa (po 1989)

---

<sup>29</sup> S.T. Cavusgil, G. Knight, *Born global firms: a new international enterprises*, Business Expert Press, New York 2009, s. 5–8.

i wielkości zatrudnienia (do 249 osób). Z badań wynika, że spośród przedsiębiorstw eksportujących (wskazanych na podstawie rankingu „Pulsu Biznesu”) 34% można nazwać „urodzonymi globalistami”<sup>30</sup>.

**Rysunek 5. Firmy prywatne w Polsce w latach 1989–2003 podejmujące działalność eksportową**

Rok założenia	1989 – 1992	1993 – 1999	2000 – 2003	1989 – 2003
<b>Według szybkości rozpoczęcia eksportu<sup>a)</sup></b>		<b>Liczba firm</b>		
Eksporterzy natychmiastowi	941	5 480	2 296	8 717
Eksporterzy szybcy	3 361	1 795	277	5 433
Eksporterzy opóźnieni	2 987	1 759	b.d.	4 746
<b>Razem</b>	<b>7 289</b>	<b>9 034</b>	<b>2 573</b>	<b>18 896</b>
<b>% ogólnej liczby eksporterów</b>				
Eksporterzy natychmiastowi	12,9	60,7	89,2	46,1
Eksporterzy szybcy	46,1	19,9	10,8	28,8
Eksporterzy opóźnieni	41,0	19,5	b.d.	25,1
<b>Razem</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
<b>% wolumenu eksportu<sup>b)</sup></b>				
Eksporterzy natychmiastowi		57,6	61,8	59,9
Eksporterzy szybcy		39,5	31,9	35,3
Eksporterzy opóźnieni		2,9	6,3	4,8
<b>Razem</b>		<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

<sup>a)</sup> Eksporterzy natychmiastowi – podejmujący działalność w roku 0 lub pierwszym pełnym roku prowadzenia działalności, eksporterzy szybcy – w drugim lub trzecim roku, eksporterzy opóźnieni – w czwartym lub w kolejnych latach.

<sup>b)</sup> Dane dotyczące obrotów były dostępne tylko od 1993 r.

Źródło: J. Cieślik, *Internacjonalizacja polskich przedsiębiorstw*, „Nauka dla Praktyki i Polityki Gospodarczej” 2010, Nr 1, s. 12.

Ciekawe na tym tle wydają się badania M. Jarosińskiego, który na losowo wybranej próbie małych i średnich polskich przedsiębiorstw powstałych po 1987 r.<sup>31</sup>

<sup>30</sup> K. Przybylska, *Born Global – nowa generacja małych polskich przedsiębiorstw*, „Gospodarka Narodowa” 2010, Nr 7–8, s. 72–80.

<sup>31</sup> Uwzględniono zmiany ustrojowe mające miejsce w Polsce.

(z wyłączeniem instytucji finansowych) zaangażowanych na rynkach zagranicznych dowodził, jak zmienia się odsetek firm typu *born global* w zależności od przyjętej przez badacza definicji. Wyniki wahały się od 32% dla „standardowej definicji” (25% zaangażowania zagranicznego w ciągu 3 lat od powstania) do 4% dla restrykcyjnej definicji Gabrielssona (50% zaangażowania zagranicznego osiągniętego w ciągu 15 lat od powstania, działalność na co najmniej 2 kontynentach)<sup>32</sup>.

## 7. Podsumowanie

Można się zastanawiać, czy w teorii internalizacji przedsiębiorstw osiągnięto już pełną wiedzę. Pytań można stawiać wiele. Czy teoria w pełni wyjaśnia praktykę gospodarczą? Czy przedsiębiorstwo albo rodzi się i pozostaje lokalne, a jeśli dochodzi do internacjonalizacji jego działalności, to podąża ono ku globalności ścieżką etapową albo dokonuje skoku typowego dla *born global*? Czy nie ma innych możliwości dla przedsiębiorstwa?

Jeżeli pozwolimy sobie na puszczenie wodzy teoretycznej fantazji, to dojdziemy do wniosku, że katalog dróg rozwoju przedsiębiorstwa nie został jeszcze zamknięty.

Skoro empirycznie udowodniono, że istnieją przedsiębiorstwa, które rodzą się globalne, to czy nie mogą one urodzić się globalne po to, by w fazie dojrzałości stać się firmami tylko lokalnym?

Odwrócona internacjonalizacja (*reverse internationalization*) polega na cofaniu się faz etapowej internacjonalizacji lub wstecznemu *leapfrogging*, a nawet na bezpośrednim przejściu z działalności na rynku globalnym do działalności tylko lokalnej (rysunek 6). Przedsiębiorstwo „od początku globalne” przybiera strategię powrotu w określonym czasie do obecności tylko na rynku krajowym. Działalność globalna lub międzynarodowa wykorzystana została przez przedsiębiorstwo na potrzeby innowacji produktowych, z różnych względów niemożliwych do osiągnięcia bez zaangażowania zagranicznego.

W gospodarce obserwuje się już zjawisko, które w literaturze anglojęzycznej nazwano *reverse innovation* lub *frugal innovation*<sup>33</sup>. Przedsiębiorstwa międzynarodowe, wchodząc na rynki krajów rozwijających się, korzystają z tamtejszego zaplecza naukowego (a raczej z dostępności wykwalifikowanych pracowników) i tam rozwijają produkty będące o wiele tańszą alternatywą dla zachodniego produktu

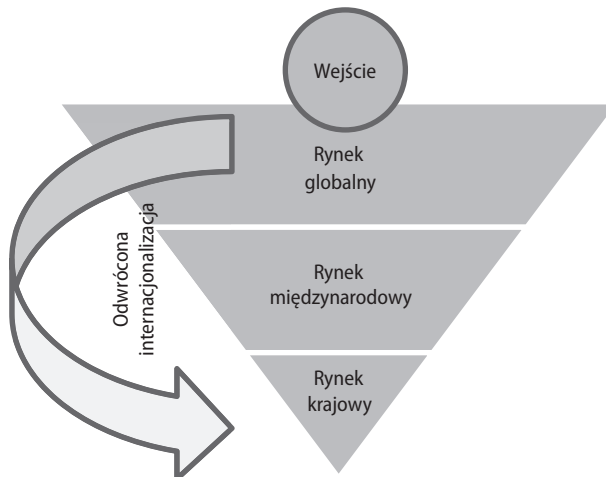
<sup>32</sup> M. Jarośniński, *Early internationalisation of Polish companies...*, op.cit., s. 41–44.

<sup>33</sup> V. Govindarajan, CH. Trimble, *Reverse Innovation*, „Harvard Business Review Press”, Harvard 2012; N. Radjon, J. Prabhu, S. Ahuja, *Jugaad Innovation*, Jossey-Bass, San Francisco 2012.



*high-tech*. Chodzi o to, by za o wiele niższą cenę wyprodukować produkt o nieco niższych standardach, ale nadal spełniający funkcje podstawowe, czyli najbardziej użyteczne. Można zatem uprościć, że produkcja przedsiębiorstwa rozбивa się na *high tech* i *slightly simpler*. W początkowym zamyśle produkty *slightly simpler* przeznaczone są na rynki krajów słabo rozwiniętych i rozwijających się, później jednak dochodzi do ich adopcji i przystosowania dla rynków krajów wysoko rozwiniętych, także rynku kraju matki. Produkt *slightly simpler* jest tańszy, a jednak w wystarczającym stopniu użyteczny, dlatego znajduje na rynkach rozwiniętych większą liczbę klientów. Powstaje nawet obawa, że produkt *high tech* zostanie wyparty z rynku przez tańszego młodszego brata.

### Rysunek 6. Odwrócona internacjonalizacja – powrót do lokalności



Źródło: opracowanie własne.

To, co z punktu widzenia społecznego oceniane jest negatywnie, gdyż jest hamulcem<sup>34</sup> dla innowacyjności i postępu technologicznego, z punktu widzenia firmy jest po prostu opłacalne.

Można sobie zatem wyobrazić strategię internacjonalizacji przedsiębiorstwa w celu dokonania *frugal innovation*, a następnie powrotu do działalności wyłącznie

<sup>34</sup> Choć, jak wskazują autorzy *Reverse Innovation*, ten specyficzny rodzaj innowacji sam w sobie jest w pełni innowacyjny. Nie polega on bowiem na modyfikacji już istniejącego produktu celem obniżenia kosztów. Chodzi o wymyślenie od początku takiego produktu, który przy niskich kosztach będzie funkcjonalny, [http://www.bbc.co.uk/iplayer/episode/p00qy7pp/Global\\_Business\\_A\\_Great\\_Disruption\\_Reverse\\_Innovation/](http://www.bbc.co.uk/iplayer/episode/p00qy7pp/Global_Business_A_Great_Disruption_Reverse_Innovation/).

na rynku krajowym (lub także na rynkach zagranicznych, ale na znacznie mniejszą skalę niż miało to miejsce wcześniej).

## Bibliografia

1. Cavusgil S.T., Knight G., *Born global firms: a new international enterprises*, Business Expert Press, New York 2009,.
2. Daszkiewicz N., *Internacjonalizacja małych i średnich przedsiębiorstw we współczesnej gospodarce*, Wydawnictwo Politechniki Gdańskiej, Gdańsk 2003.
3. *Enterprises in the Face of 21th Century Challenges*, red. R. Borowiecki, A. Jaki, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Kraków 2008.
4. Fillis I., *Small firm internationalisation: an investigative survey and future research directions*, „Management Decision” 2001, Nr 39, s. 767–783.
5. Gierszewska G., Romanowska M., *Analiza strategiczna przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2009.
6. *Global Business A Great Disruption Reverse Innovation*, <http://www.bbc.co.uk>.
7. Govindarajan V., Trimble CH., *Reverse Innovation*, „Harvard Business Review Press”, Harvard 2012.
8. Jarosiński M., *Early internationalisation of Polish companies – The results of research*, „Journal of Management and Financial Sciences” 2012, Nr 7, s. 34–49.
9. Jarosiński M., *Urodzeni globaliści w badaniach na świecie i w Polsce*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów” 2012, nr 114, s. 7–24.
10. Johanson J., Vahlne J.E., *The mechanizm of internationalization*, „International Marketing Review” 1990, 7/4.
11. Knight G.A., Cavusgil S.T., *The born global firm: a challenge to traditional internationalization theory*, „Advances in International Marketing” 1996, Nr 8.
12. Madsen T.K., Servais P., *The internationalization of born globals: an evolutionary process?*, „International Business Review” 1997, Nr 6, s. 561–583.
13. *Marketing międzynarodowy; uwarunkowania, instrumenty, tendencje*, red. E. Dulińiec, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2007.
14. Moen Ø., *The born globals: a new generation of small European exporters*, „International Marketing Review” 2002, Nr 19, s. 156–175.
15. Morawczyński R., *„Born globals” and „traditionally” internationalized SMEs in the Polish economy. Few empirical findings from the comparative analysis*, w: *Enterprises in the Face of 21th Century Challenges*, red. R. Borowiecki, A. Jaki, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Kraków 2008.

16. Nowiński W., *Wczesna internacjonalizacja przedsiębiorstw – nowy obszar badań*, „Gospodarka Narodowa”, Nr 11–12, s. 90–92.
17. Oviatt B.M., McDougall P. P., *Toward a Theory of International New Ventures*, „Journal of International Business Studies” 1994, Nr 25, s. 45–64.
18. Pietrasiniński P., *Międzynarodowe strategie marketingowe*, PWE, Warszawa 2005.
19. Przybylska K., *Born Global – nowa generacja małych polskich przedsiębiorstw*, „Gospodarka Narodowa” 2010, Nr 7–8, s. 63–83.
20. Radjon N., Prabhu J., Ahuja S., *Jugaad Innovation*, Jossey- Bass, San Francisco 2012.
21. Rasmussen E.S., Madsen T.K., Evangelista F., *The founding of the born global company in Denmark and Australia: sensemaking and networking*, „Asia Pacific Journal of Marketing and Logistics” 2001, Nr 13, s. 75–107.
22. Romanowska M., *Planowanie strategiczne w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 2009.
23. Rybiński K., *Globalizacja w trzech odsłonach*, Difin, Warszawa 2007.
24. Simon H., *Hidden champions of the twenty-first century: success strategies of unknown world market leaders*, Springer, Dodrecht 2009.
25. Simon H., *Tajemniczy mistrzowie XXI wieku*, Difin, Warszawa 2009.
26. Thurow L.C., *Przyszłość kapitalizmu*, Wydawnictwo Dolnośląskie, Wrocław 1999.
27. Witek-Hajduk M.K., *Strategie internacjonalizacji polskich przedsiębiorstw w warunkach akcesji Polski do Unii Europejskiej*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2010.
28. Zhou L., Wu W., Luo X., *Internationalization and the Performance of Born-Global SMEs: The Mediating Role of Social Networks*, „Journal of International Business Studies” 2007, Nr 4, s. 673–690.



*Przemysław Pater*

Kolegium Zarządzania i Finansów

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

# Budowa tożsamości marki luksusowej – wybrane aspekty

## 1. Wprowadzenie

Ekspansja marek luksusowych jest jednym z najbardziej intrygujących zjawisk ekonomicznych. Pomimo kryzysu, utraty wiarygodności przez część instytucji finansowych i politycznych, sektor dóbr luksusowych konsekwentnie rośnie tak, jakby był odseparowany od niekorzystnych globalnych przesłanek. Analizując przyczyny tego trendu, możemy oczywiście wskazać rosnący udział rynków azjatyckich, poszerzenie oferty produktowej ale też, a może przede wszystkim, żelazną konsekwencję, z jaką najsilniejsi gracze zarządzają swoimi markami. To nie przypadek, że o ile wśród marek masowych / ekonomicznych przetasowania mogą być dynamiczne, o tyle w sektorze dóbr luksusowych, bez względu na to, czy mówimy o samochodach, zegarkach czy odzieży, na listach Interbrand spotykamy wciąż tych samych graczy. Dodajmy – graczy operujących wiekowymi markami. Jakie umiejętności i narzędzia trzeba posiadać, aby w XXI wieku bić rekord sprzedaży z marką założoną w wieku XIX? Odpowiedzi autor poszukał, analizując działania ukierunkowane na mądre, odpowiedzialne zarządzanie marką. Przeanalizowane zostały kluczowe instrumenty służące konstruowaniu tożsamości marki luksusowej – ich zastosowanie, skala, możliwości aplikacyjne. Niejako naturalnym jest, że niektóre ze stawianych diagnoz są w opozycji do teorii zarządzania markami masowymi, jednak warto wspomnieć, że także sektor masowy przejmuje pewne techniki zarezerwowane jeszcze do niedawna dla elity biznesowej. Atrybuty *stricte* użyteczne nie wystarczają, aby sprzedać produkt masowy należy, w wybranych branżach, odwołać się do instrumentarium marketingowego marek luksusowych. Echo marketingu

dóbr luksusowych znajdziemy m.in. w opisanej w artykule strategii firmy Apple. Przedstawione zostaną tam działania, którymi posiłkuje się koncern z Cupertino, tworząc „fuzję przeciwieństw” – masowy produkt dający użytkownikowi poczucie wyjątkowości.

## 2. Istota i rola marki

Według Amerykańskiego Stowarzyszenia Marketingu (*American Marketing Association*), marka to „nazwa, termin, znak, symbol lub projekt bądź ich kombinacja, mające na celu identyfikację towarów lub usług sprzedawcy bądź ich grupy i odróżnienie ich od oferty konkurencji”. Z technicznego punktu widzenia zatem za każdym razem, kiedy tworzy się jakąś nazwę, logo lub symbol dla nowego produktu, jednocześnie tworzy się markę<sup>1</sup>.

Kluczem do stworzenia marki, według AMA, jest możliwość wybrania nazwy, logo, symbolu, projektu opakowania lub innych cech charakterystycznych, które określą produkt i wyróżnią go spośród innych towarów. Te różne komponenty marki, które ją określają i wyróżniają, to elementy marki<sup>2</sup>. Marka jest czymś więcej niż produkt, może ona mieć cechy, które odróżniają ją w jakiś sposób od innych produktów zaprojektowanych w celu zaspokojenia tej samej potrzeby. Te różnice mogą być racjonalne i uchwytnie – odnosząc się do działania produktu marki – lub bardziej symboliczne i nieuchwytnie – wiążąc się z tym, co marka reprezentuje. Co ważniejsze, marki nabierają specjalnego znaczenia dla konsumentów. Na podstawie wcześniejszych doświadczeń z produktem i jego programu marketingowego konsumenci w miarę upływu lat odkrywają, jakie marki zaspokajają ich potrzeby, a jakie ich nie zaspokajają. W efekcie stanowią one dogodny sposób podejmowania lub środka uproszczenia decyzji w sprawie produktów<sup>3</sup> (tabela 1).

Silna marka niesie wiele korzyści, przy czym korzyści te nie muszą mieć całkowicie funkcjonalnego charakteru. Marki mogą stanowić symboliczne środki pozwalające konsumentom na stworzenie swojego wizerunku. Niektóre marki są kojarzone z pewnymi typami osób i dlatego odzwierciedlają różne wartości i cechy. Używanie takich produktów jest sposobem, w jaki klienci komunikują innym – lub nawet samym sobie – jakim typem osoby są albo jakim typem chcieliby być. W tym

---

<sup>1</sup> K.L. Keller, *Strategiczne zarządzanie marką*, Oficyna Wolters Kluwer business, Warszawa 2011, s. 20.

<sup>2</sup> Ibidem, s. 20.

<sup>3</sup> Ibidem, s. 24.

aspekcie możemy zauważyć po raz pierwszy wyjątkową wagę marek luksusowych. Ich posiadanie ma nie tylko aspekt użyteczny, lecz także symboliczny. Wyrażają one status i osobowość posiadacza.

**Tabela 1. Role marki**

Konsumenci	Producenci
Identyfikowanie źródła produktu	Sposób identyfikacji w celu ułatwienia obsługi i śledzenia
Przypisanie odpowiedzialności twórcy produktu	Sposób prawnej ochrony unikalnych cech
Redukcja ryzyka	Znak poziomu jakości dla zadowolonych klientów
Redukcja kosztów poszukiwań	Sposób nadania produktowi wyjątkowych skojarzeń
Obietnica, więź lub pakt z twórcą produktu	Źródło przewagi konkurencyjnej
Symboliczne urządzenie	Źródło zysków finansowych
Znak jakości	

Źródło: K.L. Keller, *Strategiczne zarządzanie marką*, Oficyna Wolters Kluwer business, Warszawa 2011, s. 24.

Laureat Nagrody Pulitzera Daniel Boorstein twierdzi, że dla wielu osób marki pełnią taką funkcję, jaką wcześniej pełniły bractwa czy organizacje religijne lub wojskowe – pomagają ludziom zdefiniować, kim są, a potem przekazać to innym<sup>4</sup>.

### 3. Znaczenie tożsamości marki

Zdaniem Davida Aakera, szczególnie istotnym aspektem budowania marki jest jej tożsamość. Aaker definiuje tożsamość marki jako „unikalny zestaw skojarzeń marki, które strategie marki chcą wykreować lub utrzymać. Skojarzenia te reprezentują to, czym jest marka i sugerują obietnicę składaną konsumentom przez członków organizacji. Tożsamość marki powinna pomagać w ustaleniu związku pomiędzy marką a konsumentem, generując próbę oszacowania wartości włączającą funkcjonalne, emocjonalne lub samowyróżniające się korzyści”<sup>5</sup>.

Na tożsamość marki wpływa bardzo wiele czynników, wśród których najbardziej znaczącymi są:

- decyzje produktowe podejmowane przez dział designu / kreacji,
- kampanie reklamowe, selekcja mediów,

<sup>4</sup> Ibidem, s. 25.

<sup>5</sup> Ibidem, s. 691.

- wydarzenia specjalne oraz wydarzenia dedykowane mediom,
- architektura sklepów i biur,
- wystawy sklepowe,
- system tożsamości wizualnej marki (logotypy, wzory, czcionki, kolory *etc.*),
- kompetencje i wygląd personelu<sup>6</sup>.

Oczywiście trudno jest skonstruować jeden precyzyjny model tożsamości, który można by aplikować do każdej marki, ich istota i funkcja są bowiem wielopłaszczyznowe i ciągle ewoluują. Można jednak uchwycić te elementy działań marketingowych, które wpływają na wyjątkowość działań danego sektora. W niniejszym opracowaniu autor wskaże te aktywności marketingowe i te aspekty społeczno-kulturowe, których specyfika wpływa na sposób budowania tożsamości marki luksusowej.

## 4. Sztuka i luksus

Korespondencja między tymi dwiema płaszczyznami datuje się od początków ludzkiej cywilizacji. Czyż piramidy w Egipcie lub monumentalne budowle Rzymu nie były emblematami statusu społecznego i materialnego? Przecież to przedstawiciele elit byli mecenasami artystów. Artystów, którzy musieli konfrontować swoje aspiracje z realiami ekonomicznymi. Sztuka zawsze potrzebowała pieniędzy, sygnalizując jednocześnie niezależność i realizację autorskiej wizji artysty. Natrafiamy tu na interesującą inwersję – artyści chcą być niezależni, ale potrzebują mecenasów, natomiast projektanci wielkich domów mody dysponują dużymi środkami, lecz chcą być również artystami, chcą tworzyć rzeczy wyjątkowe. Dlatego w sztuce i architekturze szukają natchnienia. Inspirowana nurtem Art Deco kolekcja Gucci na lato 2012 była jedną z najpiękniejszych i najbardziej wyrafinowanych kolekcji dla kobiet w ponad dziewięćdziesięcioletniej historii tej marki. Pokazy domu mody Alexander McQueen elektryzują, ponieważ są prawdziwymi spektaklami, syntetyzują wiele środków artystycznego wyrazu. To pierwsza z płaszczyzn, produktowa, na której spotyka się sztuka i sektor dóbr luksusowych. Drugą są oczekiwania klientów – dobro luksusowe to nie tylko emanacja statusu, to także sposób ekspresji gustu, stylu, osobowości. Nie wystarczy, aby produkt był drogi, powinien też być piękny, kuszący i nieco tajemniczy. Były dyrektor kreatywny Gucci – Tom Ford – powiedział: „Wprowadziłem do kolekcji motyw węża, bo wąż symbolizuje kuszenie. Chcemy kogoś kusić i moda ma temu służyć”. Trzecim aspektem łączącym sztukę i luksus

---

<sup>6</sup> M. Chevalier, G. Mazzalovo, *Luxury Brand Management. A World of Privilege*, John Wiley & Sons (Asia) Pte. Ltd., Singapore 2008, s. 223.



są sklepy, a raczej pałace największych marek. Zapraszani do współpracy artyści i architekci gwarantują nie tylko wysoki poziom pracy. Ich dzieło musi być czymś więcej – powinno oddawać ducha czasów, a jednocześnie kreować coś, co przetrwa, co zostanie symbolem. Dlatego Christian de Portzamparc, laureat prestiżowej Pritzker Architecture Prize, został poproszony o zaprojektowanie logo grupy LVMH oraz nowojorskiego biura firmy. Jego kolejnym zleceniem było zaprojektowanie nowej centrali LVMH przy Avenue Montaigne w Paryżu. Z kolei Rem Koolhaas, laureat tej samej nagrody w roku 2000, zaprojektował sklep Prady na Broadwayu. Koolhaas otrzymał od właścicieli firmy (Miuccia Prada i Patrizio Bertelli) pełną wolność, co zaowocowało dalszymi zleceniami na sklepy Prady w Los Angeles i San Francisco. To tylko kilka przykładów symbiozy architektury i luksusu. Moda, owoc kreatywności twórców, jest dziś honorowana na równi ze sztuką. Otwarcie Muzeum Gucci we Florencji było jednym z najważniejszych wydarzeń muzealnych we Włoszech; suknie Balenciagi również doczekały się ekspozycji w muzeum; większość europejskich marek motoryzacyjnych posiada muzea dokumentujące historię – np. spektakularne architektoniczne muzeum BMW w Monachium. W motywacji zakupu dóbr luksusowych odbija się dualizm dzisiejszej struktury społeczeństwa – z jednej strony ekonomiczna emancypacja i demokratyzacja życia politycznego, z drugiej – rosnąca potrzeba podkreślenia swojej roli, przynależności do określonego dziedzictwa i historii marki. Dobra luksusowe stały się emblematem, współczesnym odpowiednikiem arystokratycznego tytułu. Z tego mechanizmu doskonale zdaje sobie sprawę jedna z najważniejszych osób świata mody – Frida Giannini (obecny Dyrektor Kreatywny Gucci). Dlatego osobiście nadzoruje przygotowanie kolekcji oraz kampanii reklamowych z udziałem ambasadorki Gucci – Księżniczki Monako Charlotte Casiraghi. Księżniczka w reklamie – czego więcej może chcieć marketer? Osoba księżniczki prowadzi nas do kolejnej płaszczyzny tworzenia tożsamości marki – ambasadorów.

## 5. Konfrontacje gwiazd

Konsumpcja dóbr luksusowych ma dwa aspekty. Indywidualny – nabywca poszukuje wysokiej jakości, wartości emocjonalnej, spełnienia marzeń. Ale jest też druga płaszczyzna – społeczna. Marka powinna konstytuować i sytuować swojego nabywcę tak wysoko, żeby był skłonny zapłacić wysoką cenę. W ortodoksyjnym ujęciu marketingowym produkt powinien być pokazywany jako wiodący podmiot komunikacji reklamowej bez interferencji wprowadzanych przez obecność w reklamie rozpoznawalnych osób. Odzwierciedlenie tego mechanizmu rzeczywiście znajdziemy

np. w reklamach samochodów, chociaż już mechanizm lokowania produktu Astona Martina w filmie „Casino Royale” z Danielem Craigiem trudno uznać za ekspozycję *stricte* produktową. Jednak rynkiem, na którym „gwiazdne wojny” są szczególnie spektakularne, jest moda, biżuteria i zegarki. Wystarczy skonfrontować listę ambasadorów marek Omega, Rolex i Tag Heuer, żeby uznać, że w tej branży posiadanie ambasadora to warunek niemal *sine qua non*. Listę wybranych ambasadorów zaprezentowano w tabeli 2.

**Tabela 2. Aktualna lista ambasadorów (wybór)**

Omega	Rolex	Tag Heuer
George Clooney	Hermann Maier	Cameron Diaz
Nicole Kidman	Lindsey Vonn	Maria Sharapova
Cindy Crawford	Roger Federer	Leonardo DiCaprio
James Bond	Caroline Wozniacki	Steve McQueen
Daniel Craig	Placido Domingo	Jenson Button
Michael Phelps	Diana Krall	Alain Prost
Buzz Aldrin	Ana Ivanovic	Juan Manuel Fangio

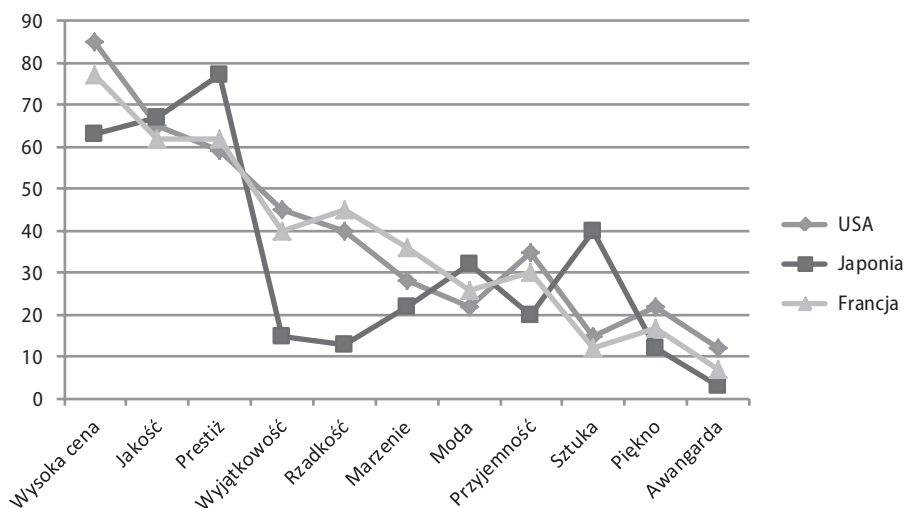
Źródło: [www.omegawatches.com](http://www.omegawatches.com), [www.rolex.com](http://www.rolex.com), [www.tagheuer.com](http://www.tagheuer.com).

Jednak graczem, który najsilniej i najskuteczniej operuje mechanizmem ambasadora marki, jest najbardziej wartościowa modowa marka – Louis Vuitton (wartość 23 577 milionów USD według rankingu Interbrand 2012). Wystarczy tylko kilka nazwisk aby ocenić rozmach LV – Madonna, Angelina Jolie, Bono, Keith Richards, Michał Gorbaczow i wiele innych osób reprezentujących świat sztuki i polityki. Przy takim portfolio gwiazd nie może dziwić fakt, iż w paryskim sklepie Louis Vuitton trzeba czasem czekać na sprzedawcę. Po prostu chętnych jest więcej, niż można obsłużyć. Konsekwentnie wysoka pozycja tej marki w rankingu Interbrand jest dobitnym dowodem na to, że klienci pożądamy toreb i akcesoriów z monogramem LV bez względu na region geograficzny. Oczywiście tak jak dla pozostałych rodzajów dóbr luksusowych, największą dynamikę wzrostu możemy zaobserwować na rynkach Azji. Czy jednak wszyscy konsumenci, nabywając dobra luksusowe, szukają tych samych atrybutów? Czy liczy się tylko aspekt utylitarny, czy coś więcej?

Kreacje *haute couture* największych projektantów rzadko są praktyczne, ale są spektakularnie piękne, niemal operowe. Są również samochody bardziej komfortowe od Ferrari. Ale czy dla użytkowników jest to ważne? Dobro luksusowe jest odpowiedzią nie na potrzeby użytkowe, ale na marzenia konsumenta. Magia luksusu polega na byciu Kimś, a nie na samym posiadaniu materialnego dobra. Wysoka cena

i luksus nie są synonimami. Potrzebna jest jeszcze wartość symboliczna i społeczna – dopiero wówczas marzenia konsumenta się realizują. Czego konkretnie szukają klienci dóbr luksusowych? Czy atrybuty luksusu mają już globalny i uniwersalny charakter? Odpowiedź na to pytanie znajdziemy na rysunku 1 i w tabeli 3.

**Rysunek 1. Atrybuty dóbr luksusowych na poszczególnych kontynentach**



Źródło: J.N. Kapferer, V. Bastien, *The Luxury Strategy. Break The Rules Of Marketing To Build Luxury Brands*, Kogan Page, London, Philadelphia, New Delhi 2009, s. 115.

**Tabela 3. Preferowane marki luksusowe na poszczególnych kontynentach**

Japonia		USA		Europa	
Rolex	40,9%	Rolex	39,3%	Armani	21,6%
Hermes	31,1%	Tiffany	32,6%	Chanel	20,1%
Bulgari	30,2%	Calvin Klein	27,3%	Calvin Klein	18,1%
Gucci	29,1%	Gucci	25,7%	Hugo Boss	16,5%
Louis Vuitton	28,5%	Armani	25,5%	Dior	14,8%
Tiffany	27,6%	Tommy Hilfiger	25,1%	Rolex	12%
		Ralph Lauren	24,7%	Cartier	10%
		Cartier	24,4%	Gucci	10%

Źródło: M. Chevalier, G. Mazzalovo, *Luxury Brand Management. A World of Privilege*, John Wiley & Sons (Asia) Pte. Ltd., Singapore 2008, s. 168.

Jak widać, różnice geograficzne znajdują swoje odzwierciedlenie w percepcji luksusu. O ile jednak nabywcy wskazali na różne atrybuty, o tyle wśród preferowanych marek możemy mówić o uniwersalnym trendzie – na liście znajdują się niemal wyłącznie silne marki europejskie. Dziedzictwo i wizerunek marki odgrywają więc tutaj ważną rolę, nie wolno jednak zapominać o szerokiej linii produktowej. Realia biznesowe (transparentność spowodowana giełdą, oczekiwania akcjonariuszy *etc.*) sprawiają, że firmy z jednej strony chcą oferować produkty coraz droższe, z drugiej zaś rozumieją, że nierozsądnym byłoby zaniedbać tych, których nie stać na razie na najdroższe produkty, ale mogą być nabywcami mniejszych dóbr. To dlatego w ofercie Gucci znajdziemy torebkę za 2000 EUR, ale też szalik za 200 EUR. W ofercie marki Lexus znajdziemy flagowego Lexusa LS 600h z napędem hybrydowym w cenie ok. 600 000 PLN, ale ta sama marka mniej zamożnemu klientowi może zaoferować model CT 200h, również z napędem hybrydowym, za ok. 100 000 PLN. Oczywiście kluczową kwestią jest umiejętność utrzymania więzi z klientem i przekonanie go do kolejnych zakupów znajomej marki. Tutaj wielką rolę odgrywa jakość produktu oraz obsługa klienta, ale też silna marka pozwala na „rozciągnięcie” jej na tańsze produkty, bez ryzyka osłabienia wizerunku. Aspekt ten łączy się z kolejną cechą marketingu dóbr luksusowych – dłuższym cyklem życia produktu. O ile w branżach mocno wysublimowanych technologicznie (np. motoryzacja) trudniej o egzemplifikację tej reguły, to już np. w zegarkach i modzie utrzymywanie w sprzedaży modeli „klasycznych” jest rutynowym działaniem biznesowym. Również kolejne reinkarnacje modeli „vintage” na współczesny język estetyczny są skutecznym sposobem na podtrzymanie cyklu życia produktów, które na rynku są często od kilkudziesięciu lat (np. torebki Gucci). W sektorze dóbr FMCG kilkadziesiąt lat to po prostu kilka epok – w sektorach luksusowych czas płynie nieco wolniej. Natomiast bez względu na rodzaj i cenę produktu jednym z „*signum temporis*” jest zjawisko wszechobecności logo. Oczywiście stopień jego ekspozycji uwarunkowany jest charakterem produktu i potrzebami klientów. Interesującą rozpiętość w tej materii obserwujemy wśród firm modowych – wśród posiadaczek torebek Gucci czy Louis Vuitton znajdziemy osoby preferujące dyskretny monogram lub nawet jego brak, ale są też modele torebek na których zmultiplikowane logo jest głównym motywem stylistycznym. Wybór zależy nie tylko od preferencji estetycznych klientek, ale też od natężenia potrzeby asocjacji z marką. Wśród klientek marek luksusowych można też zaobserwować pewną dualność. Z jednej strony chcą być wyjątkowe, ale z drugiej – manifestują swoimi dobrami przynależność do określonej grupy społecznej. Chcą nosić rzeczy luksusowe, ale potrafią je łączyć z produktami marek ekonomicznych – ten trend widoczny jest w sektorze modowym. Tak zwany „total look” w jednej marce nie jest chwalony przez stylistów, ale już połączenie płaszczka Chanel i bluzki Zary – jak najbardziej tak.

## 6. Dystrybucja i reklama

Percepcja produktu luksusowego wykracza poza racjonalną ocenę jego wartości użytecznej. Do głosu dochodzą tutaj multisensoryczne doświadczenia, których potencjał najskuteczniej (transakcyjnie) można wykorzystać w miejscu sprzedaży. Trafnie spuentował ten aspekt Bernard Arnault z grupy LVMH, mówiąc: „Kto kontroluje sklepy – kontroluje wizerunek”. Nabywając dobro luksusowe klient chce przeżyć doznanie *quasi* mistyczne – chce poczuć, że obcuje ze świątynią luksusu, że każdy element wystroju jest owocem wysublimowanego designu i wreszcie, że może tu spotkać wpływowych i znanych ludzi. Zredukowanie procesu decyzyjnego wyłącznie do kwestii racjonalnych odebrałoby ogromną część tych doznań. Przecież sklep nie istnieje tylko po to, by sprzedawać – to miejsce powinno wzmacniać wizerunek marki. Dlatego takie lokalizacje, jak Via Montenapoleone w Mediolanie czy Plac Vendome w Paryżu, obfitują w sklepy luksusowych marek. To między tymi punktami migrują najzamożniejsi turyści demonstrujący z dumą sygnowane logotypami torby, z których każda pełni funkcję mini outdooru. W tych miejscach znajdujemy również akcenty artystyczne – wystawy Louis Vuitton wyglądają jak galerie sztuki, gigantyczne plazmy prezentujące pokazy w sklepach Gucci również przywodzą na myśl skojarzenia z centrami sztuki współczesnej. Marki luksusowe niezmiernie rzadko decydują się na obecność w sklepach multibrandowych – warunkiem musi być tutaj prestiż miejsca, np. Harrods w Londynie czy Bergdorf Goodman w Nowym Jorku. Podsumowaniem rozważań nad rangą dystrybucji jest siedem zasad sformułowanych przez Davida Arnolda.

## 7. Siedem zasad międzynarodowej dystrybucji Davida Arnolda<sup>7</sup>

1. Wybierz dystrybutorów. Nie pozwól, aby to oni wybrali ciebie.
2. Poszukuj dystrybutorów zdolnych do rozwijania rynku, a nie tych, którzy dysponują zaledwie kilkoma, i to dość oczywistymi, kontaktami do klientów.
3. Traktuj lokalnych dystrybutorów jak długoterminowych partnerów, a nie tymczasowe narzędzie przy wchodzeniu na rynek.
4. Wspieraj wejście na dany rynek, angażując pieniądze, menedżerów i sprawdzone pomysły marketingowe.

---

<sup>7</sup> D. Arnold, *Seven Rules of International Distribution*, „Harvard Business Review”, listopad–grudzień 2000, Harvard Business School Publishing Corporation.

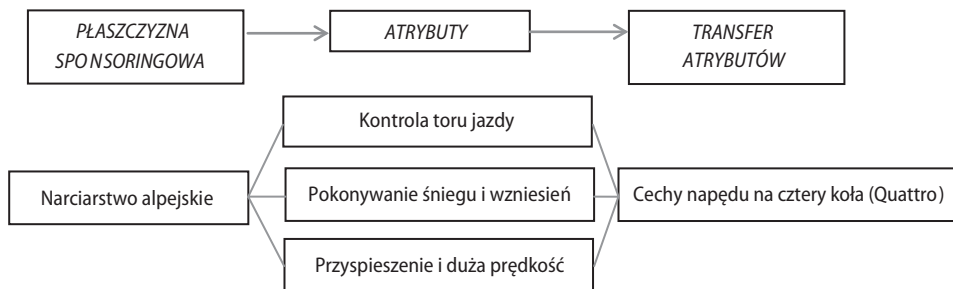
5. Od samego początku utrzymuj kontrolę nad strategią marketingową.
6. Upewnij się, że dystrybutorzy dostarczają ci szczegółowe dane rynkowe i finansowe na temat wyników.
7. Przy pierwszej nadarzającej się okazji stwórz powiązania pomiędzy krajowymi dystrybutorami.

W wiązce działań marketingowych niezwykle istotną rolę odgrywają działania reklamowe. Konstruowanie przekazu reklamowego dla marki luksusowej powinno spełniać kilka kryteriów. Po pierwsze, marka luksusowa nie powinna komunikować ceny produktu – informacja o cenie jest zadaniem sprzedawcy. Po drugie, powinna opowiedzieć nie tylko o produkcie, ale także o estetyce marki i kontekście. Przykładem takiej reklamy jest kampania Gucci z Charlotte Casiraghi, ale też regularne kampanie reklamowe pokazują wizualne spektrum marki. Kolejnym wyzwaniem jest kwestia osiągnięcia „ponadczasowości” przekazu. Dobra reklama powinna hołdować tożsamości marki i być aktualna także po latach. Analizując kampanie reklamowe największych domów mody, trudno czasami określić, czy dany trend i wizualizacja są nowe, czy też zostały przepracowane z dawnych wzorów i kampanii.

Działaniami wspierającymi reklamy są często aktywności sponsoringowe. Tutaj znowu najważniejszy nie jest zasięg, lecz kontekst. O ile dla firm modowych naturalna jest prezentacja kolekcji podczas tzw. tygodni mody odbywających się wiosną i jesienią, o tyle np. sektor motoryzacyjny nie może polegać tylko na kalendarzu salonów motoryzacyjnych w Genewie, Paryżu, Frankfurtu i Detroit. Są to bowiem wydarzenia multimarkowe i trudno jest przekazać wszystkie atrybuty konkretnej marki. Działania sponsoringowe natomiast dają taką możliwość.

Przykładem inteligentnego komunikowania cech produktu przy jednocześnie trafnym doborze grupy docelowej jest sponsoring Pucharu Świata w narciarstwie alpejskim przez Audi Quattro.

**Rysunek 1. Przekaz sponsoringowy marki Audi**



Źródło: opracowanie własne.

## 8. Obecność w Internecie

Mówiąc o obecności marek w przestrzeni cyfrowej trzeba zauważyć, że swoistą cezurą było pojawienie się i dynamiczny rozwój mediów społecznościowych. Jeszcze do niedawna ostrożne w aktywności internetowej marki luksusowe dziś prezentują *online* całą ofertę produktową wraz z transparentnymi cenami dla poszczególnych rynków ([www.gucci.com](http://www.gucci.com)). Jednocześnie w przesyłanych newsletterach przekazują informacje o sezonowych obniżkach, nowych produktach *etc.* Wchodząc do przestrzeni społecznościowej, marki luksusowe podjęły odważną decyzję – Facebook to medium dwukierunkowe, można w nim powiedzieć to, co się chce oraz usłyszeć czasem to, czego się nie chce. Facebook oznacza częściową utratę kontroli nad jednym z mediów kształtujących wizerunek. Jest jednak wspaniałym narzędziem gromadzenia opinii, budowania dramaturgii premier i konsolidowania wielbicieli marki. Prezentacja nowego modelu Lexusa w Detroit była jednym z przebojów na europejskiej witrynie tej marki, podobnie transmisje pokazów Gucci z Mediolanu elektryzują wielbicieli marki na całym świecie. Jaka jest przyszłość? Przyszłością jest jeszcze szybsza transmisja danych, pełna integracja funkcji teleinformatycznych w tabletach i telefonach oraz, oczywiście, 3D. Zaprezentowane ostatnio na targach elektronicznych ekrany sterowane ruchem powiek i głosem również kreują wspaniałe możliwości tworzenia ambientowych działań komunikacyjnych.

## 9. Konwergencja strategiczna – Apple

Coraz więcej marek masowych próbuje przejmować instrumenty marketingowe typowe dla marek luksusowych. Swoich ambasadorów mają farby do włosów i linie lotnicze, producenci kawy i hotele. Marką, która wykorzystała niemal pełne instrumentarium w osiągnięciu masowego sukcesu, jest Apple (nr 2 na liście Interbrand 2012 – 76 568 milionów USD). To w działaniach tej marki znajdziemy konsekwencję i znane nam już składniki optymalnej wiązki marketingowej<sup>8</sup>:

- charyzmatyczny lider i twórca,
- wysublimowany design produktów,
- spektakularne premiery produktów z udziałem lidera firmy,
- wyrafinowane stylistycznie sklepy,

---

<sup>8</sup> J.N. Kapferer, V. Bastien, *The Luxury Strategy. Break The Rules Of Marketing To Build Luxury Brands*, Kogan Page, London, Philadelphia, New Delhi 2009, s. 285–286.

- brak standardowej reklamy w TV,
- koncentracja najpierw na najbardziej opiniotwórczych grupach odbiorców: świat sztuki, reżyserzy, fotograficy, modelki, aktorki *etc.*,
- holistyczna tożsamość / świat marki,
- wyjście poza *stricte* funkcjonalną sferę – produkty Apple to symbol przynależności do określonej grupy społecznej,
- brak demonstracyjnie komunikowanych działań wyprzedających.

Historia Apple nie jest oczywiście łatwa do skopiowania, ale możemy postawić tezę o możliwej „demokratyzacji” działań komunikacyjnych, zastrzeżonych niegdyś dla marek luksusowych. Konfrontacja Apple z pozostałymi gigantami branż technologicznych może być w przyszłości ciekawym polem do obserwacji. Namiastkę tego pojedynku obserwowaliśmy na rynku aparatów komórkowych, kiedy LG nawiązało współpracę z domem mody Prada, a Giorgio Armani sygnował telefon Samsunga. Precedens już się dokonał. Silna osobowość lidera wzmacnia tożsamość marki.

## 10. Znaczenie osobowości w kreowaniu marki luksusowej

Stwierdzenie, że markę tworzą ludzie, jest niemal truizmem, jednak szczególnie dobitnie powinno wybrzmieć podczas charakterystyki procesu tworzenia tożsamości marki luksusowej. Sektor dóbr luksusowych bez silnych osobowości po prostu nie istnieje. Te osobowości potencjalny nabywca „spotyka” wszędzie, przede wszystkim na poziomie:

- twórców marki (Guccio Gucci, Louis Vuitton),
- dyrektorów kreatywnych / projektantów (Frida Giannini – Gucci, Marc Jacobs – Louis Vuitton),
- ambasadorów marki,
- prominentnych klientów (gwiazdy *etc.*),
- doskonale wyszkolonych sprzedawców,
- menedżerów potrafiących połączyć dyscyplinę biznesową ze znajomością trendów socjologicznych i psychologicznych,
- rzemieślników gwarantujących ręczne wykonanie wyrobów,
- prezesów będących ambasadorami swoich firm (François Pinault – PPR Gucci, Bernard Arnault – LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton).

Sama technologia, kapitał i procedury to za mało, aby zbudować markę luksusową. Dobro luksusowe nie może być postrzegane tylko jako bezosobowe przedsięwzięcie biznesowe – jego nabywca oczekuje mitu i dziedzictwa marki oraz osób, z którymi mógłby się utożsamiać lub do których mógłby aspirować. Sektor dóbr luksusowych



jest więc sektorem również humanistycznym. Szczególną emanacją tego nurtu jest zaangażowanie marek luksusowych w działania charytatywne. Kontrast pomiędzy luksusem a biedą nie przeszkadza marce Gucci współpracować z UNICEF (od 2005 roku), produkować specjalne wersje torebek, z których dochód przekazany jest tej organizacji czy też organizować wydarzeń dedykowanych tej współpracy. Przedsiębiorstwa z sektora dóbr luksusowych oraz ich liderzy muszą być (autentycznie) odpowiedzialni społecznie, jeśli chcą liczyć na akceptację. Dlatego płaszczyzna charytatywna nie jest dla nich żadną marketingową ekstrawagancją lecz powinnością.

Podsumowując kwestię wpływu osobowości na markę, warto raz jeszcze zacytować Toma Forda (cytat oryginalny): „A designer gives a company personality. At this point in time we make 5 000 products at Gucci. I sketch everything that comes down the runway, but I don't sketch every one of the 5 000 products. But I say "yes, no, yes, no, I hate it, I love it". All those decisions, my saying "yes" and "no" for the last seven years is what has made Gucci Gucci. I think that you have to have a personality at a brand – otherwise, it's just clothes”<sup>9</sup>.

## 11. Podsumowanie

Powyższa charakterystyka budowy tożsamości marki w sektorze dóbr luksusowych nie wyczerpuje wszystkich zagadnień związanych z tym procesem. Na osobne opracowanie zasługuje np. temat tak ważki, jak zarządzanie bezpieczeństwem i ochrona marki. Przeanalizowane płaszczyzny działań ilustrują jednak wyraźnie wyjątkowość i wyrafinowanie działań marek luksusowych. Oczywiście każdy mistrz może spotkać swoją „biznesową Nemezis”. Marki masowe mogą sięgać do arsenału zastrzeżonego dotychczas dla marek luksusowych. Możliwe więc, że będziemy mogli obserwować dalszą sublimację aktywności sektora luksusowego, który nie pozwoli na to, by marki masowe zajęły jego miejsce w świadomości konsumentów. W świadomości i w portfelu.

## Bibliografia

1. Aaker D.A., *Building Strong Brands*, Free Press, New York 1995.
2. Arnold D., *Seven Rules of International Distribution*, „Harvard Business Review”, listopad–grudzień 2000, Harvard Business School Publishing Corporation.

---

<sup>9</sup> Tom Ford, Rizzoli International Publications, 2008, s. 183.

3. Chevalier M., Mazzalovo G., *Luxury Brand Management. A World of Privilege*, John Wiley & Sons (Asia) Pte. Ltd., Singapore 2008.
4. *Gucci: The making Of*, Rizzoli International Publications, New York 2011.
5. Kall J., Hajdas M., *Zarządzanie Portfelem Marek*, Oficyna Wolters Kluwers, Warszawa 2010.
6. Kapferer J.N., Bastien V., *The Luxury Strategy. Break The Rules Of Marketing To Build Luxury Brands*, Kogan Page, London, Philadelphia, New Delhi 2009.
7. Keller K.L., *Strategiczne zarządzanie marką*, Oficyna Wolters Kluwer business, Warszawa 2011.
8. Kotler P., Keller K.L., *Marketing*, Rebis, Poznań 2012.
9. *Tom Ford*, Rizzoli International Publications, 2008.

# Summary

*Hubert Słubik*

## **The Role of Accumulation of Capital in the Process of Economic Growth – on the Margin of the Austrian Approach**

Rothbard based his theory of accumulation of capital in 100% on Hayek's pyramid of production, called also the Hayek triangle. The approach as a matter of principle is correct, however the lack of dynamic treatment considering all the laws of economics made this theory imperfect at the least. Production dynamised over time with the simultaneous consideration of all the economic laws lets the theory of pyramid explain in which way the economic growth becomes an automatic and effective mechanism. Nevertheless, such an approach still possesses the hallmarks typical only of the Austrian school.

*Marek Lusztyn*

## **Value at Risk Model with Consideration of Speculation Bubbles as Exemplified by the Polish Stock Market**

The changes in supervision regulations within Basel 2.5 caused by the financial crisis led to the increase in the market risk financial requirements, but did not solve the weaknesses of the VaR models themselves. The present article is aimed at the analysis of an alternative Bubble VaR model and the comparison of it with a selected traditional VaR model on the example of historic data with regard to the Polish stock market. The analysis focuses on two aspects: the accuracy of forecasts of the Bubble VaR model in comparison with the selected traditional VaR model and the volume of regulatory capital to cover the market risk from both models. The results of backtesting of both models in the period of crisis did not give rise to reject the Bubble VaR model, unlike the traditional VaR model which was not able to meet minimum qualitative supervision requirements. The results allow for the conclusion that the BuVaR model is too conservative in the examined case, which questions the effectiveness of the use of the examined model from the point of view of bank capital management.

*Tomasz Hassa*

## **The State and Prospects for Development of Mobile Retail Banking in Poland**

The aim of this article is to describe the current state of mobile retail banking in Poland and the determinants of its development. The research method includes an analysis of secondary sources, i.e. book publications, reports and studies as well as websites devoted to mobile banking. The author also makes use of his own knowledge resulting from practical experience acquired during his career. Despite high popularity of mobile banking in the bank offers, the use of these services was declared only by 6% of the respondents with 365 declaring their interest in using it. The further development of mobile banking in Poland will depend on:

1. Mobile telephony saturation and the size of smartphone market.
2. Popularity and cost of using mobile Internet.
3. Changes in customer behaviour.
4. Promotion of mobile banking among banks and customers.
5. Mobile banking security.
6. Benefits from mobile banking for customers – value added.
7. Usefulness of mobile banking solutions (user's interface).

*Agnieszka Kowalczyk*

## **EMIR Regulation and Banks on the Non-regulated Market of Derivative Instruments in Poland**

The turnover of derivative instruments outside the regulated market is currently at the turning point as a result of introduction of requirements and operational rules of the turnover in the whole European Union. The article analyses the impact of duties imposed by the European Market Infrastructure Regulation on banks in Poland. It discusses the changes affecting a non-regulated market of derivative instruments from the point of view of these entities, what direction of development banks may decide to follow and how it will affect the cost of their activity. The article is aimed at answering the question whether these changes will allow for the reduction in the most important kind of risk connected with their operation on the market of derivative instruments on this territory as well as better management or lead to the desire to avoid new burdens at the expense of raising the risk.

*Dariusz Urban*

## **Financial Results of State Property Funds and Their Investment Portfolio. Empirical Analysis**

The article focuses on the problems of state property funds. In the Polish environment the issue of state property funds, in particular in the financial dimension, is still a relatively poorly described and examined area. The article is aimed at the attempt to fill in, at least partially, the gap in the knowledge of the relation between the rates of return achieved by the selected state property funds and groups of invested assets, the size of funds and the period of operation. The value added which this article contributes to the Polish literature on the state property funds is two-dimensional. On the theoretical plane, it is the first complex analysis of Polish scholarly articles on the state owned property funds. While on the empirical plane, in view of the knowledge possessed by the author, it is the first attempt to analyse the correlations between the rates of return achieved by the selected state property funds and the size of funds, the period of operation on the market as well as the structure of the investment portfolio.

*Zdzisław Leszczyński*

## **Valuation of Corporate Financial Growth**

The object of interest is a valuation of corporate financial growth understood as changes of its financial condition over time. Three simple models are presented: one discriminatory and two indicative models allowing for the synthetic assessment of the changes. The models have been verified on the basis of the selected data reported by two companies of a different financial condition.

*Marta Grzegorzcyk*

## **Intangible Components of Corporate Value. Characteristics and Significance**

The article tackles the problem of a growing impact of intangible assets on the corporate growth value. Nowadays, it is the state and quality of intangible assets that decide about business growth potential as it is the intangible assets that constitute the basic construction material of key competences. And on the basis of the competence gap the corporate competitive position may be determined both in the absolute

and relative dimension. The value created by the human capital in a given period through the accumulation of value, improves the corporate intangible assets such as brand, technology, relations and reputation. The article is based on the classification of intangible assets made by Grzegorz Urbanek, and on Ryszard Kłeczek's model of market assets. The author assumes (following Ryszard Kłeczek) that marketing decisions translate directly into a faster market penetration, higher price premium and also a higher market share as well as more effective brand extension, lower sales and servicing costs, better loyalty and more frequent repurchasing made by customers. Moreover, as a consequence of market results, a value is created for shareholders through acceleration of cash flows, increasing cash flows, reducing cash flow risk as well as increasing the residual value of cash flows. Thus, following Peter Doyle: if marketing managers are able to show that their activities contribute to the growth of value for shareholders, their marketing departments will obtain more respect from management boards.

*Katarzyna Zasiewska*

### **Accounting Policy of Entities Completing Projects Co-financed from the European Union Structural Funds**

The problem of using structural funds by entities is strongly connected with the accounting system as it is the accounting that provides appropriate tools and information allowing for the correct settlement of the projects co-financed from the European Union funds, their monitoring, verification and assessment. The article gives a synthetic presentation of the most important areas requiring settlement of the beneficiary's accounting policy, which – constituting the major document describing for example the methods and tools determining the completion of the concept of accurate and reliable image of the entity – is subject to verification with regard to ensuring an appropriate course, settlement and durability of subsidy. The article discusses the major areas of indispensable adjustments of accounting policy with particular focus on corporate account plans and internal procedures to correctly settle and control the use of the Union funds. Moreover, it indicates the most important areas of the registration system which may give rise to irregularities and financial sanctions imposed on the beneficiaries of the union funds.

*Magdalena Walczak*

## **Born Globals. The Theory of Early Corporate Internationalisation**

The article presents concepts of an early corporate internationalisation in the context of the gradual internationalisation theory. It confronts the theory of the born global with the business practice and indicates to which degree the early internationalisation is shared by Polish companies and presents possible changes in the corporate internationalisation. The distinction of the term born global is an answer to empirically indicated companies which do not follow the way of gradual internationalisation. The article points to the multitude of terms and definitions, which hinders in particular the comparison of works of different authors. Nevertheless, it claims that the phenomenon of companies „global since the beginning” refers also to Poland. The results of research of several authors have been compared. The theory of the born global should not be perceived as a counterproposal in relation to the theory of stage internationalisation. Early internationalisation is one of possible strategies chosen by the company besides the stage internationalisation and reversed internationalisation.

*Przemysław Pater*

## **Establishing the Identity of Luxury Brand. Selected Aspects**

The article describes the cultural and sociological bases of luxury and its impact on brand identity. Identity expresses the tangible and intangible values of the brand. It comes from the roots and heritage of the brand. Luxury is closely interlinked with art – rational aspects are not key the drivers of purchase, that is why traditional marketing tools should not be applied to luxury brands. Great luxury holdings like LVMH or PPR use very refined marketing instruments to reinforce their brands (cooperation with artists and famous architects, brand ambassadors, focus on aesthetic aspects, spectacular events, charity activities and others). Each luxury brand tries to create its own unique universe. The mythical value of the brand is what the customer expects.