

STUDIA I PRACE

Kolegium  
Zarządzania  
i Finansów

ZESZYT NAUKOWY 132



STUDIA I PRACE

Kolegium  
Zarządzania  
i Finansów

ZESZYT NAUKOWY 132

SZKOŁA GŁÓWNA HANDLOWA W WARSZAWIE



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

dr hab. Ryszard Bartkowiak, prof. SGH – przewodniczący

dr Piotr Wachowiak – vice przewodniczący

prof. dr hab. inż. Jan Adamczyk

dr hab. Stefan Doroszewicz, prof. SGH

prof. dr hab. Jan Głuchowski

prof. dr hab. Małgorzata Iwanicz-Drozdowska

prof. dr hab. Jan Kaja

dr hab. Jan Komorowski, prof. SGH

prof. dr hab. Tomasz Michalski

prof. dr hab. Zygmunt Niewiadomski

prof. dr hab. Jerzy Nowakowski

prof. dr hab. Janusz Ostaszewski

dr hab. Wojciech Pacho, prof. SGH

dr hab. Piotr Płoszajski, prof. SGH

prof. dr hab. Maria Romanowska

dr hab. Anna Skowronek-Mielczarek, prof. SGH

prof. dr hab. Teresa Słaby

prof. dr hab. Marian Żukowski

**Redakcja językowa**

Magdalena Kot

**Redakcja statystyczna**

Tomasz Michalski

**Redakcja tematyczna**

Małgorzata Iwanicz-Drozdowska (Finanse)

Wojciech Pacho (Ekonomia)

Piotr Płoszajski (Zarządzanie)

**Sekretarz redakcji**

Marcin Jakubiak

© Copyright by Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2013

**ISSN 1234-8872**

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

Nakład 270 egz.

**Szkoła Główna Handlowa w Warszawie – Oficyna Wydawnicza**

02-554 Warszawa, al. Niepodległości 162

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

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

**Projekt okładki, koordynacja wydawnicza**

Małgorzata Przestrzelska

**Skład i łamanie**

DM Quadro

**Druk i oprawa**

QUICK-DRUK s.c.

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

Zamówienie 208/XI/13

# Spis treści

Od Rady Naukowej .....	7
<i>Krzysztof Borowski</i> Analiza wybranych efektów sezonowości stóp zwrotu na przykładzie ceny złota w okresie 02.01.1990–31.01.2013 .....	9
<i>Piotr Misztal</i> Optymalny poziom rezerw walutowych w Polsce. Teoria i praktyka .....	31
<i>Monika Czerwonka, Rafał Buczkowski</i> Finanse kulturowe .....	55
<i>Michał Ostaszewski</i> Anioły biznesu jako oferenci kapitału dla finansowania przedsięwzięć o podwyższonym ryzyku .....	73
<i>Paulina Łaski-Spodar</i> Teoretyczne podstawy koncepcji tożsamości przedsiębiorstwa .....	89
<i>Maria Aluchna</i> Dobre praktyki spółek notowanych na GPW w Warszawie. Analiza zmian wprowadzonych w latach 2010–2012 .....	105
<i>Michał Rogatko</i> Rola i pozycja rady nadzorczej w spółkach giełdowych w Polsce .....	131
<i>Przemysław Pater</i> Konglomerat marek luksusowych w czasach kryzysu. Analiza działań grupy LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton w latach 2007–2010 .....	153
Summary .....	169



# 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.

Celem artykułu Krzysztofa Borowskiego jest zbadanie występowania wybranych efektów sezonowości w przypadku ceny złota, a w szczególności obliczenie średniej arytmetycznej i średniej geometrycznej stopy zwrotu dla tego instrumentu finansowego w poszczególne dni tygodnia, dni miesiąca oraz we wszystkich miesiącach roku. Teza sformułowana przez Autora głosi, że na rynku złota, podobnie jak w innych fragmentach rynku finansowego, a w szczególności na rynkach surowców (ang. *commodities*), występują efekty sezonowości, które mogą być wykorzystane przez inwestorów w procesie inwestowania lub budowy portfela inwestycyjnego. Badania zostały przeprowadzone dla kursu złota z London Metal Exchange w okresie 02.01.1990–31.01.2013.

Celem artykułu Piotra Misztala jest analiza problematyki optymalnego poziomu rezerw walutowych banku centralnego w Polsce. Autor podjął próbę udowodnienia tezy głoszącej, że dotychczasowy poziom rezerw walutowych w Polsce był wyższy od poziomu optymalnego, sugerowanego przez wskaźniki adekwatności rezerw walutowych.

Monika Czerwonka i Rafał Buczkowski w swoim artykule zaprezentowali koncepcje finansów kulturowych oraz opisali wpływ uwarunkowań kulturowych na różne aspekty działalności gospodarczej. Autorzy omówili istotę finansów kulturowych oraz scharakteryzowali podstawowe modele kulturowe Hofstede i Schwartza. Przedstawili również przykłady wpływu czynników kulturowych na strukturę rynków finansowych oraz przykłady zachowania się inwestorów i przedsiębiorstw w otoczeniu finansowym.

W swoim artykule Michał Ostaszewski przedstawił rozważania dotyczące aniołów biznesu jako oferentów kapitału dla finansowania przedsięwzięć o podwyższonym ryzyku. Autor opisał genezę powstania kapitałów podwyższonego ryzyka oraz istotę aniołów biznesu. W dalszej części artykułu skoncentrował się na procesie inwestycyjnym realizowanym przez anioły biznesu oraz sieciach przez nich tworzonych.

Celem artykułu Pauliny Łaski-Spodar jest usystematyzowanie terminologii dotyczącej zagadnienia tożsamości przedsiębiorstwa. Autorka scharakteryzowała istotę tożsamości przedsiębiorstwa. W tym celu omówiła definicje tożsamości przedsiębiorstwa. Na tej podstawie wyodrębniła wiodące grupy stanowisk dotyczące poruszanego zagadnienia, które następnie poddała analizie.

Maria Aluchna w swoim artykule dokonała analizy zmian w dokumencie *Dobre praktyki spółek notowanych na GPW w Warszawie*, wprowadzonych w latach 2010–2012, zawierającym rekomendacje sugerowane spółkom giełdowym w zakresie ładu korporacyjnego. Autorka opisała cele i idee dobrych praktyk ładu korporacyjnego. Scharakteryzowała również jego obszary, a także przedstawiła dobre praktyki ładu korporacyjnego w Polsce.

Rolą i pozycją rady nadzorczej w spółkach giełdowych w Polsce zajął się w swoim artykule Michał Rogatko. Autor zwrócił uwagę na to, że rola rady nadzorczej i jej wpływ na kształt nadzoru korporacyjnego zależy od wielu czynników. Są to przede wszystkim czynniki uniwersalne, dotyczące dużej liczby spółek (np. przepisy prawa, przygotowanie zawodowe kandydatów na członków rad nadzorczych), oraz czynniki związane z pojedynczymi spółkami (np. struktura akcjonariatu danej spółki).

Przemysław Pater w swoim artykule przedstawił analizę działań Grupy LVMH MOET HENNESSY LOUIS VUITTON jako konglomeratu marek luksusowych w okresie kryzysu, czyli w latach 2007–2010. Autor scharakteryzował kluczowe działania podejmowane przez Grupę oraz jej strategię, a także opisał możliwości i ograniczenia jej ekspansji.

Pozostajemy w przekonaniu, że prezentowane artykuły spotkają się z Państwa życzliwym przyjęciem oraz zainteresowaniem. Liczymy także na to, że staną się przyczynkiem do polemiki i dalszych owocnych badań, co byłoby szczególnie cenne.

Życzymy Państwu przyjemnej lektury.

W imieniu Rady Naukowej  
*Ryszard Bartkowiak*  
*Piotr Wachowiak*



# Analiza wybranych efektów sezonowości stóp zwrotu na przykładzie ceny złota w okresie 02.01.1990–31.01.2013

## 1. Wprowadzenie

Problemem efektywności rynków finansowych, a w szczególności rynków akcji, zajmowała się cała rzesza analityków, co w konsekwencji przerodziło się w całkiem pokaźny zestaw publikacji poświęconych temu zagadnieniu – literatura przedmiotu dotycząca występowania efektów sezonowości na rynkach towarów (ang. *commodities*) została omówiona w dalszej części niniejszego artykułu. Z uwagi na to, iż sam opis zjawiska sezonowości oraz występowania określonych efektów jest najlepiej opisany na rynkach akcji, pierwsza część artykułu zawiera przybliżenie problematyki zjawiska sezonowości właśnie na rynku akcji.

W wielu pracach empirycznych zajmujących się analizą szeregów czasowych stóp zwrotu i cen akcji stwierdzono występowanie statystycznie istotnych efektów kalendarzowych oraz efektów związanych z wielkością spółek. Efekty te noszą nazwę „anomalii”<sup>1</sup>, ponieważ ich występowanie świadczy przeciw efektywności rynku. Do grupy tzw. efektów kalendarzowych można zaliczyć m.in.<sup>2</sup>:

**Efekty dni tygodnia** – osiąganie niższych stóp zwrotu przez indeksy giełdowe w poszczególne dni tygodnia. Jedną z licznych prac poświęconych temu efektowi

---

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

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

jest opracowanie Y. Hirscha, który w wyniku badania zachowania się indeksu S&P 500 w okresie: czerwiec 1952 r.–czerwiec 1985 r., wykazał, że w 57% przypadków zamknięcie indeksu w poniedziałek było niższe od zamknięcia indeksu w poprzedzający go piątek (ang. *weekend efekt*). Z kolei w pozostałe dni tygodnia obserwowano tendencję do wyższego zamknięcia w stosunku do zamknięcia indeksu z dnia poprzedniego: wtorki – 43%, środa – 55,6%, czwartek – 52,6%, piątek – 58%<sup>3</sup>. Efekt dnia tygodnia na rynku amerykańskim został także zaprezentowany m.in. w pracach J. Jaffie, R. Westerfield, C. Ma<sup>4</sup>, K. French'a<sup>5</sup>, J. Lakonishok i E. Maberly<sup>6</sup>, a na rynkach zagranicznych m.in. przez K. Kato, S. Schwarz, W. Ziemba<sup>7</sup>. Na polskim rynku tego typu badania przeprowadził m.in. S. Buczek<sup>8</sup> oraz A. Szyszka<sup>9</sup>.

**Efekty miesięczne** – osiągnięcie przez portfel replikujący określony indeks giełdowy wyższych stóp zwrotu w poszczególnych miesiącach. Do najbardziej popularnych należy tzw. efekt stycznia, tj. tendencja do wzrostów indeksów giełdowych w pierwszym miesiącu roku. Efekt ten po raz pierwszy został zaobserwowany w 1983 r. przez D. Keima<sup>10</sup>. Na rynku brytyjskim występuje też tzw. efekt kwietnia<sup>11</sup>. Na polskim rynku wydawniczym dostępna jest książka J. Bernsteina, w której autor na podstawie analizy zachowań akcji na rynku amerykańskim w latach 1940–1989 podał zależności występujące pomiędzy stopami zwrotu w poszczególnych miesiącach<sup>12</sup>.

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

<sup>4</sup> J. Jaffie, R. Westerfield, C. Ma, *A twist on Monday effect in stock prices: evidence from the US and foreign stock markets*, „Journal of Banking and Finance” 1989, vol. 15, s. 641–650.

<sup>5</sup> K. French, *Stock returns and weekend effect*, „Journal of Financial Economics” 1980, vol. 8, s. 55–69.

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

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

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

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

<sup>10</sup> D. Keim, *Size-related anomalies and stock return seasonality: further empirical evidence*, „Journal of Financial Economics” 1983, vol. 12, s. 13–32.

<sup>11</sup> Omówienie tych efektów można znaleźć m.in. w pracach:

- M. Rozeff, W. Kinney, *Capital market seasonality: the case of stock returns*, „Journal of Financial Economics” 1976, vol. 3, s. 379–402. W okresie 1994–1974 średnia roczna stopa zwrotu indeksu giełdowego z równymi wagami spółek wchodzących w jego skład wynosiła 0,5%, podczas gdy w styczniu ukształtowała się na poziomie 3,5%.

- A. Corhay, G. Hawawini, P. Michel, *Stock market anomalies*, Cambridge University Press, Cambridge 1988. Autorzy wykazali, że najwyższa stopa zwrotu uzyskiwana przez ceny akcji spółek o małej kapitalizacji miała miejsce w maju.

<sup>12</sup> J. Bernstein, *Cykle giełdowe*, WIG-Press, Warszawa 1996.

Współczesne badania A. Gu<sup>13</sup> oraz W. Schwerta<sup>14</sup> wskazują, że w ostatnich dwóch dekadach XX w. zjawisko miesiąca roku było dużo słabsze, co mogłoby sugerować, że jego odkrycie i upowszechnienie w literaturze światowej przyczyniło się do wzrostu efektywności rynku.

**Inne efekty sezonowe** – np. tendencja do uzyskiwania przez indeksy giełdowe wyższych stóp zwrotu w pierwszej połowie miesiąca niż w drugiej<sup>15</sup>.

W literaturze przedmiotu można spotkać stwierdzenia, że o ile rynek akcji jest niejako predestynowany do występowania na nim szeregu anomalii, o tyle rynek walutowy jest rynkiem najbardziej efektywnym spośród wszystkich rynków<sup>16</sup>. Warto podkreślić, że zagadnieniu efektywności rynków towarów (ang. *commodities*) poświęcono znacznie mniej opracowań naukowych niż rynkowi akcji. Problematyka efektywności rynku towarów, a w szczególności rynku złota, została poruszona m.in. w opracowaniach C. Ball, W. Torous i A. Tschoegl<sup>17</sup> oraz C. Ma<sup>18</sup>, którzy wykazali istnienie efektu weekendowego. Do analogicznych wniosków doszli też E. Chang i C. Kim<sup>19</sup> oraz T. Chamberlain, S. Cheung i C. Kwan<sup>20</sup>, a także E. Johnston i W. Kracaw<sup>21</sup>. Z kolei badania przeprowadzone przez J. Coutts i M. Sheikh

---

<sup>13</sup> A. Gu, *The declining January effect: evidence from U. S. equity markets*, „Quarterly Review of Economics and Finance” 2003, vol. 43, no. 2, s. 395–404.

<sup>14</sup> W. Schwert, *Anomalies and market efficiency*, Simon School of Business Working Paper no. FR 02–13, 2002.

<sup>15</sup> Zagadnienie to zostało poruszone m.in. w pracach: R. Ariel, *A monthly effect in stock returns*, „Journal of Financial Economics” 1987, vol. 17, s. 174–181; C. Kim, J. Park, *Holiday effects and stock returns: further evidence*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1994, vol. 29, s. 145–157.

<sup>16</sup> K. Froot, R. Thaler, *Anomalies: foreign exchange*, „Journal of Economic Perspectives” 1990, vol. 4, s. 179–192.

<sup>17</sup> C. Ball, W. Torous, A. Tschoegl, *Gold and the weekend effect*, „Journal of Futures Markets” 1982, vol. 2, s. 175–182. Autorzy przeanalizowali stopy zwrotu z porannego i popołudniowego *fixing* cen złota na London Metal Exchange w okresie 1975–1979. Uzyskane wyniki wykazały występowanie istotnie statystycznych negatywnych stóp zwrotu w poniedziałki (ujemny efekt poniedziałkowy).

<sup>18</sup> C. Ma, *A further investigation of the day-of-the-week effect in the gold market*, „Journal of Futures Markets” 1986, vol. 6, no. 3, s. 409–419. Autor na podstawie stóp zwrotu z poniedziałkowego *fixing* cen złota dokonał podziału na dwa okresy; przed 1981 r. i po 1981 r. Pierwszy z okresów charakteryzował się występowaniem negatywnych stóp zwrotu we wtorki i pozytywnych w środy, podczas gdy w okresie po 1981 r. ujemne stopy zwrotu były charakterystyczne dla sesji poniedziałkowych i nie występowały już we wtorki.

<sup>19</sup> E. Chang, C. Kim, *Day of the week effects and commodity price changes*, „Journal of Futures Markets” April 1988, s. 229–241.

<sup>20</sup> T. Chamberlain, S. Cheung, C. Kwan, *Day of the week patterns in futures prices: some further results*, „Quarterly Journal of Business and Economics” 1988, vol. 29, s. 68–89.

<sup>21</sup> E. Johnston, W. Kracaw, *Day of the week effects in financial futures: an analysis of GNMA, T-bond, T-note and T-bill contracts*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1991, vol. 26, s. 23–44.

zaprzeczyły występowaniu efektu stycznia na rynku cen złota<sup>22</sup>. Również badania uzyskane przez H. Yu i T. Shih udowodniły brak występowania efektu weekendowego. Obaj autorzy wykazali jednak występowanie efektu pseudoweekendowego (ang. *pre-weekend effect*), tj. uzyskiwania nadwyżkowych stóp zwrotu na rynku złota w przypadku wydłużenia horyzontu inwestycyjnego z okresu: piątek–poniedziałek do czwartek–wtorek<sup>23</sup>. Praca E. Tully i B. Lucey’a dowiodła występowania znaczących ujemnych stóp zwrotu w poniedziałki, jednak tylko na rynku złota, ale nie na rynku kontraktów terminowych na cenę złota. Autorzy wykazali słabnięcie efektu poniedziałkowego na przestrzeni ostatnich lat, w których przeprowadzona została przez nich analiza<sup>24</sup>.

Celem artykułu jest zbadanie występowania wybranych efektów sezonowości w przypadku ceny złota, a w zwłaszcza obliczenie średniej arytmetycznej i średniej geometrycznej stopy zwrotu dla tego instrumentu finansowego w poszczególne dni tygodnia, dni miesiąca oraz we wszystkich miesiącach roku. Tezę artykułu można sformułować w sposób następujący: na rynku złota, podobnie jak w innych fragmentach rynku finansowego, a w szczególności na rynkach surowców (ang. *commodities*), występują efekty sezonowości, które mogą być wykorzystane przez inwestorów w procesie inwestowania lub budowy portfela inwestycyjnego.

Badania przeprowadzono dla kursu złota z London Metal Exchange w okresie od 02.01.1990–31.01.2013, tj. wykonano 5973 obserwacji w układzie dziennym, 1204 w układzie tygodniowym i 276 w układzie miesięcznym. Maksymalna dzienna stopa zwrotu dla ceny złota w tym okresie wynosiła 9,26%, a minimalna była ujemna i równa –7,52%. Średnia arytmetyczna stopa zwrotu ukształtowała się na poziomie: 0,0290% – dzienna, 0,1407% – tygodniowa i 0,6109% – miesięczna. W przypadku średnich geometrycznych stóp zwrotu otrzymane wyniki były następujące: 0,0238% – dzienna, 0,1156% – tygodniowa i 0,5115% – miesięczna.

Odchylenie standardowe dziennych arytmetycznych stóp zwrotu w analizowanym okresie było równe: 1,02184%. Współczynniki skośności i kurtozy dziennych arytmetycznych stóp zwrotu były równe odpowiednio: 0,03649211 i 7,23451155. Mediana dziennych arytmetycznych stóp zwrotu wynosiła w analizowanym okresie 0,0343%.

---

<sup>22</sup> J. Coutts, M. Sheikh, *The January effect and monthly seasonality in the All Gold Index on the Johannesburg Stock Exchange 1987–1997*, „Applied Economics Letters” 2000, vol. 7, s. 489–492.

<sup>23</sup> Autorzy tłumaczą występowanie tego efektu podwójną rolą, jaką pełni złoto na współczesnym rynku finansowym. Z jednej strony jest ono surowcem podobnym jak inne metale, z drugiej zaś strony wykorzystywane jest jako miernik wartości: H. Yu, T. Shih, *Oil, gold and weekend effect: a probability distribution approach*, Working Paper, University of Taiwan.

<sup>24</sup> E. Tully, B. Lucey, *Seasonality, risk nad return in daily COMEX gold and silver data 1982–2002*, IIIS Discussion Paper no. 57, Institute for International Integration Studies, Dublin 2003.

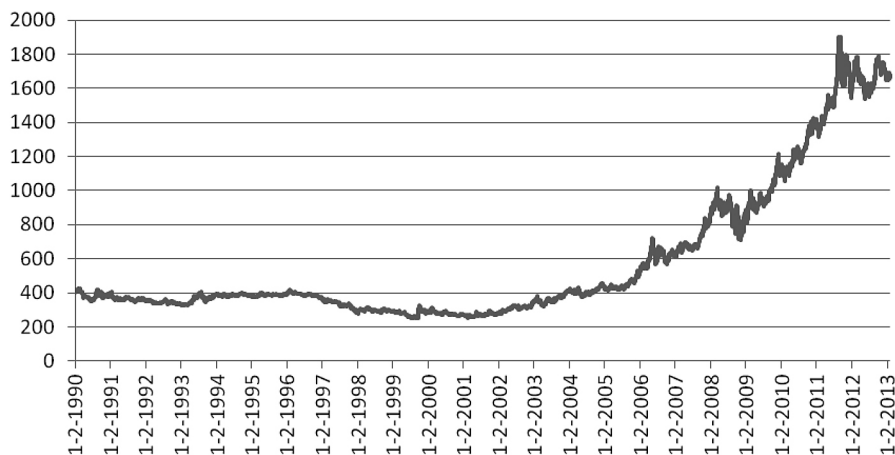
## 2. Wartości średnich stóp zwrotu w poszczególne dni tygodnia

Cenę złota w okresie 02.01.1990–31.01.2013 przedstawiono na rysunku 1, a dzienne stopy zwrotu na rysunku 2. Na uwagę zasługuje wysoka zmienność kursu z września 1999 r., lutego 2000 r., a także wysoka zmienność od września 2008 do marca 2009 r. Ostatni kryzys finansowy znalazł także swoje odbicie w dziennej zmienności kursu złota. Można to wytłumaczyć przepływem kapitałów z rynków kapitałowych na rynek towarowy (ang. *commodities*), a w szczególności na rynek metali szlachetnych, w tym na rynek złota. Średnia wartość arytmetycznych stóp zwrotu w poszczególne dni tygodnia została przedstawiona na rysunku 3, a geometrycznych stóp zwrotu na rysunku 4. Analiza średnich arytmetycznych i średnich geometrycznych stóp zwrotu w poszczególne dni tygodnia prowadzi do następujących obserwacji. W ciągu tygodnia średnia arytmetyczna i geometryczna stopa zwrotu były dodatnie w następujące cztery dni: wtorek, środa, czwartek i piątek. Najwyższa arytmetyczna stopa zwrotu wystąpiła w piątki i była równa 0,1132%. Na drugim i trzecim miejscu uplasowały się stopy zwrotu w środy i wtorki, które wyniosły odpowiednio: 0,0212% i 0,0136%. Średnia arytmetyczna stopa zwrotu w czwartki jest co prawda dodatnia i równa 0,0065%, ale była znacznie mniejsza od średniej arytmetycznej stopy zwrotu ze środy i wtorku. Średnia arytmetyczna stopa zwrotu w poniedziałki okazała się ujemna i równa  $-0,0263\%$ . Podobne zależności występują także w przypadku geometrycznych stóp zwrotu. Średnie dodanie geometryczne stopy zwrotu zostały odnotowane we wszystkie dni tygodnia za wyjątkiem poniedziałku i wyniosły: 0,0082% (wtorek), 0,0162% (środa), 0,0009% (czwartek) i 0,1076% (piątek). Średnia geometryczna stopa zwrotu liczona w poniedziałki była ujemna i równa  $-0,0314\%$ .

Tabela 1 zawiera średnie arytmetyczne stopy zwrotu w poszczególne dni tygodnia oraz informacje na temat odchylenia standardowego, skośności i kurtozy. Największa wartość odchylenia standardowego stóp zwrotu miała miejsce w czwartki – 1,0572%, a następnie w piątki – 1,0551%. Najmniejszą wartość odchylenia standardowego odnotowano w analizowanym okresie w środy – 1,0006%. Najwyższy dodatni współczynnik skośności został odnotowany dla piątkowego rozkładu stóp zwrotu – 0,60779, a w drugiej kolejności dla wtorkowego – 0,24023. Ujemny współczynnik skośności uzyskano dla poniedziałkowego, czwartkowego i środowego rozkładu stóp zwrotu, który ukształtował się na poziomie odpowiednio:  $-0,41812$ ,  $-0,27616$  i  $-0,03084$ . Analiza współczynnika kurtozy pozwala sformułować tezę, że rozkłady stóp zwrotu w poszczególne dni tygodnia są rozkładami leptokurtycznymi. Najwyższa

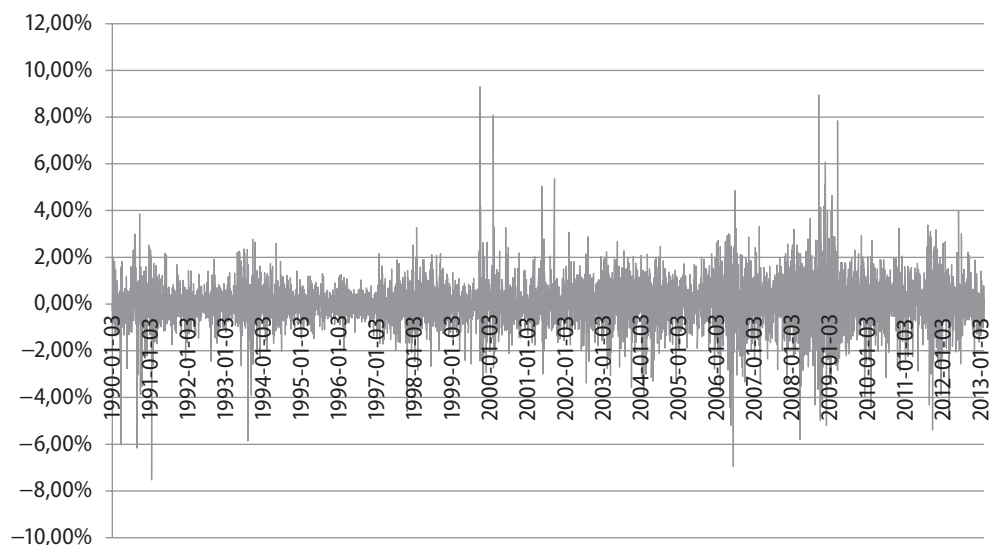
wartość współczynnika kurtozy odnotowana została dla rozkładu stóp zwrotu we środy – 8,26310, a najniższa dla poniedziałkowego rozkładu stóp zwrotu – 5,75307.

**Rysunek 1. Cena złota w okresie 02.01.1990–31.01.2013**



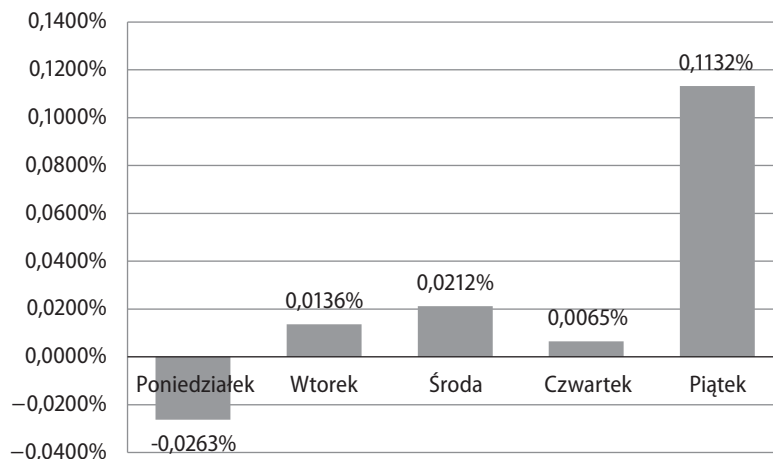
Źródło: opracowanie własne.

**Rysunek 2. Dienne stopy zwrotu ceny złota w okresie 02.01.1990–31.01.2013**



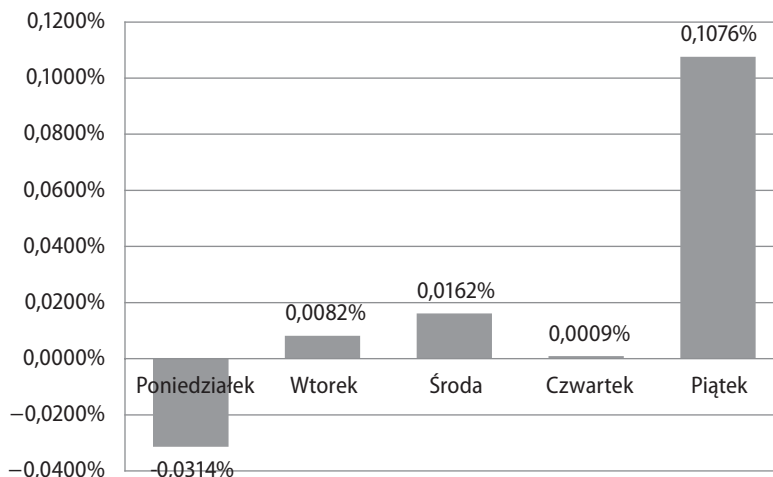
Źródło: opracowanie własne.

**Rysunek 3. Średnia arytmetyczna stopa zwrotu ceny złota w poszczególne dni tygodnia**



Źródło: opracowanie własne.

**Rysunek 4. Średnia geometryczna stopa zwrotu ceny złota w poszczególne dni tygodnia**



Źródło: opracowanie własne.

**Tabela 1. Wartości średniej arytmetycznej, odchylenia standardowego, skośności i kurtozy stóp zwrotu w poszczególne dni tygodnia**

	Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
Średnia arytmetyczna	-0,0263%	0,0136%	0,0212%	0,0065%	0,1132%
Odchylenie standardowe	1,0074%	1,0472%	1,0006%	1,0572%	1,0551%
Skośność	-0,41821	0,24023	-0,03084	-0,27616	0,60779
Kurtoza	5,75307	7,68265	8,26310	6,72711	6,56852

Źródło: opracowanie własne.

W tabeli 2 przedstawiono liczebność dodatnich i ujemnych arytmetycznych stóp zwrotu w poszczególne dni tygodnia. Najwyższą częstość występowania dodatnich stóp zwrotu odnotowano w piątki – 55,37%. Na drugim miejscu uplasowały się sesje środowe i poniedziałkowe, w czasie których stopa zwrotu wyniosła odpowiednio: 51,86% i 51,08%. Częstość występowania dodatnich stóp zwrotu we wtorki i czwartki była nieznacznie wyższa niż 50% i wyniosła odpowiednio: 50,04% i 50,38%.

**Tabela 2. Ilość i częstość występowania dodatnich i ujemnych arytmetycznych stóp zwrotu ceny złota**

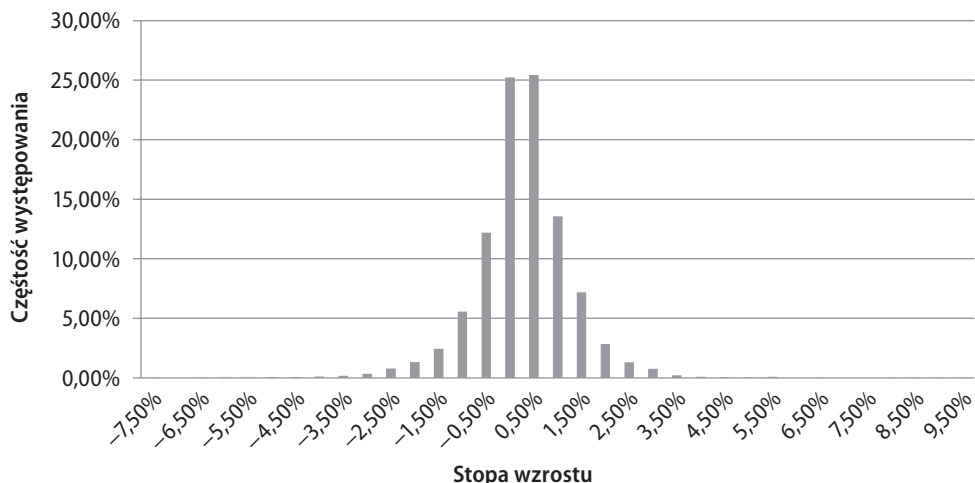
	Poniedziałek	Wtorek	Środa	Czwartek	Piątek
Dodatnie stopy zwrotu	566	593	614	591	629
Ujemne stopy zwrotu	542	592	570	582	507
Częstość występowania dodatnich stóp zwrotu	51,08%	50,04%	51,86%	50,38%	55,37%
Częstość występowania ujemnych stóp zwrotu	48,92%	49,96%	48,14%	49,62%	44,63%

Źródło: opracowanie własne.

Na rysunku 5 przedstawiono częstość występowania poszczególnych stóp zwrotu w przedziale od minus 7,5% do plus 9,5%, w którym szerokość przedziału wynosiła 0,5 p.p. Najliczniejszym przedziałem okazał się przedział od 0% do 0,5%, w którym odnotowano 25,42% wszystkich stóp zwrotu. Na drugim miejscu uplasował się przedział od minus 0,5% do 0,0%, gdzie zarejestrowano łącznie 25,23% wszystkich dziennych stóp zwrotu.



**Rysunek 5. Częstość występowania stóp zwrotu w przedziale  $(-7,5\%; 9,5\%)$  i szerokości przedziału 0,5 p.p.**



Źródło: opracowanie własne.

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

Średnie arytmetyczne i geometryczne stopy zwrotu zaprezentowano w tabeli 3 oraz na rysunkach 6 i 7. Średnie arytmetyczne stopy zwrotu były dodatnie w 20 dniach miesiąca, a geometryczne w 19. Ujemne stopy zwrotu w przypadku stóp arytmetycznych wystąpiły w 11 dniach, a w przypadku geometrycznych – w 12.

**Tabela 3. Średnie arytmetyczne i średnie geometryczne stopy zwrotu w poszczególne dni miesiąca (w %)**

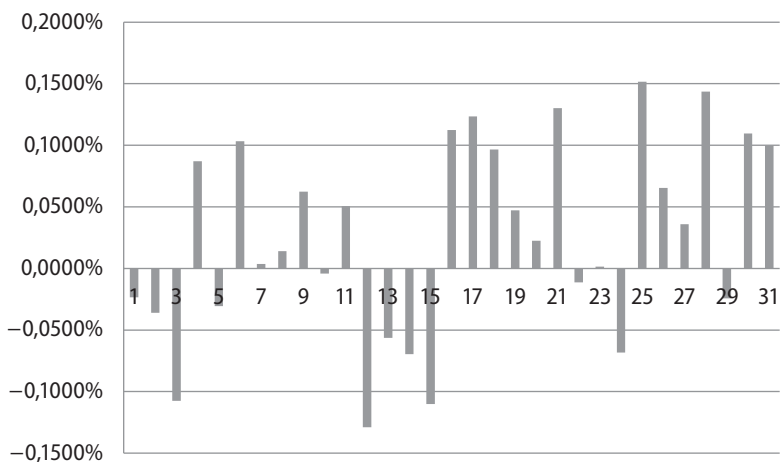
Dzień tygodnia	1	2	3	4	5	6	7	8
Geometryczna	-0,0235%	-0,0359%	-0,1074%	0,0871%	-0,0305%	0,1034%	0,0035%	0,0139%
Arytmetyczna	-0,0174%	-0,0306%	-0,1021%	0,0945%	-0,0247%	0,1081%	0,0088%	0,0185%
Dzień tygodnia	9	10	11	12	13	14	15	16
Geometryczna	0,0623%	-0,0042%	0,0507%	-0,1290%	-0,0564%	-0,0695%	-0,1101%	0,1124%
Arytmetyczna	0,0664%	0,0015%	0,0552%	-0,1241%	-0,0514%	-0,0649%	-0,1059%	0,1171%

Dzień tygodnia	17	18	19	20	21	22	23	24
Geometryczna	0,1235%	0,0966%	0,0471%	0,0224%	0,1301%	-0,0114%	0,0015%	-0,0684%
Arytmetyczna	0,1314%	0,1013%	0,0542%	0,0266%	0,1357%	-0,0075%	0,0076%	-0,0627%
Dzień tygodnia	25	26	27	28	29	30	31	
Geometryczna	0,1517%	0,0654%	0,0359%	0,1436%	-0,0243%	0,1096%	0,1001%	
Arytmetyczna	0,1549%	0,0706%	0,0413%	0,1503%	-0,0192%	0,1145%	0,1037%	

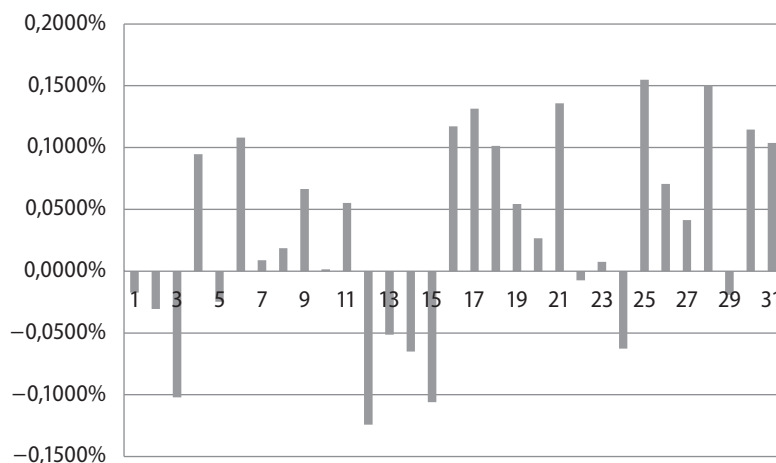
Źródło: opracowanie własne.

Najwyższa średnia dodatnia geometryczna i arytmetyczna stopa zwrotu przypadła na 25. dzień każdego miesiąca i wyniosła odpowiednio 0,1517% i 0,1514%. Na drugim miejscu wśród dodatnich stóp zwrotu, uplasowała się stopa zwrotu przypadająca na dzień 28. każdego miesiąca. Średnia dodatnia geometryczna stopa zwrotu w tym dniu miesiąca była równa 0,1436%, a arytmetyczna – 0,1503%. Z kolei najniższe ujemne stopy zwrotu miały miejsce w pierwszej połowie miesiąca i przypadły na dzień 12. każdego miesiąca. Średnia arytmetyczna stopa zwrotu w 12. dniu każdego miesiąca była równa: -0,1241%, a geometryczna: -0,1219%. W przypadku ujemnych stóp zwrotu, na drugim miejscu uplasowały się stopy zwrotu z 15. każdego miesiąca – średnia geometryczna i arytmetyczna stopa zwrotu w tym dniu miesiąca wyniosły odpowiednio: -0,1101% i -0,1059%.

**Rysunek 6. Średnia geometryczna stopa zwrotu ceny złota w poszczególne dni miesiąca**



Źródło: opracowanie własne.

**Rysunek 7. Średnia arytmetyczna stopa zwrotu ceny złota w poszczególne dni miesiąca**

Źródło: opracowanie własne.

**Tabela 4. Wartości i dni miesiąca, w których przypadają maksymalne i minimalne stopy zwrotu**

	Maksimum	Minimum	Dzień maksimum	Dzień minimum
Geometryczna	0,1517%	-0,1290	25	12
Arytmetyczna	0,1549%	-0,1241	25	12

Źródło: opracowanie własne.

**Tabela 5. Średnia arytmetyczna i geometryczna stopa zwrotu w I i II połowie miesiąca**

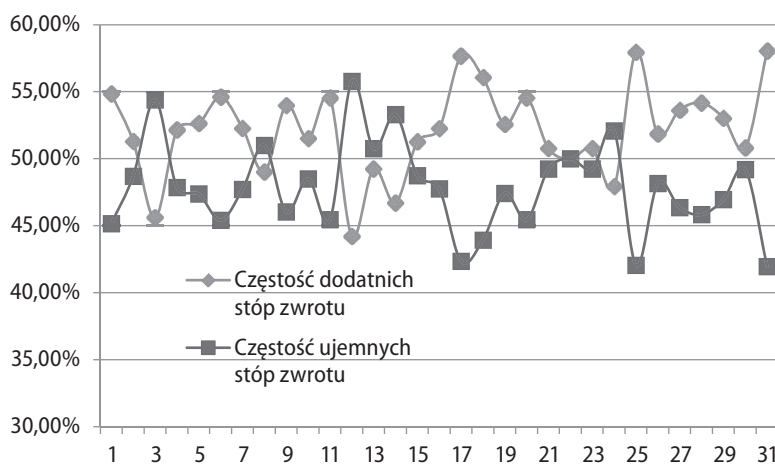
	Arytmetyczna	Geometryczna
I połowa miesiąca (1-15)	-0,1681%	-0,2456%
II połowa miesiąca (16-31)	1,1199%	1,0407%

Źródło: opracowanie własne.

Analizując skumulowane stopy zwrotu w pierwszej i drugiej połowie miesiąca, można zauważyć, że skumulowana stopa zwrotu w pierwszej połowie miesiąca była niższa od stopy zwrotu w drugiej połowie miesiąca (por. tabela 5). Skumulowana geometryczna stopa zwrotu w pierwszej połowie miesiąca była równa -0,2456%, podczas gdy w drugiej połowie wyniosła 1,0407%. W przypadku średnich arytmetycznych stóp zwrotu, w pierwszej połowie miesiąca były one równe -0,1681%, a w drugiej 1,1199%.

Na koniec można podać częstotliwość występowania dodatniej i ujemnej stopy zwrotu w danym dniu miesiąca. Najwięcej razy w analizowanym okresie dodatnia arytmetyczna stopa zwrotu wystąpiła w 31. dniu miesiąca (58,04%), a następnie w 25. dniu miesiąca (57,95%) oraz w 17. dniu miesiąca (57,65%). W przypadku arytmetycznych ujemnych stóp zwrotu najwięcej razy dodatnia stopa zwrotu pojawiła się w 12. dniu miesiąca (55,78%), a także w dniach 3. (54,40%) i 14. (53,30%) każdego miesiąca (por. rysunek 8).

**Rysunek 8. Częstość występowania dodatnich i ujemnych stóp zwrotu ceny złota w poszczególne dni miesiąca**



Źródło: opracowanie własne.

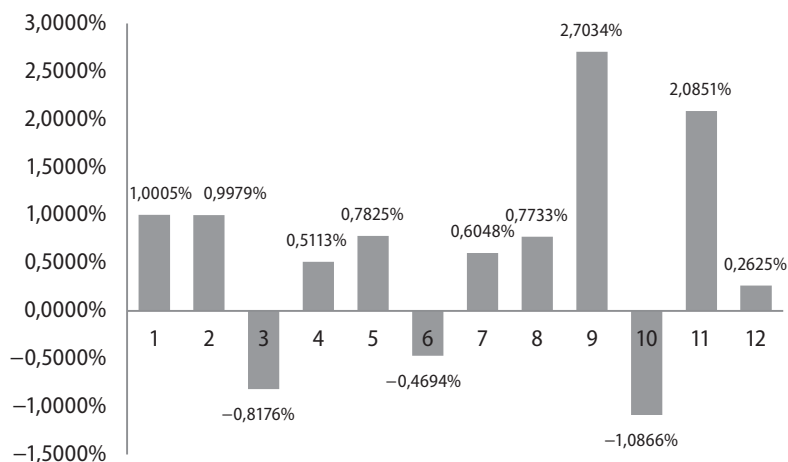
#### 4. Wartość średniej stopy zwrotu w poszczególnych miesiącach

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

Zarówno średnia arytmetyczna, jak i geometryczna stopa zwrotu była dodatnia w ciągu dziesięciu miesięcy, a ujemna jedynie w marcu, czerwcu i październiku. Najwyższą dodatnią stopę zwrotu dla obu rodzajów stóp odnotowano we wrześniu i wyniosła: 2,7034% w przypadku stopy arytmetycznej i 2,5575% dla stopy geometrycznej. Kolejnym miesiącem, kiedy odnotowane zostały najwyższe stopy zwrotu był listopad: 2,0851% (arytmetyczna) i 1,9869% (geometryczna). W przypadku arytmetycznych stóp zwrotu ich wartości ustaliły się parami na zbliżonym pozio-

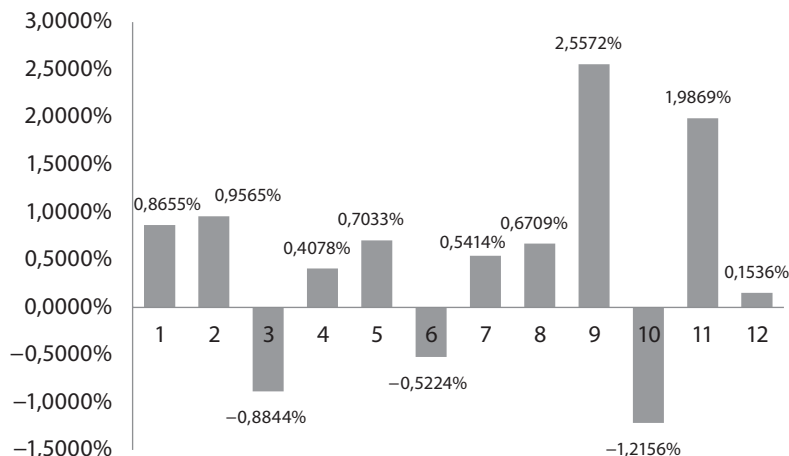
mie w miesiącach: styczeń i luty (odpowiednio: 1,0055% i 0,9979%), maj i sierpień (odpowiednio: 0,7825% i 0,7733%) oraz kwiecień i lipiec (odpowiednio: 0,5113% i 0,6048%). Stopy zwrotu w miesiącach kwiecień i grudzień uplasowały się na podobnym poziomie i wyniosły odpowiednio: 0,24% i 0,05%. Najniższa stopa zwrotu odnotowana została w miesiącu październiku i wyniosła  $-1,0866\%$ . Podobnie jak w przypadku średnich arytmetycznych stóp zwrotu, dla średnich geometrycznych stóp zwrotu, najwyższe ich wartości pojawiały się w miesiącach: wrzesień ( $2,5572\%$ ) i listopad ( $1,9869\%$ ). Średnia geometryczna stopa zwrotu uplasowała się na podobnym poziomie w następujących parach miesięcy: styczeń i luty (odpowiednio:  $0,8655\%$  i  $0,9565\%$ ), maj i sierpień (odpowiednio:  $0,4048\%$  i  $0,5414\%$ ) oraz kwiecień i lipiec (odpowiednio:  $0,4078\%$  i  $0,5414\%$ ). Najniższa średnia geometryczna stopa zwrotu miała miejsce w październiku  $-1,2156\%$ . Drugim najgorszym pod względem osiągniętych stóp zwrotu miesiącem był marzec – średnia geometryczna stopa zwrotu w tym miesiącu ukształtowała się na poziomie  $-0,8844\%$ . Średnia geometryczna stopa zwrotu w czerwcu również była ujemna i wynosiła  $-0,5224\%$ .

**Rysunek 9. Średnia arytmetyczna stopa zwrotu cen złota w poszczególnych miesiącach roku**



Źródło: opracowanie własne.

**Rysunek 10. Średnia geometryczna stopa zwrotu cen złota w poszczególnych miesiącach roku**



Źródło: opracowanie własne.

Przyjmując jako kryterium częstość występowania dodatnich arytmetycznych stóp zwrotu w poszczególnych miesiącach, na pierwszym miejscu uplasował się wrzesień (73,91%), na drugim miejscu był sierpień, kiedy to dodatnia stopa zwrotu miała miejsce w 65,22%. W sześciu miesiącach odnotowano częstość występowania dodatnich stóp zwrotu wyższą niż 50%. W przypadku sześciu miesięcy była ona mniejsza niż 50%: styczeń, lipiec, grudzień, czerwiec, październik i marzec. Najgorszym miesiącem, ze względu na częstość występowania ujemnych stóp zwrotu był marzec, kiedy to w 15 przypadkach na 23 odnotowano ujemną stopę zwrotu (65,22%). Drugim najgorszym miesiącem okazały się *ex aequo* czerwiec i październik – ujemna stopa zwrotu wystąpiła w 14 przypadkach na 23 (60,87%) (por. tabela 6 i rysunek 11).

**Tabela 6. Częstości występowania dodatnich stóp zwrotu na rynku złota w poszczególnych miesiącach**

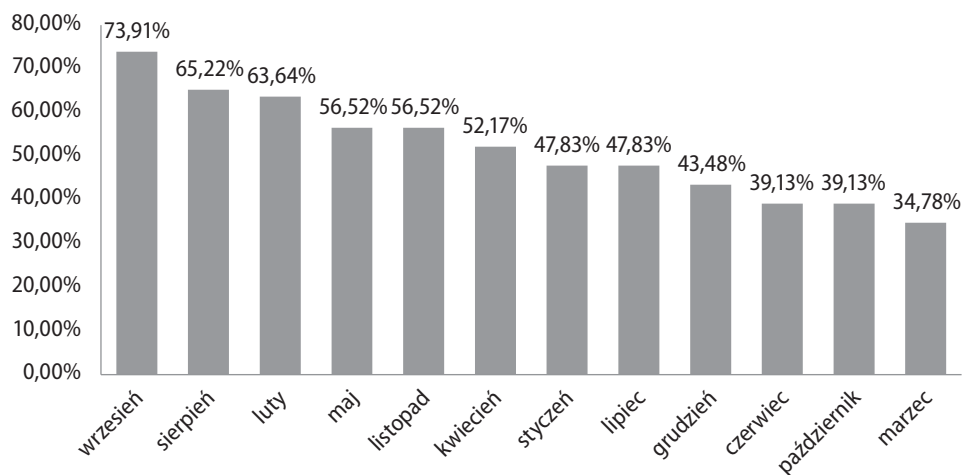
Miesiąc	Styczeń	Luty	Marzec	Kwiecień	Maj	Czerwiec
Liczebność miesięcy, kiedy wystąpiła dodatnia stopa zwrotu	11	14	8	12	13	9
Liczebność miesięcy, kiedy wystąpiła ujemna stopa zwrotu	12	8	15	11	10	14
Odsetek miesięcy z dodatnią stopą zwrotu	47,83%	63,64%	34,78%	52,17%	56,52%	39,13%

Ranking ze względu na odsetek dodatnich stóp zwrotu	52,17%	36,36%	65,22%	47,83%	43,48%	60,87%
<b>Miesiąc</b>	<b>Lipiec</b>	<b>Sierpień</b>	<b>Wrzesień</b>	<b>Październik</b>	<b>Listopad</b>	<b>Grudzień</b>
Liczebność miesięcy, kiedy wystąpiła dodatnia stopa zwrotu	11	15	17	9	13	10
Liczebność miesięcy, kiedy wystąpiła ujemna stopa zwrotu	12	8	6	14	10	13
Odsetek miesięcy z dodatnią stopą zwrotu	47,83%	65,22%	73,91%	39,13%	56,52%	43,48%
Ranking ze względu na odsetek dodatnich stóp zwrotu	52,17%	34,78%	26,09%	60,87%	43,48%	56,52%

Źródło: opracowanie własne.

Zauważmy, że analogicznie do rynku akcji najniższe stopy zwrotu na rynku złota zostały odnotowane w październiku, tj. w miesiącu charakteryzującym się też najniższymi miesięcznymi stopami zwrotu na rynku akcji<sup>25</sup>.

**Rysunek 11. Uporządkowania poszczególnych miesięcy ze względu na kryterium częstości występowania dodatnich stóp zwrotu**



Źródło: opracowanie własne.

<sup>25</sup> J. Bernstein, op.cit., s. 76–77.

## 5. Efekt weekendowy

Przyjmując założenie nabycia złota na zamknięciu piątkowej sesji i jego odsprzedaży na otwarciu sesji poniedziałkowej, można było w analizowanym okresie uzyskać następujące stopy zwrotu: średnia geometryczna ukształtowała się na poziomie 0,0264%, a średnia arytmetyczna była równa 0,0276%. Dodatnia stopa zwrotu wystąpiła w 582 przypadkach na 1090, co daje częstość 53,39%, a dla ujemnych stóp zwrotu otrzymana częstość jest równa 46,61% analizowanych przypadków. W literaturze przedmiotu wprowadza się także występowanie efektu weekendowego w ujęciu: poniedziałkowe zamknięcie/piątkowe zamknięcie. Przy tego typu podejściu średnia arytmetyczna i geometryczna stopa zwrotu były ujemne i równe odpowiednio:  $-0,0267\%$  i  $-0,0319\%$ , co daje częstotliwość 51,93% dla dodatnich stóp zwrotu i 48,07% dla ujemnych. Tak więc w przypadku kursu złota przeważa dodatni efekt weekendowy w ujęciu poniedziałkowe otwarcie/piątkowe zamknięcie oraz ujemny efekt weekendowy dla ujęcia poniedziałkowe zamknięcie/piątkowe zamknięcie.

## 6. Podsumowanie

Przedstawione w pracy obliczenia jednoznacznie wskazują na występowanie wybranych efektów sezonowości w przypadku rynku złota, co stanowi uzasadnienie tezy postawionej we wstępie. Niektóre z przeprowadzonych obliczeń potwierdzają obserwacje poczynione przez innych autorów, inne z kolei pozostają cechą wyróżniającą cenę złota na tle zachowania się cen innych towarów (ang. *commodities*). Przeprowadzone badania, analogicznie do prac C. Ball'a, W. Torous'a i A. Tschoegl'a, także publikacji C. Ma oraz E. Changa i C. Kima, artykułu T. Chamberlaina, S. Cheunga i C. Kwana oraz E. Johnstona i W. Kracaw'a potwierdzają występowanie efektu weekendowego – stopy zwrotu na rynku złota w analizowanym okresie w ujęciu poniedziałkowe otwarcie/piątkowe zamknięcie okazały się ujemne.

Z kolei analiza stóp zwrotu na rynku cen złota w badanym okresie w poszczególne dni tygodnia uzupełniła prace E. Tully'ego i B. Lucey'a, którzy udowodnili występowanie ujemnych stóp zwrotu na sesjach poniedziałkowych. Na uwagę zasługują wysokie, dodatnie stopy zwrotu na rynku cen złota zarówno w ujęciu arytmetycznym (0,1132%), jak i geometrycznym (0,1076%) w trakcie sesji piątkowych.

Na występowanie efektu sezonowości składa się cały szereg czynników. Poniżej przedstawione zostały jedynie wybrane, z uwagi na to, iż analiza wszystkich czynników mających wpływ na występowanie efektu sezonowości przekracza ramy niniejszego



opracowania i wymaga dalszych pogłębionych analiz empirycznych. Wy tłumaczeniem efektu występowania najwyższych stóp zwrotu na rynku złota w piątki może być pojawianie się istotnych informacji makroekonomicznych ze światowych rynków oraz publikowanie przez World Gold Council komunikatów na temat prognoz tego rynku po czwartkowym zamknięciu sesji na London Metal Exchange. Z kolei wyjaśnieniem ujemnych stóp zwrotu na sesjach poniedziałkowych może być publikacja biuletynów doradczych przez biura inwestycyjne właśnie w trakcie weekendu. Tego typu wyjaśnienie rozkładu stóp zwrotu na rynku akcji dominuje w pracy S. Penmana oraz R. Connolly'ego. Zdaniem obu autorów najwięcej informacji z otoczenia spółek pojawia się właśnie w weekendy<sup>26</sup>. Do podobnych wniosków dochodzą też R. Thaler<sup>27</sup> oraz E. Dyl i D. Maberly<sup>28</sup>, którzy uzasadniają występowanie efektu końca tygodnia odkładaniem przez spółki giełdowe, w tym spółki zajmujące się wydobywaniem kruszców, na weekend istotnych komunikatów rynkowych.

Przekazane w komunikatach informacje makroekonomiczne oraz z otoczenia spółki mają wpływ na decyzje podejmowane przez inwestorów na sesji poniedziałkowej<sup>29</sup>. Poza tym znaczna część inwestorów nieprofesjonalnych, dysponujących wolnym czasem w trakcie weekendu może przeprowadzać własne analizy (w tym analizę techniczną lub fundamentalną), na podstawie których podejmowane będą decyzje inwestycyjne w poniedziałek. Z kolei w tygodniu pogłębione analizy przeprowadzane są głównie przez inwestorów instytucjonalnych oraz przez jednodniowych graczy giełdowych (ang. *daytraders*) i mają wpływ na decyzje inwestycyjne przedsięwzięte przez te grupy inwestorów. Tego typu wyjaśnienie dominuje w pracy A. Abrahama i D. Ikenberry'ego, którzy zauważają, że w poniedziałki inwestorzy indywidualni wykazują tendencję do składania zleceń sprzedaży<sup>30</sup>. Z kolei według E. Millera, a także zdaniem J. Lakonishok i E. Maberly wpływ na wartość poniedziałkowych stóp zwrotu mają, po pierwsze koszty ewaluacji portfeli inwestycyjnych indywidualnych inwestorów, a po drugie informacje otrzymywane przez tę grupę inwestorów ze strony biur maklerskich. Ich zdaniem inwestorzy indywidualni zapoznają się

---

<sup>26</sup> S. Penman, *The distribution of earnings news over time and seasonalities in aggregate stock returns*, „Journal of Financial Economics” 1987, vol. 18, s. 199–228; R. Connolly, *A posterior odds analysis of the weekend effect*, „Journal of Econometrics” 1991, vol. 49, s. 51–104.

<sup>27</sup> R. Thaler, *Seasonal movements in security prices II: weekend, holiday, turn of the month and intraday effects*, „Journal of Economic Perspectives” 1987, vol. 1, s. 169–177.

<sup>28</sup> E. Dyl, D. Maberly, *A possible explanation of the weekend effect*, „Financial Analyst Journal” 1988, vol. 44, no. 3, s. 83–84.

<sup>29</sup> G. Pettengill, *A survey of the Monday effect literature*, „Quarterly Journal of Business & Economics” 2003, vol. 42, no. 3, s. 3–28.

<sup>30</sup> A. Abraham, D. Ikenberry, *Individual investors and the Weekend Effect*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1994, vol. 2, s. 263–277.

z rekomendacjami właśnie w trakcie weekendu, kiedy to podejmują decyzje o przebudowie swoich portfeli inwestycyjnych<sup>31</sup>. Do podobnych wniosków doszli m.in. H. Chen i V. Singal w stosunku do otwartych przez inwestorów indywidualnych pozycji krótkich<sup>32</sup>. Wy tłumaczenie efektu weekendowego podane przez D. Courseya i Dyla odwołuje się do finansów behawioralnych, a właściwie do skłonności poszczególnych inwestorów do gier hazardowych<sup>33</sup>. Inne spotykane w literaturze przedmiotu behawioralne wytłumaczenia efektu weekendowego nawiązują do zmian w nastrojach inwestorów (dobry nastrój w piątki i przed świętami oraz zły w poniedziałki)<sup>34</sup>.

Na rynku złota, podobnie jak na rynku akcji, występuje efekt stycznia. Spośród licznych prób wyjaśnienia tego efektu na rynku akcji, interesującymi pomysłami, które mogą stanowić uzasadnienie tego efektu na rynku złota są następujące. Według J. Rittera dochodzi do przebudowy portfeli inwestycyjnych inwestorów – zarządzający portfelami dokonują zmiany alokacji poszczególnych aktów, kierując się przy tym prognozami uzyskania oczekiwanych stóp zwrotu, przez poszczególne instrumenty finansowe, w następnym roku lub następnych latach<sup>35</sup>. J. Ogden uzasadnia występowanie efektu stycznia za pomocą konieczności przeprowadzenia przez firmy określonych transakcji gotówkowych pod koniec roku i uzyskaniem odpowiedniej płynności<sup>36</sup>. C. Chang i L. Pinegar oraz C. Kramer starają się wyjaśnić efekt stycznia sezonowością danych makroekonomicznych oraz sezonowością premii za ryzyko<sup>37</sup>. Z kolei T. Kohers i R. Kohli tłumaczą występowanie efektu końca roku za pomocą anomalii w cyklach biznesowych<sup>38</sup>. Według J. Ligona wyższe stopy zwrotu w styczniu

---

<sup>31</sup> E. Miller, *Why a Weekend Effect?*, „Journal of Portfolio Management” 1988, vol. 14, s. 42–48; J. Lakonishok, E. Maberly, op.cit.

<sup>32</sup> H. Chen, V. Singal, *Role of speculative short sales in price formation: case of the weekend effect*, „Journal of Finance” 2003, vol. 4, s. 685–705.

<sup>33</sup> D. Coursey, E. Dyl, *Price effects of trading interruptions in an experimental markets*, University of Wyoming, Working Paper, March 1986.

<sup>34</sup> R. Thaler, op.cit.

<sup>35</sup> J. Ritter, *An explanation to the turn of the year effect*, University of Michigan, Graduate School of Business Administration, Working Paper 1987.

<sup>36</sup> J. Ogden, *Turn-of month evaluations of liquid profits and stock returns: A common explanation for the monthly and January effects*, „Journal of Finance” 1990, vol. 45, s. 1259–1272.

<sup>37</sup> C. Chang, L. Pinegar, *Seasonal fluctuations in industrial production and stock market seasonals*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1989, vol. 24, s. 59–75; C. Chang, L. Pinegar, *Stock market seasonal and prespecified multifactor pricing relations*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1990, vol. 25, s. 517–533 oraz C. Kramer, *Macroeconomic seasonality and the January effect*, „Journal of Finance” 1994, vol. 49, s. 1883–1891.

<sup>38</sup> T. Kohers, R. Kohli, *The yearend effect in stock returns over business cycles: a technical note*, „Journal of Economics and Finance” 1992, vol. 16, s. 61–68 oraz C. Kramer, op.cit.

są efektem wzrostu wolumenu obrotu na rynkach finansowych i niższych realnych stóp procentowych<sup>39</sup>. Dalszych badań wymaga jednak uzasadnienie wysokich stóp zwrotu na rynku złota we wrześniu i listopadzie.

Na koniec warto zaznaczyć, że występowanie dodatnich stóp zwrotu w pewnych dniach tygodnia czy też miesiącach, a ujemnych w innych jest cechą charakterystyczną każdego z rynków finansowych i świadczy o nieefektywności takiego rynku – tego typu podejście spotkać można w pracy K. Frencha, który nie podaje przyczyn występowania ujemnych stóp zwrotu na rynku amerykańskim, uznając je za cechę charakterystyczną danego rynku i świadczącą o jego nieefektywności<sup>40</sup>. Podobną tezę stawia M. Rogalski<sup>41</sup>.

Prawidłowości zaprezentowane w artykule mogą zostać wykorzystane zarówno przez dyrektorów finansowych w firmach, których proces produkcji wymaga dokonywania zakupów lub sprzedaży złota na rynkach surowcowych, do bardziej efektywnego otwierania pozycji i zamykania na tym instrumencie finansowym, który obok srebra lub ropy naftowej może mieć wpływ na poziom ryzyka całego portfela inwestycyjnego<sup>42</sup>.

Podobne badania dotyczące występowanie efektów sezonowości na rynkach innych surowców (np. rynku srebra, kawy, kakao, ropy naftowej) powinny być kontynuowane w przyszłości, a ich efekty porównywane z wynikami uzyskiwanymi przez analityków opracowujących badania zachowania się cen poszczególnych surowców.

Innym kierunkiem badań może być próba wytlumaczenia występowania efektów sezonowości za pomocą zmian kursów walutowych dolara amerykańskiego do innych, kluczowych walut, gdyż w USD kwotowane są na większości rynków towarowych świata surowce (ang. *commodities*).

---

<sup>39</sup> J. Ligon, *A simultaneous test of competing theories regarding the January effect*, „Journal of Financial Research” 1997, vol. 20, s. 13–32.

<sup>40</sup> K. French, op.cit.

<sup>41</sup> M. Rogalski, *Discussion to Keim i Stambaugh: Keim D., Stambaugh R. „A further investigation of the weekend effect in stock returns”*, „Journal of Finance” 1984, vol. 39, no. 3, s. 819–835.

<sup>42</sup> Negatywna korelacja zmian cen złota w stosunku do zmian cen akcji została pokazana m.in. w pracach: R. Aggarwal, L. Sonene, *The nature and efficiency of the gold market*, „Journal of Portfolio Management” 1988, vol. 14, no. 3, s. 18–21 oraz R. Johnson, L. Soenen, *Gold as an investment asset – perspectives from different countries*, „Journal of Investing” 1997, vol. 6, no. 3, s. 94–99, a także P. Egan, C. Peters, *The performance of defensive investments*, „Journal of Alternative Investments” 2001, vol. 4, no. 2, s. 49–56; C. Ciner, *On the longrun relationship between gold and silver: a note*, „Global Finance Journal” 2001, vol. 12, s. 299–303. Z kolei zagadnienie korelacji stop zwrotu cen akcji i stóp zwrotu na rynku srebra zostało opisane m.in. w: G. Brauer, R. Ravichandran, *How sweet is silver?*, „Journal of Portfolio Management” 1986, vol. 12, no. 4, s. 33–42.

## Bibliografia

1. Abraham A., Ikenberry D., *Individual investors and the Weekend Effect*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1994, vol. 2, s. 263–277.
2. Aggarwal R., Sonene L., *The nature and efficiency of the gold market*, „Journal of Portfolio Management” 1988, vol. 14, no. 3, s. 18–21.
3. Ariel R., *A monthly effect in stock returns*, „Journal of Financial Economics” 1987, vol. 17.
4. Aydogan K., Booth B., *Calendar anomalies in the Turkish foreign exchange markets*, Working Paper, Bilkent University, 1999.
5. Ball C., Torous W., Tschoegl A., *Gold and the weekend effect*, „Journal of Futures Markets” 1982, vol. 2, no. 2, s. 175–182.
6. Bernstein J., *Cykle giełdowe*, WIG-Press, Warszawa 1996.
7. Brauer G., Ravichandran R., *How sweet is silver?*, „Journal of Portfolio Management” 1986, vol. 12, no. 4, s. 33–42.
8. Buczek S., *Efektywność informacyjna rynków akcji. Teoria a rzeczywistość*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2005.
9. Chamberlain T., Cheun S., Kwan C., *Day of the week patterns in futures prices: some further results*, „Quarterly Journal of Business and Economics” 1988, vol. 29, s. 68–89.
10. Chang E., Kim C., *Day of the week effects and commodity price changes*, „Journal of Futures Markets” April/1988, s. 229–241.
11. Chang C., Pinegar L., *Seasonal fluctuations in industrial production and stock market seasonals*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1989, vol. 24, s. 59–75.
12. Chang C., Pinegar L., *Stock market seasonal and prespecified multifactor pricing relations*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1990, vol. 25, s. 517–533.
13. Chen H., Singal V., *Role of speculative short sales in price formation: case of the weekend effect*, „Journal of Finance” 2003, vol. 4, s. 685–705.
14. Ciner C., *On the longrun relationship between gold and silver: a note*, „Global Finance Journal” 2001, vol. 12, s. 299–303.
15. Connolly R., *A posterior odds analysis of the weekend effect*, „Journal of Econometrics” 1991, vol. 49, s. 51–104.
16. Corhay A., Hawawini G., Michel P., *Stock market anomalies*, Cambridge University Press, Cambridge 1988.
17. Cornett M., Schwarz T., Szakmary A., *Seasonalities and intraday return patterns in the foreign currency futures market*, „Journal of Banking and Finance” 1995, vol. 19, s. 843–869.

18. Coursey D., Dyl E., *Price effects of trading interruptions in an experimental markets*, University of Wyoming, Working Paper, March 1986.
19. Coutts J., Sheikh M., *The January effect and monthly seasonality in the All Gold Index on the Johannesburg Stock Exchange 1987–1997*, „Applied Economics Letters” 2000, vol. 7, s. 489–492.
20. Czekaj J., Woś M., Żarnowski J., *Efektywność giełdowa rynku akcji w Polsce*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.
21. Dyl E., Maberly D., *A possible explanation of the weekend effect*, „Financial Analyst Journal” 1988, vol. 44, no. 3, s. 83–84.
22. Egan P., Peters C., *The performance of defensive investments*, „Journal of Alternative Investments” 2001, vol. 4, no. 2, s. 49–56.
23. French K., *Stock returns and weekend effect*, „Journal of Financial Economics” 1980, vol. 8, s. 55–69.
24. Froot, K., Thaler R., *Anomalies: foreign exchange*, „Journal of Economic Perspectives” 1990, vol. 4, s. 179–192.
25. Gu A., *The declining January effect: evidence from U. S. equity markets*, „Quarterly Review of Economics and Finance” 2003, vol. 43, no. 2, s. 395–404.
26. Hirsch Y., *Don't sell stock on Monday*, Penguin Books, New York 1987.
27. Jaffie J., Westerfield R., Ma C., *A twist on Monday effect in stock prices: evidence from the US and foreign stock markets*, „Journal of Banking and Finance” 1989, vol. 15, s. 641–650.
28. Johnston E., Kracaw W., *Day of the week effects in financial futures: an analysis of GNMA, T-bond, T-note and T-bill contracts*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1991, vol. 26, s. 23–44.
29. Johnson R., Soenen L., *Gold as an investment asset – perspectives from different countries*, „Journal of Investing” 1997, vol. 6, no. 3, s. 94–99.
30. Kato K., Schwarz S., Ziemba W., *Day of the weekend effects in Japanese stocks*, „Japanese Capital Markets”, Ballinger, New York 1990, s. 249–281.
31. Keim D., *Size-related anomalies and stock return seasonality: further empirical evidence*, „Journal of Financial Economics” 1983, vol. 12, s. 13–32.
32. Kim C., Park J., *Holiday effects and stock returns: further evidence*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1994, vol. 29, s. 145–157.
33. Kohers T., Kohli R., *The yearend effect in stock returns over business cycles: a technical note*, „Journal of Economics and Finance” 1992, vol. 16, s. 61–68.
34. Kramer C., *Macroeconomic seasonality and the January effect*, „Journal of Finance” 1994, vol. 49, s. 1883–1891.
35. Lakonishok J., Maberly E., *The weekend effect: trading patterns of individual and institutional investors*, „Journal of Finance” 1990, vol. 45, no. 1, s. 231–243.

36. Ligon J., *A simultaneous test of competing theories regarding the January effect*, „Journal of Financial Research” 1997, vol. 20, s. 13–32.
37. Ma C., *A further investigation of the day-of-the-week effect in the gold market*, „Journal of Futures Markets” 1986, vol. 6, no. 3, s. 409–419.
38. Miller E., *Why a Weekend Effect?*, „Journal of Portfolio Management” 1988, vol. 14, s. 42–48.
39. Nowakowski J., Borowski K., *Zastosowanie teorii Carolana i Fischera na rynku kapitałowym*, Difin, Warszawa 2005.
40. Ogden J., *Turn-of month evaluations of liquid profits and stock returns: A common explanation for the monthly and January effects*, „Journal of Finance” 1990, vol. 45, s. 1259–1272.
41. Penman S., *The distribution of earnings news over time and seasonalities in aggregate stock returns*, „Journal of Financial Economics” 1987, vol. 18, s. 199–228.
42. Pettengill G., *A survey of the Monday effect literature*, „Quarterly Journal of Business & Economics” 2003, vol. 42, no. 3, s. 3–28.
43. Ritter J., *An explanation to the turn of the year effect*, University of Michigan, Graduate School of Business Administration, Working Paper 1987.
44. Rogalski M., *Discussion to Keim i Stambaugh: Keim D., Stambaugh R. „A further investigation of the weekend effect in stock returns”*, „Journal of Finance” 1984, vol. 39, no. 3, s. 819–835.
45. Rozeff M., Kinney W., *Capital market seasonality: the case of stock returns*, „Journal of Financial Economics” 1976, vol. 3, s. 379–402.
46. Simson E., *Stock market anomalies*, Cambridge University Press, Cambridge 1988.
47. Schwert W., *Anomalies and market efficiency*, Simon School of Business Working Paper no. FR 02–13, 2002.
48. Szyszka A., *Efektywność Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie na tle rynków dojrzałych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2003.
49. Szyszka A., *Wycena papierów wartościowych na rynku kapitałowym w świetle finansów behawioralnych*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2007.
50. Thaler R., *Seasonal movements in security prices II: weekend, holiday, turn of the month and intraday effects*, „Journal of Economic Perspectives” 1987, vol. 1, s. 169–177.
51. Tully E., Lucey B., *Seasonality, risk nad return in daily COMEX gold and silver data 1982–2002*, IIS Discussion Paper no.57, Institute for International Integration Studies, Dublin 2003.
52. Yu H., Shih T., *Oil, gold and weekend effect: a probability distribution approach*, Working Paper, University of Taiwan.

*Piotr Misztal*

Wydział Zarządzania i Administracji

Uniwersytet Jana Kochanowskiego w Kielcach

# Optymalny poziom rezerw walutowych w Polsce. Teoria i praktyka

## 1. Wprowadzenie

Dynamiczny wzrost oficjalnych rezerw walutowych w ostatnich kilkunastu latach przyczynił się do zwiększenia zainteresowania problematyką optymalnego poziomu rezerw walutowych i ich ewentualnym wpływem na gospodarkę. Zgodnie z obowiązującą definicją Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW) (ang. *International Monetary Fund* – IMF) rezerwy walutowe to wszystkie oficjalne aktywa rezerwowe, tworzące płynne aktywa walutowe, które pozostają w dyspozycji władzy monetarnej kraju. Zatem, zgodnie z tą definicją, do rezerw walutowych kraju zalicza się w szczególności złoto monetarne, Specjalne Prawa Ciągnięcia (ang. *Special Drawing Rights* – SDR), pozycję rezerwową w MFW oraz aktywa denominowane w walucie obcej (gotówka, lokaty bankowe, rządowe instrumenty finansowe, weksle i obligacje, instrumenty rynku pieniężnego, pochodne instrumenty finansowe, udziałowe papiery wartościowe i inne aktywa)<sup>1</sup>.

Celem niniejszego opracowania jest analiza problematyki optymalnego poziomu rezerw walutowych banku centralnego w Polsce. W publikacji podjęto próbę udowodnienia tezy głoszącej, że dotychczasowy poziom rezerw walutowych w Polsce był wyższy od poziomu optymalnego, sugerowanego przez wskaźniki adekwatności rezerw walutowych. W pracy wykorzystano metodę badawczą opartą na studiach literaturowych z zakresu bankowości i finansów międzynarodowych oraz metody ekonometryczne (metoda Cochrane'a-Orcutta). Dobór tych metod badawczych i sposób

---

<sup>1</sup> International Monetary Fund, *Balance of Payments Manual*, Fifth Edition, Washington 1993.

ich wykorzystania stanowią elementy autorskiego ujęcia problematyki optymalnego poziomu rezerw walutowych w Polsce. Wszystkie dane statystyczne wykorzystane w pracy miały częstotliwość roczną, obejmowały okres od 1990 r. do 2011 r. i pochodziły z bazy statystycznej Banku Światowego – *World Development Indicators* (WDI).

## 2. Istota i przyczyny posiadania rezerw walutowych

Zgodnie z definicją MFW „aktywa rezerwowe składają się z tych aktywów zewnętrznych, które są łatwo dostępne i kontrolowane przez władze monetarne kraju w celu bezpośredniego finansowania nierównowagi płatniczej kraju, w celu pośredniej regulacji rozmiarów tej nierównowagi poprzez interwencje na rynku walutowym wpływające na kurs wymiany walut i (lub) wykorzystywane w innych celach”<sup>2</sup>.

Generalnie rzecz ujmując, rezerwy walutowe banku centralnego mają na celu zagwarantowanie wiarygodności i stabilności finansowej kraju, w tym jego płynności finansowej i bezpieczeństwa obrotu walutowego. Rozmiar i struktura rezerw walutowych powinny również zagwarantować możliwość prowadzenia skutecznej polityki pieniężnej i kursowej w kraju.

Nie ma jednoznacznej odpowiedzi na pytanie, która instytucja (rząd czy też bank centralny) powinna posiadać krajowe rezerwy walutowe. W przypadku większości krajów, rezerwy walutowe są własnością banku centralnego, to znaczy, że są one ujmowane w bilansie banku centralnego i ostateczne decyzje w sprawie zarządzania nimi podejmowane są przez władze monetarne kraju. Jednocześnie istnieje grupa krajów m.in. Stany Zjednoczone, Wielka Brytania, Japonia, w których rezerwy walutowe są formalnie własnością rządu i to on podejmuje ostateczne decyzje dotyczące zarządzania nimi (zwykle Skarb Państwa lub Ministerstwo Finansów).

Jednakże bez względu na to, kto jest właścicielem rezerw walutowych, prawie zawsze zarządza nimi bank centralny kraju jako ich właściciel lub jako agent w sytuacji, gdy są one własnością państwa. Wyjątkiem od tej reguły może być sytuacja, w której rezerwy walutowe są w całości lub w części zarządzane jak fundusz inwestycyjny lub fundusz dla przyszłych pokoleń. W tym przypadku właściciele rezerw walutowych na ogół dążą do tego by zarządzała nimi wyspecjalizowana instytucja finansowa. Jednak bez względu na to, kto zajmuje się zarządzaniem rezerwami walutowymi kraju, są one traktowane przez MFW na jednakowych zasadach<sup>3</sup>.

---

<sup>2</sup> Ibidem.

<sup>3</sup> J. Nugée, *Foreign Exchange Reserves Management*, Foreign Handbooks in Central Banking, Centre for Central Banking Studies Bank of England, 2000, no. 19.



W literaturze ekonomicznej wyróżnia się kilka podstawowych celów utrzymywania rezerw walutowych przez banki centralne. Po pierwsze, rezerwy walutowe są utrzymywane w celu formalnego wsparcia dla krajowej waluty. Jest to bardzo tradycyjny motyw utrzymywania rezerw, zwłaszcza rezerw złota. Tego typu wykorzystanie rezerw było powszechne w okresie funkcjonowania systemu waluty złotej oraz w systemie walutowym z Bretton Woods. Po upadku systemu z Bretton Woods posiadanie rezerw w złocie przez banki centralne stało się mniej powszechne, chociaż wykorzystanie złota w roli formalnego zabezpieczenia dla waluty krajowej nigdy całkowicie nie zniknęło. Jednocześnie, wraz z zakończeniem funkcjonowania systemu walutowego z Bretton Woods wzrósł stopień wykorzystania przez władze monetarne zagranicznych rezerw walutowych w celu zagwarantowania zaufania do walut narodowych.

Po drugie, rezerwy walutowe są wykorzystywane przez banki centralne jako narzędzia polityki pieniężnej i kursowej. Jest to najbardziej widoczne w przypadku tych krajów, które posiadają systemy stałych kursów walutowych. Co więcej, nawet kraje posiadające systemy płynnych kursów walutowych mogą wykorzystywać rezerwy walutowe do interweniowania na rynku walutowym, wtedy, gdy kurs rynkowy istotnie odchyła się od kursu równowagi długookresowej.

Po trzecie, rezerwy walutowe banku centralnego mogą zapewnić ochronę przed zagrożeniami lub katastrofą przez wykorzystanie rezerw jako funduszu na finansowanie odbudowy i przebudowy gospodarki. Takie wykorzystanie rezerw walutowych może być szczególnie istotne dla małych krajów, które nie są wystarczająco duże, aby zagwarantować sobie odpowiedni poziom bezpieczeństwa.

Po czwarte, rezerwy walutowe banku centralnego mogą być wykorzystywane w roli funduszu inwestycyjnego przede wszystkim w celu osiągnięcia korzyści finansowych. Jednakże czynnik ten może stanowić istotną przesłankę do posiadania rezerw walutowych tylko dla niektórych krajów, bowiem osiąganie korzyści finansowych z posiadanych rezerw walutowych może być dla większości gospodarek jedynie swoistego rodzaju „efektem ubocznym”.

Analizy przeprowadzone wśród krajów członkowskich MFW wskazują, że ponad 80% badanych krajów tworzy rezerwy walutowe w celu zabezpieczenia płynności na wypadek pojawienia się sytuacji kryzysowych. Ponadto, 60% analizowanych krajów wskazuje również, że tworzenie rezerw walutowych ma na celu ograniczenie zmienności kursu walutowego<sup>4</sup>.

W literaturze przedmiotu wskazuje się, że podstawowym celem zarządzania rezerwami walutowymi banku centralnego jest dążenie do maksymalizacji rentowności

---

<sup>4</sup> International Monetary Fund, *Assessing Reserve Adequacy*, Washington, 14 February 2011.

rezerw walutowych w długim okresie, w ramach akceptowanego poziomu ryzyka finansowego. Zarządzanie rezerwami walutowymi banku centralnego powinno być procesem ciągłym, wymagającym aktywnego dostosowywania się banku centralnego do zmieniających się warunków rynkowych i instytucjonalnych.

Niekiedy władze monetarne kraju w celu jednoczesnego zagwarantowania odpowiedniej płynności i rentowności posiadanym rezerwom walutowym kraju tworzą specjalne fundusze inwestycyjne, których celem jest osiągnięcie optymalnej dochodowości posiadanych funduszy (np. Norwegia, Korea, Singapur). Banki centralne czasem rozwiązują ten problem poprzez prosty podział posiadanych rezerw walutowych na mniejsze części (transze), tzn. na transzę płynną i inwestycyjną (np. Chile). Każda z tych transz jest oddzielnie zarządzana w celu realizacji określonych priorytetów.

Władze monetarne kraju mają trzy potencjalne możliwości zwiększenia płynności i tym samym zagwarantowania gospodarce wypłacalności w długim okresie. Pierwszy sposób to redukcja krótkookresowych zobowiązań zagranicznych kraju, drugi – polega na zwiększeniu akumulacji rezerw walutowych, zaś trzeci – na zagwarantowaniu sobie zewnętrznej linii kredytowej, możliwej do wykorzystania w sytuacji wystąpienia określonych zagrożeń<sup>5</sup>.

### 3. Sposoby określenia optymalnego poziomu rezerw walutowych

Utrzymywanie odpowiedniego poziomu rezerw walutowych traktuje się jako jeden z głównych wskaźników stabilności gospodarczej kraju w oczach lokalnych i zagranicznych instytucji finansowych, przedsiębiorstw, gospodarstw domowych i agencji ratingowych. Powiększenie rozmiaru krajowych rezerw walutowych zwiększa tym samym zdolność władz gospodarczych kraju do radzenia sobie z występującymi szokami ekonomicznymi, finansowymi i politycznymi. Duże rozmiary krajowych rezerw walutowych przyczyniają się także do obniżki oprocentowania kredytów walutowych. Zatem odpowiedni poziom rezerw walutowych jest ważnym czynnikiem określającym stopień wiarygodności kraju w kwestii radzenia sobie z szokami pozaekonomicznymi<sup>6</sup>.

---

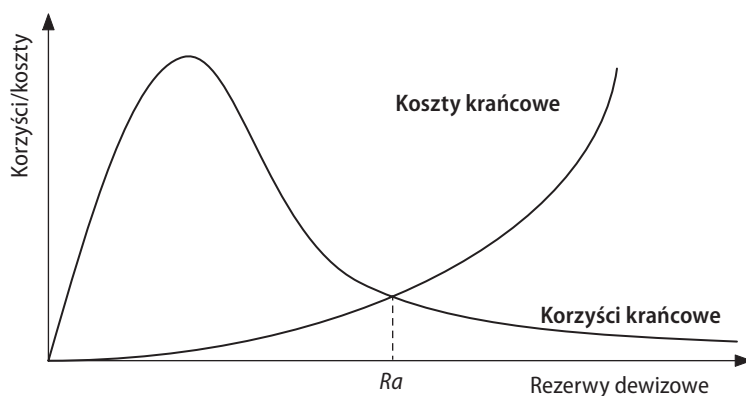
<sup>5</sup> D. Rodrik, *The social cost of foreign exchange reserves*, „International Economic Journal” 2006, vol. 20, issue 3.

<sup>6</sup> Bank of Israel, *Investment of the Foreign Exchange Reserves*, Annual Report, 2011.

Określenie optymalnego poziomu rezerw walutowych nie jest zadaniem łatwym. W niniejszym opracowaniu optymalny poziom rezerw walutowych określa się jako taki poziom, który gwarantuje osiągnięcie celów, dla których rezerwy walutowe są utrzymywane, przy jednoczesnym zapewnieniu optymalnych kosztów utrzymania rezerw, bezpieczeństwa, płynności oraz stabilności finansowej kraju. Tak określony optymalny poziom rezerw walutowych jest więc zbieżny z definicjami optymalnych rezerw walutowych przytaczanymi w krajowej i zagranicznej literaturze przedmiotu<sup>7</sup>.

Optymalny poziom rezerw walutowych wyznacza punkt zrównania korzyści i kosztów krańcowych wynikających z posiadanych rezerw. Do korzyści wynikających z posiadania rezerw walutowych zalicza się m.in. spadek ryzyka wystąpienia kryzysu finansowego, zaś do kosztów zalicza się konieczność sterylizacji rezerw walutowych<sup>8</sup>. Jednocześnie korzyści krańcowe z tytułu wzrostu rezerw walutowych zmniejszają się, zaś koszty z tytułu wzrostu rezerw walutowych rosną po przekroczeniu pewnego krytycznego poziomu rezerw (por. rysunek 1).

**Rysunek 1. Optymalne rezerwy walutowe a korzyści i koszty krańcowe**



Źródło: D. Rodrik, *The Social Cost of Foreign Exchange Reserves*, National Bureau of Economic Research Working Paper, 2011, no. 11952.

Optymalny poziom rezerw walutowych kraju zależy od obowiązującego w danym kraju systemu kursów walutowych. W systemie stałych kursów walutowych bank

<sup>7</sup> Z. Szpringer, *Oficjalne aktywa rezerwowe i rezerwa na pokrycie ryzyka zmian kursu złotego do walut obcych*, Biuro Studiów i Ekspertyz, Kancelaria Sejmu, 2005, informacja nr 1176.

<sup>8</sup> Sterylizacja rezerw walutowych oznacza działania podejmowane przez bank centralny w celu zneutralizowania wpływu rosnących rezerw walutowych na całkowitą podaż pieniądza w kraju i tym samym na krajową inflację.

centralny jest zobligowany do stabilizowania kursu własnej waluty wobec waluty obcej lub ustalonego koszyka walut, dlatego też poziom rezerw walutowych istotnie determinuje wiarygodność kredytową kraju. Z tego względu w systemie stałych kursów walutowych wymaga się od władz monetarnych wyższego poziomu rezerw walutowych, niż w systemie płynnych kursów walutowych, bowiem w systemie kursów płynnych w ogóle nie przeprowadza się interwencji walutowych lub dokonywane są one stosunkowo rzadko<sup>9</sup>. Jednakże w systemie płynnych kursów walutowych rezerwy walutowe kraju są często wykorzystywane do zapewnienia odpowiedniej płynności na rynku w sytuacjach kryzysowych, aby nie utracić zaufania inwestorów zagranicznych do rynku krajowego.

Optymalny poziom rezerw walutowych kraju zależy również od wielu innych czynników, w tym od rozmiarów bilansu banku centralnego, kosztów alternatywnych utrzymywania niezabezpieczonego portfela aktywów zagranicznych, względnej głębokości krajowych i zagranicznych rynków walutowych, wielkości i otwartości gospodarki krajowej i zakresu, w jakim gospodarka krajowa jest uzależniona od zewnętrznych źródeł finansowania krótkoterminowego.

Optymalny poziom rezerw walutowych określa się przy użyciu wielu różnorodnych metod, począwszy od metod heurystycznych, po analizy regresji, a skończywszy na modelach optymalizacyjnych. Tradycyjne lub heurystyczne metody określania optymalnego poziomu rezerw walutowych odnoszą wielkość rezerw do potencjalnej nierównowagi bilansu płatniczego. Jednakże tak określone optymalne poziomy rezerw walutowych krajów opracowano wyłącznie dla krajów posiadających system kursów stałych lub kierowanych kursów płynnych<sup>10</sup>.

Najczęstszym sposobem określenia optymalnego poziomu rezerw walutowych kraju jest uzależnienie wielkości tych rezerw od wartości importu towarów i usług<sup>11</sup>. Mianowicie, zgodnie z tzw. zasadą kciuka wymaga się od władz monetarnych kraju posiadania rezerw walutowych na poziomie co najmniej równym wartości trzymiesięcznego importu. Zatem ten sposób pomiaru optymalnego poziomu rezerw uzależnia poziom rezerw walutowych od wielkości i stopnia otwarcia gospodarki kraju.

$$Ra = \frac{Rs}{M} \quad (1)$$

---

<sup>9</sup> Z. Szpringer, op.cit.

<sup>10</sup> W. De Beaufort, J. Onno, A. Kapteyn, *Reserve Adequacy in Emerging Market Economies*, International Monetary Fund Working Paper, 2001, No 01/143.

<sup>11</sup> R. Triffin, *National Central Banking and the International Economy*, „Review of Economic Studies” February 1947.

gdzie:

$Ra$  – optymalny poziom rezerw walutowych;

$Rs$  – poziom rezerw walutowych;

$M$  – wydatki z tytułu importu.

Natomiast zgodnie z tzw. regułą Greenspan-Guidotti poziom rezerw walutowych kraju powinien w pełni pokrywać całkowite, krótkookresowe zadłużenie zagraniczne kraju<sup>12</sup>.

$$Ra = \frac{Rs}{M} + Dt \quad (2)$$

gdzie:

$Ra$  – optymalny poziom rezerw walutowych;

$Rs$  – poziom rezerw walutowych;

$M$  – wydatki z tytułu importu;

$Dt$  – krótkoterminowe zadłużenie zagraniczne kraju.

Alternatywny sposób określenia optymalnego poziomu rezerw walutowych kraju koncentruje się na związku między rezerwami walutowymi a sektorem finansowym. Zatem, zgodnie z tym podejściem, poziom rezerw walutowych kraju zależy od agregatów pieniężnych, takich jak na przykład baza monetarna<sup>13</sup>. W tym przypadku stosunek poziomu rezerw walutowych kraju do agregatu pieniężnego  $M2$  powinien wynosić od 5% do 20%.

$$Ra = \frac{Rs}{M2} \quad (3)$$

gdzie:

$Ra$  – optymalny poziom rezerw walutowych;

$Rs$  – poziom rezerw walutowych;

$M2$  – agregat pieniężny  $M2$ .

Natomiast zgodnie z koncepcją S.G. Shcherbakova można wyróżnić trzy zmienne, które w istotny sposób determinują poziom optymalnych rezerw walutowych kraju, mianowicie zobowiązania z tytułu importu, wartość krótkookresowego zadłużenia zagranicznego kraju oraz wielkość bazy monetarnej<sup>14</sup>.

<sup>12</sup> A. Greenspan, *Currency Reserves and Debt, Remarks before the World Bank Conference Recent Trends in Reserve Management*, Washington, 29 April 1999, <http://federalreserve.gov>; P. Guidotti, *Remarks to the G-33 Seminar*, Bonn, 11 March 1999.

<sup>13</sup> G.L. Kaminsky, *Currency and Banking Crises: the Early Warnings of Distress*, International Monetary Fund Working Paper, 1999, No 99/178.

<sup>14</sup> S.G. Shcherbakov, *Fifteenth Meeting of the International Monetary Fund Committee on Balance of Payments Statistics Canberra*, Australia, October 2002.

$$Ra = M + Dt + M2 \quad (4)$$

gdzie:

$Ra$  – optymalny poziom rezerw walutowych;

$M$  – wydatki z tytułu importu;

$Dt$  – krótkoterminowe zadłużenie zagraniczne kraju;

$M2$  – agregat pieniężny  $M2$ .

Z kolei S. Zeng w swoich badaniach empirycznych stwierdził, że zapotrzebowanie na rezerwy walutowe powinno być powiązane z rozmiarami importu, poziomem długu zagranicznego kraju oraz wielkością napływu zagranicznych inwestycji bezpośrednich<sup>15</sup>. W związku z powyższym optymalny poziom rezerw walutowych kraju można przedstawić w postaci poniższego wyrażenia:

$$Ra = M + D + FDI \quad (5)$$

gdzie:

$Ra$  – optymalny poziom rezerw walutowych;

$M$  – wydatki z tytułu importu;

$D$  – zadłużenie zagraniczne kraju;

$FDI$  – napływ zagranicznych inwestycji bezpośrednich.

W praktyce korzysta się z wielu metod kalkulacji optymalnego poziomu rezerw walutowych kraju:

- a) określony stosunek wielkości rezerw walutowych do wartości miesięcznych wydatków z tytułu importu. Zgodnie z tą zasadą kraj powinien utrzymywać odpowiedni poziom rezerw walutowych określony w kategoriach tzw. „miesiące importowych”, tj. liczby miesięcy importu, który mogą finansować rezerwy walutowe;
- b) określony stosunek wielkości rezerw walutowych do wartości przepływu kapitału. Zgodnie z tą zasadą, kraj powinien utrzymywać rezerwy walutowe na poziomie co najmniej równym wartości dwunastomiesięcznych zobowiązań walutowych kraju (zarówno prywatnych, jak i publicznych);
- c) określony stosunek wielkości rezerw walutowych do potencjalnych możliwości ich wykorzystania w przyszłości (tzw. podejście eklektyczne). Zgodnie z tą zasadą kraj powinien utrzymywać rezerwy walutowe na poziomie określonym możliwościami ich wykorzystania w sytuacji wystąpienia szoku ekonomicznego. Zatem

---

<sup>15</sup> S. Zeng, *Study on Chinese foreign exchange reserves*, „Journal of Applied Finance & Banking” 2012, vol. 2, no. 1.

wysokość rezerw walutowych jest w tym przypadku uzależniona zarówno od wartości miesięcznych wydatków z tytułu importu, jak i od wartości przepływów kapitałowych<sup>16</sup>.

Badania przeprowadzone przez MFW potwierdziły, że blisko połowa analizowanych krajów członkowskich MFW określa optymalny poziom rezerw walutowych w stosunku do wielkości importu. Natomiast ok. 40% badanych krajów określa poziom rezerw walutowych w stosunku do wielkości krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego<sup>17</sup>.

Natomiast instytucje międzynarodowe (agencje ratingowe oraz banki inwestycyjne) przy ocenie adekwatności rezerw walutowych krajów główny nacisk kładą na stosunek rezerw walutowych do rozmiarów krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego i wielkości podaży pieniądza poszczególnych gospodarek (por. tabela 1).

**Tabela 1. Determinanty adekwatności rezerw walutowych krajów wybranych instytucji międzynarodowych**

Institucje międzynarodowe	Import	Podaż pieniądza	Krótkoterminowe zadłużenie zagraniczne	Dług zagraniczny brutto	Kapitał zagraniczny brutto
Fitch			X		
Moody's		X	X	X	
Standard&Poor's					X
Deutsche Bank	X	X	X		
Goldman Sachs		X			
Citibank		X	X		
Barclays			X		X

Źródło: J. Antal, A. Gereben, *Foreign Reserve Strategies For Emerging Economies – Before And After The Crisis*, „Magyar Nemzeti Bank Bulletin” April 2011.

Jednocześnie, należy wyraźnie podkreślić, że w praktyce nie ma jednej uniwersalnej metody kalkulacji optymalnego poziomu rezerw walutowych kraju. Metody te charakteryzują się określonymi zaletami, ale nie są one również pozbawione wad. Dlatego też w praktyce wykorzystuje się różne, często alternatywne metody pomiaru optymalnego poziomu rezerw walutowych krajów.

<sup>16</sup> Bank of Israel, *Investment of the Foreign Exchange Reserves*, op.cit.

<sup>17</sup> International Monetary Fund, *Assessing Reserve Adequacy*, op.cit.

## 4. Optymalne rezerwy walutowe w świetle wyników wybranych analiz empirycznych

Podczas wielkiego kryzysu gospodarczego w latach 30. XX w. J.M. Keynes zalecał korzystanie z rezerw zagranicznych w celu złagodzenia stopnia ekspozycji kraju na szoki zewnętrzne. Co więcej, wezwał światowych przywódców do stworzenia wspólnego systemu rozliczeń międzynarodowych, w którym głównym źródłem płynności byłyby rezerwy walutowe, powiązane z wartością obrotów handlowych. Pogląd ten był dodatkowo wspierany przez R. Triffin, który twierdził, że popyt na rezerwy walutowe jest powiązany liniowo ze wzrostem obrotów handlu zagranicznego i zalecał wykorzystanie wskaźnika adekwatności rezerw uzależniającego wartość rezerw walutowych kraju od wartości krajowego importu<sup>18</sup>.

Analizy przeprowadzone przez MFW wskazywały, że adekwatność rezerw walutowych była powiązana z międzynarodowym systemem kredytowym, istniejącym reżimem kursu walutowego, charakterem prowadzonej polityki monetarnej i fiskalnej, celami polityki gospodarczej oraz poziomem rozwoju gospodarczego kraju. Wyniki badań wskazywały, że handel zagraniczny stanowi największą pozycję w bilansie płatniczym, a zatem wysokość rezerw walutowych powinna być uzależniona od rozmiaru obrotów handlu zagranicznego<sup>19</sup>.

Analizy prowadzone przez H. Grubel sugerowały, że optymalny poziom rezerw walutowych kraju jest zdeterminowany ilościową teorią pieniądza<sup>20</sup>. Mianowicie, skoro gospodarstwa domowe i przedsiębiorstwa zgłaszają popyt na pieniądź w celu regulowania swoich zobowiązań mierzonych wartością dochodu narodowego, to analogicznie rząd zgłasza popyt na pieniądź w celu regulowania swoich zobowiązań, których miarą jest wartość krajowego importu. Mimo że powyższa analogia nie wydaje się doskonała, to wskaźnik adekwatności rezerw walutowych uzależniający ich wartość od wartości importu nadal jest uwzględniany we współczesnej dyskusji na temat optymalnego poziomu rezerw walutowych kraju. Również J. Boorman i S. Ingves sugerowali, że wartość rezerw walutowych powinna być na poziomie wystarczającym do spłaty trzy- lub czteromiesięcznych zobowiązań z tytułu dokonanego importu<sup>21</sup>.

<sup>18</sup> R. Triffin, op.cit.

<sup>19</sup> International Monetary Fund, *The Adequacy of Monetary Reserves*, „International Monetary Fund Staff Papers” 1953, vol. 3, no. 2, October.

<sup>20</sup> H. Grubel, *The Demand for International Reserves: A Critical Review of the Literature*, „Journal of Economic Literature” 1971, vol. 9, no. 4, December.

<sup>21</sup> J. Boorman, S. Ingves, *Issues in Reserves Adequacy and Management*, Monetary and Exchange Affairs Department and Policy Development and Review Department, International Monetary Fund, October 2001.



Z drugiej strony, R. Heller analizował niezbędny poziom rezerw walutowych w kategoriach racjonalnej optymalizacji decyzji. Jego zdaniem, optymalny poziom rezerw walutowych jest wyznaczony przez punkt, w którym użyteczność krańcowa z tytułu posiadania rezerw walutowych jest równa kosztowi krańcowemu ponoszonemu z tytułu posiadania rezerw walutowych. R. Heller twierdził również, że jego podejście prowadzi do konstrukcji bardziej wiarygodnego i spójnego wskaźnika adekwatności rezerw walutowych, niż wskaźniki uzależniające wielkość rezerw walutowych od wartości importu<sup>22</sup>.

Odmienne podejście do kalkulacji optymalnego poziomu rezerw walutowych zaproponował A. Greenspan. Zgodnie z jego sugestią poziom rezerw walutowych kraju powinien być uzależniony od wartości krótkoterminowego zadłużenia kraju (o terminie zapadalności poniżej jednego roku). Jego zdaniem, przy kalkulacji poziomu rezerw walutowych należy również wziąć pod uwagę rosnące znaczenie międzynarodowych przepływów kapitału do gospodarek wschodzących. A. Greenspan argumentował swoje stanowisko koniecznością budowy odpowiedniego zaufania wśród globalnych wierzycieli<sup>23</sup>.

Kolejne badania przeprowadzone przez MFW w 2002 r. wskazywały, że uzależnienie wysokości rezerw walutowych jedynie od rozmiarów handlu zagranicznego jest niewystarczające. Wyniki analizy sugerowały, że wielkość rezerw walutowych powinna być uzależniona od wielkości bazy monetarnej lub innego agregatu pieniężnego. MFW zauważył również, że stosunkowo niski poziom rezerw walutowych stwarza ryzyko „ucieczki” kapitału i spadku zaufania inwestorów do krajowej gospodarki<sup>24</sup>.

Wyniki badań przeprowadzonych przez G.A. Calvo, A. Izquierdo oraz R. Loo-Kung wskazywały, że w przeddzień światowego kryzysu finansowego poziom światowych rezerw walutowych był generalnie zbliżony do wielkości optymalnych, przy czym istotnie zróżnicowany w ujęciu geograficznym. Mianowicie, w Ameryce Łacińskiej wielkość rezerw walutowych była najbliższej optymalnego poziomu, podczas gdy poziom rezerw walutowych kształtował się w Europie Wschodniej poniżej ich optymalnego poziomu, a w Azji powyżej optymalnego poziomu. Autorzy analizy sugerowali również, że obserwowane różnice między krajami w poziomach rezerw

<sup>22</sup> R. Heller, *Optimal International Reserves*, „Economic Journal” 1966, no. 76.

<sup>23</sup> A. Greenspan, *Currency Reserves and Debt*, „Bank for International Settlements Review” 1999, no. 47.

<sup>24</sup> International Monetary Fund, *Fifteenth Meeting of the IMF Committee on Balance of Payments Statistics*, Canberra, Australia, 21–25 October 2002.

walutowych można częściowo wyjaśnić odmiennym postrzeganiem władz monetarnych w charakterze pożyczkodawcy ostatniej instancji<sup>25</sup>.

Badania przeprowadzone przez M. Bussiere, G. Cheng, M. Chinn i N. Lisack na grupie 175 krajów ujawniły występowanie pozytywnego i istotnego wpływu rezerw walutowych krajów zgromadzonych przed kryzysem finansowym z lat 2008–2009 na stopę wzrostu realnego PKB w czasie kryzysu finansowego. Wyniki badań potwierdziły również, że rezerwy walutowe pełniły funkcję swoistego bufora w czasie kryzysów gospodarczych. Co więcej, kraje, które zgromadziły stosunkowo wysokie rezerwy walutowe przed kryzysem finansowym, aktywnie je wykorzystywały do obrony waluty krajowej przed dewaluacją, w celu finansowania krajowych firm, które doświadczyły problemów kredytowych oraz w celu zagwarantowania wypłacalności kraju. Zatem wyniki analizy ujawniły, że rezerwy walutowe mogą być użyte nie tylko jako bufor minimalizujący ewentualne skutki kryzysu, lecz również jako aktywny instrument wspierający wzrost gospodarczy w trakcie trwania kryzysu<sup>26</sup>.

Również badania przeprowadzone przez K.M.E. Dominguez na grupie 68 krajów w okresie 2000–2010 wskazywały, że rezerwy walutowe odgrywały ważną rolę w zarządzaniu kryzysowym w czasie ostatniego, światowego kryzysu gospodarczego. O ile ogólny poziom rezerw walutowych większości badanych krajów pozostawał stabilny w czasie trwania kryzysu, o tyle po skorygowaniu tych rezerw o dochody odsetkowe i zmiany sposobu ich wyceny okazało się, że wiele gospodarek wschodzących znacząco zmniejszyło wartość swoich rezerw. Ponadto wyniki badań ujawniły, że kraje, które przed światowym kryzysem gospodarczym posiadały nadmierne rezerwy walutowe w stosunku do wielkości optymalnych, były bardziej skłonne do aktywnego korzystania z tych rezerw w czasie trwania kryzysu<sup>27</sup>.

## 5. Koszty i korzyści z tytułu akumulacji rezerw walutowych

Jest rzeczą oczywistą, że w wyniku akumulacji rezerw walutowych w kraju odnotowuje się, oprócz korzyści, również wzrost kosztów bezpośrednich. Sytuacja

---

<sup>25</sup> G.A. Calvo, A. Izquierdo, R. Loo-Kung, *Optimal Holdings of International Reserves: Self-Insurance Against Sudden Stop*, National Bureau of Economic Research Working Paper, 2012, no. 18219.

<sup>26</sup> M. Bussiere, G. Cheng, M. Chinn, N. Lisack, *Capital Controls and Foreign Reserve Accumulation: Substitutes or Complements in the Global Financial Crisis?*, 2013, March, <http://www.ssc.wisc.edu/~m-chinn/BCCL.pdf>.

<sup>27</sup> K.M. E. Dominguez, *Foreign reserve management during the global financial crisis*, „Journal of International Money and Finance” 2012, vol. 31, issue 8, December.

ta wynika z tego, że utrzymanie rezerw walutowych przyczynia się do powstawania kosztów alternatywnych, stanowiących różnicę między stopą zwrotu, jaką rezerwy mogłyby przynieść ich właścicielowi, gdyby były efektywnie zainwestowane, a stopą zwrotu, którą rzeczywiście przynoszą<sup>28</sup>. W większości przeprowadzonych badań stwierdza się, że koszt alternatywny międzynarodowej akumulacji rezerw wynosi ok. 1% PKB. Ten sam koszt alternatywny został oszacowany w 2001 r. przez Organizację Narodów Zjednoczonych (ONZ) na poziomie ok. 8 p.p., co stanowi różnicę między rentownością rezerw walutowych a kosztem krańcowym zaciąganych przez państwo pożyczek<sup>29</sup>.

Z kolei główną korzyścią wynikającą z posiadania rezerw walutowych w kraju jest zdolność władz monetarnych do uniknięcia strat ekonomicznych z powodu wahań salda bilansu płatniczego i kursu walutowego.

**Tabela 2. Główne korzyści i koszty z tytułu posiadania rezerw walutowych**

Obszary	Korzyści	Koszty
Cele rozwojowe	Stabilność kursu walutowego. Wzrost eksportu w wyniku korzystnych zmian realnego kursu walutowego.	Utracone zasoby rezerw w celu promowania rozwoju gospodarczego. Problemy związane z pokusą nadużycia (ang. <i>moral hazard</i> ). Wzrost ryzyka makroekonomicznego (inflacja, koszty interwencji walutowych, nierównowaga monetarna).
Autonomia polityki gospodarczej	Wzrost wiarygodności kredytowej kraju. Zmniejszenie uzależnienia gospodarki od Międzynarodowego Funduszu Walutowego w sytuacji pojawienia się kryzysu gospodarczego.	Brak miejsca dla prowadzenia autonomicznej polityki przemysłowej i wzrostu gospodarczego.
Stabilność finansowa	Możliwość zapobiegania atakom spekulacyjnym.	Wysoki stopień narażenia gospodarki kraju na przepływy kapitału spekulacyjnego („gorącego pieniądza”), a w szczególności na jego odpływy.

Źródło: M. Cruz, B. Walters, *Is the accumulation of international reserves good for development?*, „Cambridge Journal of Economics” 2008, no. 32.

Badania empiryczne przeprowadzone przez O. Jeanne i R. Ranciere wskazywały, że odpowiedni poziom rezerw walutowych jest w szczególności istotny dla małych

<sup>28</sup> M. Ramachandran, *The optimal level of international reserves: evidence for India*, „Economics Letters” 2004, vol. 83 (3).

<sup>29</sup> J. Boorman, S. Ingves, op.cit.

krajów doświadczających spadku napływu kapitału zagranicznego<sup>30</sup>. Wyniki analizy potwierdziły, iż rezerwy walutowe pozwalają na łatwiejsze dostosowania PKB w sytuacji kryzysowej. Z drugiej strony analizy przeprowadzone przez L.D.A. De Rezende nie potwierdziły hipotezy, że wzrost rezerw walutowych ogranicza negatywne skutki nagłego zatrzymania napływu kapitału zagranicznego do kraju. Co więcej, badania te wskazywały, że wzrost rezerw walutowych jest bardziej kosztowny w momencie pojawienia się kryzysu, ponieważ dostępność rezerw walutowych może przyspieszyć odpływ kapitału z kraju<sup>31</sup>.

## 6. Autorskie badania nad optymalnym poziomem rezerw walutowych w Polsce

W literaturze ekonomicznej wykorzystuje się wiele różnych modeli ekonometrycznych, przy pomocy których próbuje się oszacować wpływ głównych czynników determinujących poziom rezerw walutowych w wybranych krajach. W niniejszym artykule, w celu analizy optymalnego poziomu rezerw walutowych w Polsce oraz ich głównych determinant, wykorzystano model przedstawiający się następującym równaniem:

$$R_s_t = a + \alpha \cdot M2_t + \beta \cdot FDI + \chi \cdot M_t + \delta \cdot Dt_t + \mu_t \quad (6)$$

gdzie:

$R_s$  – poziom rezerw walutowych;

$M2$  – agregat pieniężny  $M2$ ;

$FDI$  – napływ zagranicznych inwestycji bezpośrednich;

$M$  – wydatki z tytułu importu;

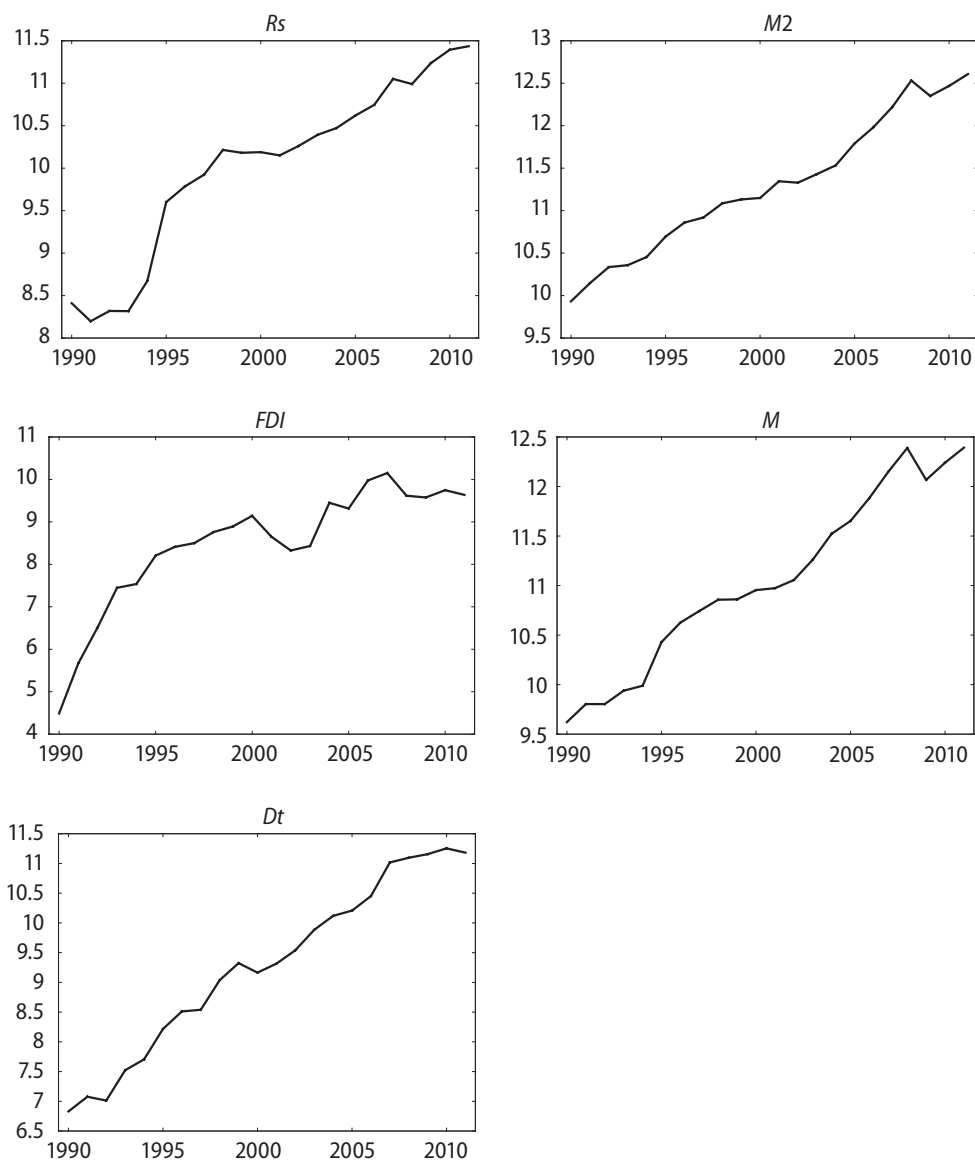
$Dt$  – krótkoterminowe zadłużenie zagraniczne kraju.

Wszystkie wykorzystane w powyższym modelu szeregi czasowe miały częstotliwość roczną i obejmowały okres od 1990 r. do 2011 r. Dodatkowo, wszystkie analizowane zmienne poddano procedurze logarytmowania, co umożliwiło uzyskanie liniowego estymatora względem parametrów. Ostatecznie, zmiany wskaźników wykorzystanych w modelu przedstawiały się w okresie 1990–2011 zgodnie z rysunkiem 2.

<sup>30</sup> O. Jeanne, R. Ranciere, *The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: A New Formula and Some Applications*, CEPR Discussion Papers, 2008, no. 6723.

<sup>31</sup> L.D. A. De Rezende, *International Reserves: Protection at Sudden Stops?*, MSc. Dissertation, Department of Economics, Pontifical Catholic University of Rio de Janeiro 2005.

**Rysunek 2. Zmiany rezerw walutowych, agregatu pieniężnego M2, napływu zagranicznych inwestycji bezpośrednich, wydatków importowych i krótkookresowego zadłużenia zagranicznego w Polsce w okresie 1990–2011 (logarytm naturalny)**



Źródło: World Bank, *World Development Indicators (WDI)*, Washington 2012.

Obliczone na podstawie powyższych danych współczynniki korelacji między zmianami wartości rezerw walutowych oraz agregatu pieniężnego  $M2$ , napływu zagranicznych inwestycji bezpośrednich, wydatków importowych i krótkookresowego zadłużenia zagranicznego w Polsce w okresie 1990–2011 kształtowały się na stosunkowo wysokim poziomie, co świadczyło o występowaniu istotnej i dodatniej zależności liniowej między badanymi zmiennymi. Największą wartość współczynnika korelacji stwierdzono przy tym między zmianami poziomu rezerw walutowych i rozmiarami krótkookresowego zadłużenia zagranicznego Polski, zaś najmniejszą wartość współczynnika zależności liniowej stwierdzono między zmianami wartości rezerw walutowych i wartością napływu zagranicznych inwestycji bezpośrednich (por. tabela 3).

**Tabela 3. Współczynniki korelacji liniowej dla obserwacji z próby 1990–2011**

Rs	M2	FDI	M	Dt	
1,0000	0,9518	0,8978	0,9638	0,9739	<b>Rs</b>
	1,0000	0,8671	0,9937	0,9863	<b>M2</b>
		1,0000	0,8785	0,8931	<b>FDI</b>
			1,0000	0,9912	<b>M</b>
				1,0000	<b>Dt</b>

\*Wartość krytyczna (przy dwustronnym 5% obszarze krytycznym) = 0,4227 dla  $n = 22$

Źródło: obliczenia własne.

Jednakże wysuwanie wniosków o zależnościach przyczynowo-skutkowych jedynie na podstawie prostej analizy korelacji jest błędne, ponieważ w tym przypadku nie odróżnia się na przykład wstrząsów w polityce gospodarczej od efektów zmian cyklu koniunkturalnego<sup>32</sup>. Stąd zbyt uproszczona i niewłaściwa z metodologicznego punktu widzenia analiza mogłaby raczej wskazywać na występowanie odwrotnej zależności niż sugerowana przez teorię ekonomii. Dlatego też dokonano estymacji modelu (6) przy pomocy metody Cochrane'a-Orcutta, stanowiącej odmianę uogólnionej metody najmniejszych kwadratów i stosowaną w sytuacji występowania autokorelacji reszt pierwszego rzędu. Wyniki oszacowania modelu przedstawiono w poniższej tabeli (por. tabela 4).

Po oszacowaniu modelu (6) przy pomocy metody Cochrane'a-Orcutta okazało się, że dwie niezależne zmienne modelu były istotne statystycznie (krótkoterminowe zadłużenie zagraniczne kraju i wydatki z tytułu importu), zaś kolejne dwie

<sup>32</sup> K. Rybiński, *Globalizacja w trzech odsłonach*, Difin, Warszawa 2007.

zmienne niezależne były nieistotne statystycznie, co spowodowało usunięcie tych zmiennych z modelu. Ostatecznie, zgodnie z danymi przedstawionymi w powyższej tabeli, zmiany wartości rezerw walutowych w Polsce były w największym stopniu zdeterminowane zmianami wydatków z tytułu importu, zaś w mniejszym stopniu zmianami wartości krótkookresowego zadłużenia zagranicznego Polski.

**Tabela 4. Estymacja Cochrane-Orcutt, wykorzystane obserwacje 1991–2011 ( $N = 21$ )**

Zmienna zależna:  $R_s$

	Współczynnik	Błąd stand.	t-Studenta	Wartość p	
$Dt$	0,370825	0,180048	2,0596	0,05341	*
$M$	0,592241	0,156208	3,7913	0,00123	***

Podstawowe statystyki dla danych *quasi*-różnicowanych ( $\rho$ ):

Średn.aryt.zm.zależnej	10,10234	Odch.stand.zm.zależnej	0,995015
Suma kwadratów reszt	0,731338	Błąd standardowy reszt	0,196192
Wsp. determ. R-kwadrat	0,963406	Skorygowany R-kwadrat	0,961480
F(2, 19)	3157,461	Wartość p dla testu F	1,08e-24
Autokorel.reszt – $\rho_1$	0,037950	Stat. Durbina-Watsona	1,752550

Źródło: obliczenia własne.

Oprócz wskazania głównych czynników determinujących zmiany wartości rezerw walutowych w Polsce w okresie 1990–2011, w poniżej tabeli przedstawiono kształtowanie się wybranych wskaźników względnych rezerw walutowych w Polsce w badanym okresie.

**Tabela 5. Wybrane wskaźniki względne rezerw walutowych w Polsce w okresie 1990–2011**

Okres	Podaż pieniądza $M2$ /rezerwy walutowe (w %)	Rezerwy walutowe wyrażone w liczbie miesięcy importu	Napływ BIZ/rezerwy walutowe (w %)	Zadłużenie krótkookresowe/rezerwy walutowe (w %)
1990	4,4	2,9	2,0	20,6
1991	6,7	2,1	8,0	32,6
1992	7,2	2,2	16,5	27,1
1993	7,4	2,1	41,9	45,2
1994	5,8	2,9	32,1	38,0
1995	2,9	4,9	24,8	25,0
1996	2,9	4,9	25,3	27,9

Okres	Podaż pieniądza M2/rezerwy walutowe (w %)	Rezerwy walutowe wyrażone w liczbie miesiący importu	Napływ BIZ/rezerwy walutowe (w %)	Zadłużenie krótkookresowe/rezerwy walutowe (w %)
1997	2,7	5,1	24,1	25,0
1998	2,3	6,1	23,3	30,8
1999	2,5	6,0	27,5	42,4
2000	2,5	5,4	35,1	35,9
2001	3,2	5,1	22,3	43,4
2002	2,8	5,3	14,4	48,6
2003	2,7	4,9	14,1	60,1
2004	2,8	3,8	36,0	70,3
2005	3,1	4,0	27,1	66,3
2006	3,3	3,6	46,3	74,6
2007	3,1	3,7	40,6	96,7
2008	4,5	2,8	25,3	111,1
2009	2,9	4,8	19,0	92,2
2010	2,8	4,8	19,3	86,9
2011	3,1	4,3	16,5	77,5

Źródło: World Bank, *World Development Indicators (WDI)*, Washington 2012.

Obliczone wskaźniki względne rezerw walutowych w Polsce świadczyły o stosunkowej stabilności wartości rezerw walutowych wobec agregatu pieniężnego *M2* oraz wartości importu. Natomiast udział napływu zagranicznych inwestycji bezpośrednich w stosunku do wartości rezerw walutowych systematycznie zmniejszał się w Polsce począwszy od 2007 r. Analogiczna sytuacja miała miejsce w przypadku udziału zadłużenia krótkookresowego w rezerwach walutowych, przy czym relacja ta obniżała się w Polsce począwszy od 2008 r.

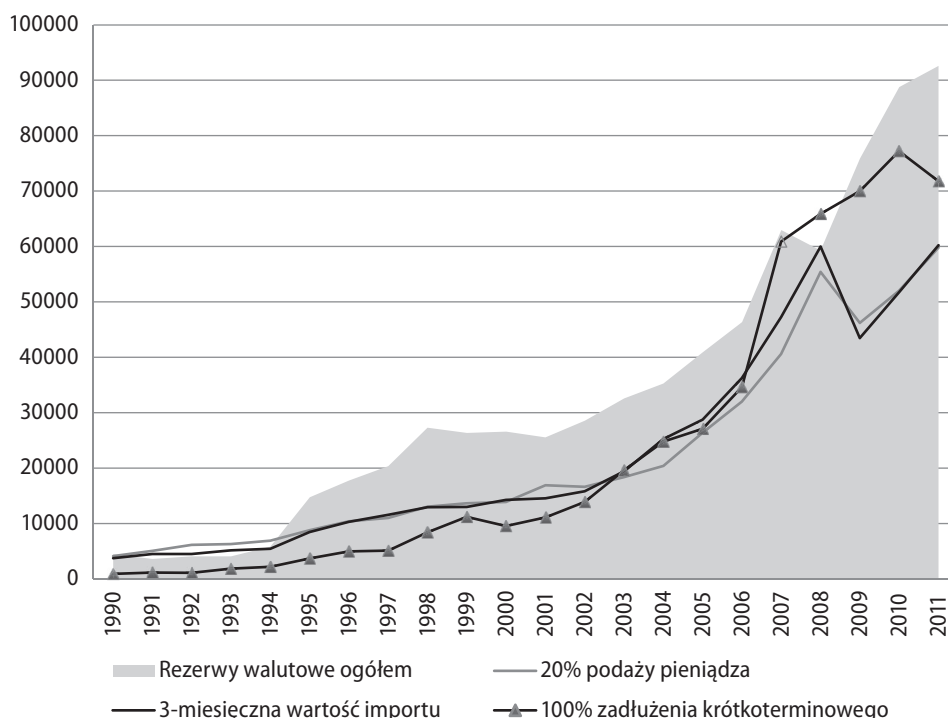
Natomiast na poniższym rysunku przedstawiono kształtowanie się wskaźników adekwatności rezerw walutowych w Polsce w okresie 1990–2011 w celu określenia stopnia optymalności poziomu rezerw walutowych w polskiej gospodarce (por. rysunek 3).

Biorąc pod uwagę kształtowanie się wskaźników adekwatności rezerw walutowych w Polsce w okresie 1990–2011, można zauważyć, że w zasadzie prawie w całym badanym okresie (z wyjątkiem 2008 r.) wartość rezerw walutowych w Polsce była wyższa od wartości optymalnych (adekwatnych), sugerowanych przez wskaźniki adekwatności rezerw. Z jednej strony, sytuacja ta mogła świadczyć o właściwym zabezpieczeniu krajowej gospodarki przed ewentualnymi skutkami kryzysów finan-



sowych i gospodarczych. Natomiast z drugiej strony, zbyt wysokie rezerwy walutowe mogły wpływać na niską rentowność tych rezerw, a także mogły powodować ryzyko nadużycia oraz w konsekwencji wzrost ryzyka makroekonomicznego kraju.

**Rysunek 3. Wskaźniki adekwatności rezerw walutowych a rzeczywista wartość rezerw walutowych w Polsce w okresie 1990–2011 (w mln USD)**



Źródło: World Bank, *World Development Indicators (WDI)*, op.cit.

W tym miejscu warto również podkreślić, że potencjalne rezerwy walutowe Narodowego Banku Polskiego były w rzeczywistości wyższe, niż faktyczny ich poziom, bowiem w latach 2009–2010 MFW udzielił Polsce elastycznej linii kredytowej na kwotę 20,4 mld USD. W 2011 r. MFW przedłużył okres obowiązywania przyznanej Polsce elastycznej linii kredytowej o kolejne 2 lata, zwiększając jednocześnie dostępne środki do ok. 30 mld USD. Z kolei w 2013 r. dostępna kwota kredytu wzrosła do 33,8 mld USD. Elastyczna linia kredytowa oferuje możliwość uzupełnienia rezerw walutowych kraju poprzez zaciągnięcie kredytu w MFW w sytuacji kryzysowej.

Dostęp do elastycznej linii kredytowej w MFW przyczynił się do istotnej poprawy wizerunku Polski w oczach inwestorów zagranicznych, co doprowadziło do

zmniejszenia ryzyka ataków spekulacyjnych na krajową walutę i obniżenia kosztów finansowania polskich przedsiębiorstw<sup>33</sup>. Z drugiej strony, za możliwość skorzystania z elastycznego kredytu Polska ponosi dodatkowe koszty w postaci rocznej opłaty w wysokości 60 mln USD, co tym samym powoduje wzrost kosztów utrzymania rezerw walutowych w Polsce.

Pomimo stosunkowo wysokich rezerw walutowych banku centralnego w Polsce, należy oczekiwać w najbliższej przyszłości dalszego wzrostu zapotrzebowania na rezerwy walutowe ze strony NBP ze względu na dążenia Polski do pełnego członkostwa w strefie euro. Mianowicie, jednym z warunków poprzedzających pełną akcesję Polski w Unii Gospodarczej i Walutowej jest konieczności włączenia polskiej waluty do mechanizmu kursów walutowych ERM II i stabilizowanie kursu walutowego w maksymalnym przedziale wahań +/- 15% od kursu centralnego. W tym celu niezbędne będzie dysponowanie takim poziomem rezerw walutowych, który zagwarantuje utrzymanie kursu walutowego wewnątrz wyznaczonego przedziału wahań, bowiem według nieoficjalnej, rynkowej opinii, aby doprowadzić do zmiany rynkowego kursu złotego w stosunku do euro o 1 grosz, trzeba obecnie przeznaczyć na ten cel prawie 100 mln euro<sup>34</sup>.

## 7. Podsumowanie

W teorii ekonomii i w praktyce gospodarczej wykorzystuje się wiele różnych wskaźników odzwierciedlających różne aspekty zapotrzebowania kraju na rezerwy walutowe. Jednakże wykorzystywanie każdego ze wskaźników oddzielnie dla określenia optymalnego poziomu rezerw walutowych może być ograniczone, stąd wszystkie wskaźniki powinny być łącznie brane pod uwagę przy określaniu zapotrzebowania kraju na rezerwy walutowe.

Badania autorskie przeprowadzone w niniejszej pracy ujawniły, że prawie w całym okresie 1990–2011 wartość rezerw walutowych w Polsce była wyższa od wartości optymalnych, sugerowanych przez wskaźniki adekwatności rezerw walutowych. Stosunkowo wysokie rezerwy walutowe w Polsce zabezpieczały krajową gospodarkę przed ewentualnymi skutkami kryzysów ekonomicznych, przy czym stosunkowo wysoki poziom tych rezerw prowadził do ich niskiej rentowności.

---

<sup>33</sup> S.S. Skrzypek, *Banki centralne wobec światowego kryzysu*, w: *Banki centralne wobec kryzysu ekonomicznego*, red. J. Osiński, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2010.

<sup>34</sup> J. Borowski, *Interwencja NBP na rynku walutowym to koniec pewnej epoki*, 2011, <http://m.wyborcza.biz>

Ponadto wyniki przeprowadzonej analizy wskazywały, że zmiany wartości rezerw walutowych w Polsce były w największym stopniu zdeterminowane zmianami wydatków z tytułu importu i zmianami wartości krótkookresowego zadłużenia zagranicznego Polski. Uzyskane wyniki badań są więc w pełni zgodne z rezultatami analiz przeprowadzonych przez MFW, które potwierdziły, że ok. 50% krajów członkowskich MFW określa optymalny poziom rezerw walutowych w stosunku do wartości importu oraz wartości krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego kraju.

W tym miejscu należy również podkreślić, że prowadzona dyskusja na temat akumulacji rezerw walutowych powinna być osadzona w kontekście eliminowania zagrożeń nie dla pojedynczych gospodarek, lecz dla utrzymania globalnej stabilności finansowej na świecie. Natomiast same wskaźniki adekwatności rezerw walutowych powinny być stosowane w sposób elastyczny i powinny odzwierciedlać specyfikę gospodarczą poszczególnych krajów.

## Bibliografia

1. Antal J., Gereben A., *Foreign Reserve Strategies For Emerging Economies – Before And After The Crisis*, Magyar Nemzeti Bank Bulletin, April 2011.
2. Bank of Israel, *Investment of the Foreign Exchange Reserves*, Annual Report, 2011.
3. Boorman J., Ingves S., *Issues in Reserves Adequacy and Management*, Monetary and Exchange Affairs Department and Policy Development and Review Department, International Monetary Fund, October 2001.
4. Borowski J., *Interwencja NBP na rynku walutowym to koniec pewnej epoki*, 2011, <http://m.wyborcza.biz>
5. Bussiere M., Cheng G., Chinn M., Lisack N., *Capital Controls and Foreign Reserve Accumulation: Substitutes or Complements in the Global Financial Crisis?*, March 2013, <http://www.ssc.wisc.edu/~mchinn/BCCL.pdf>
6. Calvo G.A., Izquierdo A., Loo-Kung R., *Optimal Holdings of International Reserves: Self-Insurance Against Sudden Stop*, National Bureau of Economic Research Working Paper, 2012, no. 18219.
7. Cruz M., Walters B., *Is the accumulation of international reserves good for development?*, „Cambridge Journal of Economics” 2008, no. 32.
8. De Beaufort W., Onno J., Kapteyn A., *Reserve Adequacy in Emerging Market Economies*, International Monetary Fund Working Paper, 2001, no. 01/143.
9. De Rezende L.D. A., *International Reserves: Protection at Sudden Stops?*, MSc. Dissertation, Department of Economics, Pontifical Catholic University of Rio de Janeiro 2005.

10. Dominguez K.M. E., *Foreign reserve management during the global financial crisis*, „Journal of International Money and Finance” 2012, vol. 31, issue 8, December.
11. Greenspan A., *Currency Reserves and Debt, Remarks before the World Bank Conference Recent Trends in Reserve Management*, Washington, 29 April 1999, <http://federalreserve.gov>.
12. Greenspan A., *Currency Reserves and Debt*, Bank for International Settlements Review, 1999, no. 47.
13. Grubel H., *The Demand for International Reserves: A Critical Review of the Literature*, „Journal of Economic Literature”, vol. 9, no. 4, December.
14. Guidotti P., *Remarks to the G-33 Seminar*, Bonn, 11 March 1999.
15. Heller R., *Optimal International Reserves*, „Economic Journal” 1966, no. 76.
16. International Monetary Fund, *Assessing Reserve Adequacy*, Washington, 14 February 2011.
17. International Monetary Fund, *Balance of Payments Manual*, Fifth Edition, Washington 1993.
18. International Monetary Fund, *Fifteenth Meeting of the IMF Committee on Balance of Payments Statistics*, Canberra, Australia, 21–25 October 2002.
19. International Monetary Fund, *The Adequacy of Monetary Reserves*, „International Monetary Fund Staff Papers” 1953, vol. 3, no. 2, October.
20. Jeanne O., Ranciere R., *The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: A New Formula and Some Applications*, CEPR Discussion Papers, 2008, no. 6723.
21. Kaminsky G.L., *Currency and Banking Crises: the Early Warnings of Distress*, International Monetary Fund Working Paper, 1999, no. 178.
22. Nugée J., *Foreign Exchange Reserves Management*, Foreign Handbooks in Central Banking, Centre for Central Banking Studies Bank of England, 2000, no. 9.
23. Ramachandran M., *The optimal level of international reserves: evidence for India*, „Economics Letters” 2004, vol. 83 (3).
24. Rodrik D., *The social cost of foreign exchange reserves*, „International Economic Journal” 2006, vol. 20, issue 3.
25. Rodrik D., *The social cost of foreign exchange reserves*, National Bureau of Economic Research Working Paper, 2011, no. 11952.
26. Rybiński K., *Globalizacja w trzech odstępach*, Difin, Warszawa 2007.
27. Shcherbakov S.G., *Fifteenth Meeting of the International Monetary Fund Committee on Balance of Payments Statistics Canberra*, Australia, October 2002.
28. Skrzypek S.S., *Banki centralne wobec światowego kryzysu*, w: *Banki centralne wobec kryzysu ekonomicznego*, red. J. Osiński, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2010.

29. Szpringer Z., *Oficjalne aktywa rezerwowe i rezerwa na pokrycie ryzyka zmian kursu złotego do walut obcych*, Biuro Studiów i Ekspertyz, Kancelaria Sejmu, 2005, informacja nr 1176.
30. Triffin R., *National Central Banking and the International Economy*, „Review of Economic Studies” February 1947.
31. World Bank, *World Development Indicators (WDI)*, Washington 2012.
32. Zeng S., *Study on Chinese foreign exchange reserves*, „Journal of Applied Finance & Banking” 2012, vol. 2, no. 1.



*Monika Czerwonka*

Kolegium Zarządzania i Finansów  
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

*Rafał Buczkowski*

Kolegium Zarządzania i Finansów  
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

# Finanse kulturowe

## 1. Wprowadzenie

Zdaniem T. Sedláčka zarówno modele ekonomiczne, jak i cała ekonomia często bywają osadzone w abstrakcyjnym świecie, który nie bierze pod uwagę różnych kontekstów – społecznych, historycznych, religijnych czy też kulturowych<sup>1</sup>. Ekonomia, a także finanse niejednokrotnie kompletnie zapominają, że bez zrozumienia kontekstu działań jednostek trudno jest badać ludzkie zachowania.

Pośród licznych teorii na temat finansów do najważniejszych należą neoklasyczne teorie finansów oraz obszar finansów behawioralnych. Jednak od niedawna u ich boku zaczęła wyrastać nowa dziedzina określana przez niektórych mianem finansów kulturowych (ang. *cultural finance*). Mimo swojego stosunkowo młodego wieku, sukcesywnie od lat 90. XX w. powstają w jej obszarze nowe teorie, które zdobywają coraz większą popularność i coraz więcej zwolenników. Nic dziwnego, bowiem badacze upatrują w tym podejściu szansę na wyjaśnienie wielu zjawisk występujących na rynkach finansowych i zachowań konsumentkich, które trudno wytłumaczyć na bazie dotychczasowych klasycznych teorii finansów.

Celem artykułu jest przedstawienie koncepcji finansów kulturowych oraz pokazanie wpływu uwarunkowań kulturowych na różne aspekty działalności gospodarczej. Na początku wyjaśnione zostanie pojęcie finansów kulturowych oraz przedstawione

---

<sup>1</sup> T. Sedláček, *Ekonomia dobra i zła*, Wydawnictwo Studio Emka, Warszawa 2012, s. 315.

dwóch głównych modeli kulturowych G. Hofstede i S.H. Schwartz. Następnie zostaną zaprezentowane przykłady wpływu czynników kulturowych na strukturę rynków finansowych oraz przykłady zachowania się inwestorów i przedsiębiorstw w otoczeniu finansowym.

## 2. Finanse kulturowe

Finanse kulturowe oparte są na założeniu, że jednostki żyjące w różnych regionach świata różnią się w wymiarach kulturowych, co wpływa na ich postrzeganie świata, w rezultacie przekładając się na odmienne zachowania w kontekście podejmowania decyzji ekonomicznych.

Badacze kultury od lat starają się znaleźć punkty wspólne i różnice, które charakteryzują ludzi żyjących w różnych regionach świata. W poszukiwaniach tych nie ograniczają się jedynie do odmiennego koloru skóry, języków, którymi posługują się ludzie, ich odmiennych tradycji i zwyczajów. W pierwszej połowie XX w., badając kultury narodowe, doszli oni do wniosku, że generalnie społeczeństwa stawiają czoła podobnym problemom, jednak mają inne podejście do ich rozwiązywania. W 1954 r. psycholog D. Levinson i socjolog A. Inkeles wyróżnili główne i uniwersalne kulturowo problemy ważne zarówno dla funkcjonowania społeczeństw, jak i dla jednostek tworzących mniejsze lub większe grupy społeczne. Zaliczyli do nich stosunek wobec władzy, koncepcję jednostki, w tym jej relację ze społeczeństwem oraz koncepcję męskości i kobiecości, a także sposoby rozwiązywania konfliktów<sup>2</sup>. Analizując wymienione czynniki oraz zakładając że słowo „kultura” nie jest zarezerwowane wyłącznie dla narodów, lecz także dla grup etnicznych oraz mniejszych komórek, takich jak organizacja, profesje czy rodzina, badacze zaczęli głębiej badać różnice kulturowe.

Wiele z prac na ten temat zostało stworzonych przy pomocy modelu kulturowego G. Hofstede oraz modelu wartości S.H. Schwartz, które w wyczerpujący sposób opisują uniwersalne czynniki kulturowe charakteryzujące społeczeństwa na całym świecie.

### 2.1. Model kulturowy Hofstede

W latach 60. i 70. XX w. holenderski socjolog G. Hofstede dokonał analizy zachowania się pracowników IBM w ponad 50 krajach świata. Ponad 116 tysięcy

---

<sup>2</sup> G. Hofstede, *Kultury i organizacje*, PWE, Warszawa 2000, s. 49–51.



wypełnionych kwestionariuszy zawierało pytania na temat wartości, do których ustosunkowali się menadżerowie międzynarodowej organizacji. Na bazie tych badań wyodrębniono empirycznie wymiary kulturowe uniwersalne dla badanych krajów i dobrze odnoszące się do stawianych wyżej problemów. Wymiar kulturowy (cechę kultury) G. Hofstede definiuje jako „pewien aspekt kultury, dający się zmierzyć i pozwalający określić pozycję danej kultury wobec innych kultur”<sup>3</sup>. Teoria zaproponowana przez niego zakłada istnienie czterech takich wymiarów: Indywidualizmu, Unikania Niepewności, Dystansu Władzy (siła społecznej hierarchii), Wymiaru Męskości-Kobiecości (orientacja zadaniowa vs. orientacja na osobę). Poszczególne wymiary zostały opisane w najważniejszej pracy G. Hofstede *Kultury i organizacje*<sup>4</sup>.

**Indywidualizm (ang. *individualism*) vs. kolektywizm (ang. *collectivism*)** – wskazuje, w jakim stopniu jednostki są zintegrowane w grupie społecznej. W społeczeństwach indywidualistycznych nacisk kładziony jest głównie na osobiste osiągnięcia i prawa poszczególnych jednostek. Ludzie są z reguły samowystarczalni i dbają przede wszystkim o siebie i najbliższą rodzinę, stawiając własne dobro ponad dobrem ogółu. Przykładem krajów, które posiadają wysoki wskaźnik indywidualizmu są Stany Zjednoczone, Wielka Brytania czy Holandia. W opozycji do tego znajdują się kultury kolektywistyczne, w których jednostki razem ciężko pracują na wspólny dobrobyt, jako członkowie zwartych i współdziałających organizmów społecznych. Ludzie posiadają tam duże, wielopokoleniowe rodziny, które stanowią dla nich źródło bezpieczeństwa. Przykładem krajów, które charakteryzują się niskim wskaźnikiem indywidualizmu są kraje Ameryki Południowej oraz Ameryki Środkowej, Tajwan czy Korea Południowa.

**Dystans władzy (ang. *power distance index*)** – oznacza zakres, w jakim jednostki przynależące do różnego rodzaju organizacji oraz grup (jak na przykład rodzina) i posiadające mały zakres władzy akceptują i postrzegają nierówności społeczne. Kraje, które wykazują niski wskaźnik dystansu władzy są bardziej demokratyczne i gotowe do konsultacji społecznych, natomiast kraje o wysokim wskaźniku preferują władzę utrzymywaną silną ręką, czyli rządy autorytarne.

**Unikanie niepewności (ang. *uncertainty avoidance index*)** – oznacza zakres, w jakim członkowie kultur radzą sobie z niepewnością w sytuacjach nowych i niepewnych. Obywatele krajów o wysokim wskaźniku są przeciętnie bardziej emocjonalni i wykazują się większym niepokojem społecznym. W takich krajach minimalizowanie niepewności objawia się m.in. na wymiarze norm, poprzez planowanie i wcielanie w życie zasad, praw i regulacji. Z kolei kraje o niskim wskaźniku akceptują i dobrze

---

<sup>3</sup> Por. ibidem, s. 51.

<sup>4</sup> G. Hofstede, op.cit., s. 61–211.

znoszą nieustrukturyzowane sytuacje, zmiany w środowisku społecznym i preferują małą ilość regulacji. Obywatele tych krajów zdają się bardziej pragmatyczni i wykazują się lepszą tolerancją na zmianę.

**Męskość vs. kobiecość (ang. *masculinity vs. femininity*)** – wymiar ten pokazuje odmienność ról płciowych. Kultury silnie zmaskulinizowane charakteryzują się wysokim współzawodnictwem, asertywnością, materializmem oraz znacznym poziomem ambicji i potrzebą władzy, podczas gdy kultury feministyczne kładą większy nacisk na relacje oraz na jakość życia. W kulturach męskich różnice w rolach poszczególnych płci są bardzo wyraźne, w opozycji do społeczeństw żeńskich, gdzie zarówno kobiety, jak i mężczyźni dzielą podobne wartości, kładąc nacisk na skromność i troskę o drugiego człowieka.

Wymiary wyodrębnione przez G. Hofstede nakazują nam pamiętać, że ludzie, mimo posuwającej się globalizacji i uniwersalizacji świata, różnią się między sobą nie tylko w wymiarze fizycznym i językowym, lecz także na poziomie wartości i podejścia do rozwiązywania problemów. Dlatego właśnie jego *Kultury i organizacje* stanowiły silny impuls do rozpoczęcia badań mających na celu znalezienie pozostałych elementów wspólnych między czynnikami kulturowymi a innymi dziedzinami życia, w tym ekonomią i zachowaniami uczestników rynku. Przełożyło się to na liczne odkrycia w zakresie różnic w zarządzaniu, teorii organizacji, rachunkowości, stylu konsumpcji, finansów przedsiębiorstwa, zarządzania płynnością i inwestowania<sup>5</sup>.

## 2.2. Model wartości Schwartza

Innym badaczem kultury, z którego odkryć czerpie dziedzina finansów, jest S.H. Schwartz, psycholog społeczny, który na podstawie badań w kilkudziesięciu krajach świata stworzył uniwersalną listę wartości, a na jej podstawie – teorię wartości. W ujęciu S.H. Schwartza wartość jest pożądanym, niezależnym od sytuacji celem, różniącym się pod względem znaczenia i wyznaczającym zasady współżycia jednostek i całych społeczeństw. Są one oparte na podstawie potrzeb biologicznych jednostek, uwarunkowaniach społecznych interakcji i wymagań, które muszą być spełnione, by możliwe było harmonijne współżycie grup społecznych<sup>6</sup>. Na podstawie próby z 93 grup etnicznych z 73 krajów świata S.H. Schwartz wyróżnił 7 uniwer-

<sup>5</sup> W. Breuer, B. Quinten, *Cultural Finance*, SSRN eLibrary 2009, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1282068> (dostęp: 28.04.2012), s. 12–15.

<sup>6</sup> S.H. Schwartz, *Are There Universal Aspects in the Structure and Contents of Human Values?*, „Journal of Social Issues” 1994, vol. 50, s. 19–45.

salnych wymiarów kulturowych, które najlepiej opisują wartości kulturowe, jakimi kierują się ludzie na całym świecie<sup>7</sup> 8:

**Konserwatyzm (ang. *conservatism*)** – odnosi się do zachowania istniejących nakazów i tradycji. Bliskie relacje społeczne i identyfikacja ze społecznością sprawiają, że kolektywne dobro jest stawiane na piedestale życia każdej jednostki. Do podstawowych wartości, łączonych z tym wymiarem, należą: zachowanie *status quo*, respekt do tradycji, rodzina i bezpieczeństwo narodowe, mądrość i adaptacja. Na drugim biegunie tego wymiaru znajduje się autonomia.

**Autonomia (ang. *autonomy*)** – opisuje, do jakiego stopnia interesy jednostek i ich pragnienia są realizowane w społeczeństwie. Wymiar ten został podzielony na dwa podwymiary – pierwszy to autonomia intelektualna (ang. *intellectual autonomy*), w której kładzie się nacisk na pomysły jednostek i indywidualizm w myśleniu oraz wspieranie go. Wartości w tym wymiarze to ciekawość, kreatywność i otwartość umysłu. Drugi natomiast to autonomia afektywna, która skupia się na dążeniach jednostki do poszukiwania i wyrażania uczuć i emocji przez jednostkę, tak, aby żyła w spełnieniu. Wartości określające ten wymiar to m.in.: radość, podekscytowanie oraz zróżnicowane życie.

**Osadzenie (ang. *embeddedness*)** – w kulturach o wysokim stopniu osadzenia, ludzie postrzegają siebie jako jednostki silnie osadzone w kolektywnej wspólnoty. Sens życia opiera się w głównej mierze na relacjach społecznych, identyfikacji z grupą, uczestniczeniu w życiu wspólnoty i osiągnięciu wspólnych celów. Kładzie się w nich duży nacisk na zachowanie *status quo* między jednostkami i zapobiega się wszelkim działaniom mogącym naruszyć wewnątrzgrupową solidarność i tradycyjny porządek. Ważnymi wartościami w tym wymiarze są: porządek społeczny, respekt dla tradycji, bezpieczeństwo, posłuszeństwo i mądrość.

**Hierarchia (ang. *hierarchy*)** – pokazuje stopień, w jakim akceptowana jest hierarchiczna struktura społeczeństwa i wynikający z tego podział ról oraz alokacja zasobów. Podstawowym odniesieniem jest legitymizacja nierówności w podziale władzy. Do podstawowych wartości należą tu: moc społeczna, autorytet, pokora i dobrobyt. Przeciwnym wymiarem jest egalitaryzm.

**Egalitaryzm (ang. *egalitarianism*)** – pokazuje poziom, w jakim ludzie są gotowi pomagać sobie nawzajem lub dobrowolnie wspierać i umacniać wspólny dobrobyt.

---

<sup>7</sup> S.H. Schwartz, *A Theory of Cultural Value Orientation: Explication and Applications*, „Comparative Sociology” 2006, vol. 2–3, s. 137–182.

<sup>8</sup> S.H. Schwartz, *Mapping and interpreting cultural differences around the world*, w: *Comparing Cultures, Dimensions of Culture in a Comparative Perspective*, eds. H. Vinken, P. Ester, J. Soeters, Brill, Leiden 2004.

W kulturach egalitarnych jednostki są postrzegane jako równe. Podstawowe wartości to równość, sprawiedliwość społeczna, wolność i odpowiedzialność.

**Mistrzostwo (ang. *mastery*)** – pokazuje, w jaki sposób społeczności współgrają ze sobą i tworzą wspólną rzeczywistość. Jednostki żyjące w kulturze o wysokim wskaźniku mistrzostwa działają proaktywnie i poprzez realizację swoich interesów wzbogacają dobrobyt publiczny. Wspólne cele i zaangażowanie ludzi są sterowane przez takie wartości, jak ambicja, sukces, odwaga i kompetencja. Przeciwnym wymiarem do mistrzostwa jest harmonia.

**Harmonia (ang. *harmony*)** – odnosi się do współżycia ludzi ze środowiskiem naturalnym. Do podstawowych wartości należy pojednanie z naturą, ochrona środowiska i skupienie się na pięknie świata.

Na bazie tych wymiarów można podzielić świat na regiony kulturowe, takie jak: Europa Zachodnia, Europa Wschodnia, kraje anglosaskie, kraje arabskie, kraje konfucjańskie, Azja Południowa, Afryka i Ameryka Łacińska<sup>9</sup>. Dla przykładu, społeczeństwa Europy Zachodniej kładą nacisk na egalitaryzm, autonomię i harmonię, natomiast wyraźnie niżej punktują na skali hierarchii, mistrzostwa i osadzenia. Taki model kulturowy najbardziej pasuje do bogatych, demokratycznych krajów, gdzie dbałość o środowisko jest szczególnie ważna<sup>10</sup>.

Przedstawione wymiary mają bezpośredni wpływ na to, jak ludzie zachowują się w kontekście relacji międzyludzkich, środowiska pracy, środowiska naturalnego, co przekłada się także na zachowania ekonomiczne. Dlatego też model kulturowy S.H. Schwartza dołożył kolejną cegiełkę do dziedziny finansów kulturowych, oferując nowe narzędzia do analizy zachowań podmiotów gospodarczych

### 3. Przykłady wpływu uwarunkowań kulturowych na różne aspekty działalności gospodarczej

#### 3.1. Struktura kapitału

Fachowa literatura finansowa szeroko opisuje zagadnienie optymalnej struktury kapitału firm i przedsiębiorstw. Okazuje się, że mimo dość dużej wiedzy na temat optymalizacji struktury kapitałowej, kraje różnią się między sobą w tym zakresie<sup>11</sup>.

<sup>9</sup> W. Breuer, B. Quinten, op.cit., s. 6.

<sup>10</sup> S.H. Schwartz, *Mapping and interpreting cultural...*, op.cit.

<sup>11</sup> C.W. Chui, A.E. Lloyd, C.Y. Kwok, *The determination of capital structure: Is national culture a missing piece to the puzzle?*, „Journal of International Business Studies” 2002, vol. 33, no. 1, s. 99–127.

Jednym z czynników, który jest niejednorodny między krajami jest poziom wykorzystywania dźwigni finansowej, a co za tym idzie, zastosowanie długu do finansowania działalności gospodarczej. Poszukując odpowiedzi na pytanie skąd bierze się ta różnica, badacze sięgnęli do czynników kulturowych, podejrzewając, że mogą one wpływać na postrzeganie kosztów i ryzyka finansowania długiem przez menadżerów zarządzających kapitałem. Dwaj badacze, C.W. Chui i A.E. Lloyd, postanowili sprawdzić, używając modelu wartości S.H. Schwartza, czy kultura rzeczywiście wpływa na strukturę kapitału. Odwołali się oni do wymiaru konserwatyzmu (ang. *conservatism*), zakładając, że w krajach, które osiągają wysokie wartości na tej skali (np. Jemen, Senegal, Nigeria) firmy tam operujące będą kładły duży nacisk na harmonijne środowisko pracy, utrzymanie dobrego wizerunku i bezpieczeństwo oraz tradycje, a to przełoży się na niski wskaźnik długu w bilansach firm. Dodatkowo, założyli oni, że w kulturach o wysokim wskaźniku mistrzostwa (np. Stany Zjednoczone) również menadżerowie rzadziej będą sięgali po finansowanie długiem. Jak się okazało, ich hipotezy okazały się prawdziwe, zarówno na poziomie firm, jak i narodowym. Co więcej wyniki te okazały się istotne, nawet biorąc pod uwagę różnicę w poziomie rozwoju ekonomicznego poszczególnych krajów, ich systemów prawnych, poziomu funkcjonowania instytucji finansowych i determinantów wskaźnika długu (wysokość środków trwałych, koszty agencyjne, wielkość firmy i rentowność)<sup>12</sup>.

W innych badaniach D. Griffin i współpracownicy również wykazali wpływ czynników kulturowych na strukturę kapitałową firm. Na podstawie danych dotyczących spółek zagranicznych zlokalizowanych w Chinach wskazali, że wymiary mistrzostwa i unikania niepewności (ang. *hofstede*) przekładają się na wskaźniki korzystania z długu jako formy finansowania. Firmy z krajów o wysokim wskaźniku mistrzostwa korzystały w mniejszym stopniu z finansowania długiem. Z kolei firmy z regionów kulturowych o wysokim wskaźniku unikania niepewności i konserwatyzmu sięgały chętniej po ten rodzaj pozyskiwania kapitału<sup>13</sup>.

Badania te pokazały, że kultura danego państwa może wpływać na strukturę bilansów firm działających w danym kraju, potwierdzając słuszność badań nad finansami w ujęciu kulturowym i konieczność uwzględniania ich przy podejmowaniu decyzji na szczeblu korporacyjnym.

---

<sup>12</sup> Ibidem.

<sup>13</sup> D. Griffin, K. Li, H. Yue, L. Zhao, *Country of origin effects in capital structure decisions: Evidence from foreign direct investments in China*, SSRN eLibrary 2009, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1354403> (dostęp: 28.04.2012).

### 3.2. System bankowy vs. rynki finansowe

Obecnie na świecie można wyróżnić dwa główne rodzaje systemów finansowych. W części krajów dominuje sektor bankowy, a w pozostałych rynki finansowe. Dla przykładu, wskaźnik kapitalizacji rynku w stosunku do Produktu Krajowego Brutto w Stanach Zjednoczonych wyniósł 119% w 2012 r. (jest to region zorientowany na rynkach finansowych), przy czym w Niemczech było to jedynie 43,7%<sup>14</sup>. Dlaczego w jednych krajach dominuje system bankowy a w innych rynki finansowe? Wydaje się, że odpowiedzi na to pytanie należy szukać m.in. w dziedzinie finansów kulturowych. C. Kwok i S. Tadesse, znaleźli wytłumaczenie, wykorzystując w swoich badaniach model kulturowy Hofstede<sup>15</sup>. Konkretnie, zastosowali w tym celu wymiar unikania niepewności (ang. *uncertainty avoidance index*, UAI), którego niski wskaźnik oznacza, że społeczeństwa lepiej radzą sobie z niepewnością i akceptują ryzyko w większym stopniu niż społeczeństwa punktujące wysoko na tym wymiarze. Okazało się, że w krajach o wysokim wskaźniku UAI, dominującym systemem był system bankowy. Rozwiązanie może wydawać się intuicyjne, gdyż rynki finansowe i operowanie na nich z reguły cechują się wyższym poziomem ryzyka i niepewności niż bankowe instrumenty oferowane podmiotom gospodarczym. I w ten sposób kraje anglosaskie, takie jak Stany Zjednoczone czy Wielka Brytania są zdominowane przez rynek kapitałowy, podczas gdy Europa Kontynentalna i Japonia preferują system bankowy<sup>16</sup>.

W innych badaniach nad środowiskiem finansowym wykorzystano przeciwstawne wymiary kulturowe Schwartz – osadzenie (ang. *embeddednes*) vs. autonomia (ang. *autonomy*), hierarchia (ang. *hierarchy*) vs. egalitaryzm (ang. *egalitarianism*) i mistrzostwo (ang. *mastery*) vs. harmonia (ang. *harmony*). Okazało się, że kraje, w których duży nacisk kładzie się na osadzenie w społeczeństwie, egalitaryzm i harmonię, zwykle są zdominowane przez sektor bankowy, jako system organizujący pracę gospodarki. Z drugiej strony w regionach kulturowych, punktujących wyżej na wymiarach autonomii, hierarchii i mistrzostwa pod tym względem przeważają rynki finansowe. Bierze się to za pewne stąd, że sektor bankowy oparty jest na takich wartościach, jak porządek społeczny i równość, podczas gdy rynek kapitałowy opiera się na niezależności i autorytecie. Dla przykładu, systemy finansowe Japonii i Wiel-

---

<sup>14</sup> Na podstawie danych z <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS> z dnia 10.08.2013.

<sup>15</sup> C. Kwok, S. Tadesse, *National culture and financial systems*, „Journal of International Business Studies” 2006, vol. 37, no. 2, s. 227–247.

<sup>16</sup> Zob. ibidem.

kiej Brytanii są doskonałymi przykładami na potwierdzenie tej teorii. Gospodarka Japonii, gdzie odnotowano wysokie wskaźniki osadzenia, egalitaryzmu i harmonii, oparta jest na sektorze bankowym.

Z drugiej strony mamy Wielką Brytanię punktującą wysoko na wymiarach Autonomii, Hierarchii i Mistrzostwa, która znana jest z mocno rozwiniętego rynku finansowego<sup>17</sup>.

### 3.3. Zjawisko *home bias*

Snując rozważania na temat zarządzania aktywami inwestycyjnymi i trzymając się neoklasycznej teorii finansów, powinniśmy przyjąć, że inwestorzy konstruując swoje portfolio, działają w myśl teorii portfelowej. Mówi ona o tym, że akcjonariusze kupują krajowe i zagraniczne aktywa w celu maksymalizacji użyteczności swojego pakietu akcji<sup>18</sup>. W praktyce inwestorzy wcale nie postępują w tym wypadku w sposób racjonalny. Zamiast kupować zróżnicowane pakiety akcji, koncentrują się bardziej na krajowym rynku kapitałowym, nawet pomimo przewidywanej, wyższej stopy zwrotu, w wypadku zakupu zagranicznych udziałów. Zjawisko to w literaturze nazywane jest *home bias*. Do przyczyn tego zjawiska należy utrudniony dostęp do inwestycji w aktywa zagraniczne, takie jak ograniczenia prawne i dodatkowe koszty transakcyjne, a także ryzyko walutowe i asymetria informacji<sup>19</sup>. Podobnie jak w przypadku poprzednio opisywanych zjawisk, siła występowania *home bias* różni się między krajami, a różnice te można tłumaczyć uwarunkowaniami kulturowymi. Naukowcy postanowili sprawdzić, w jaki sposób wymiary kulturowe G. Hofstede, a konkretnie unikanie niepewności, indywidualizm oraz męskość wpływają na skalę omawianego zjawiska. W swoich założeniach przyjęli, że wysoki wskaźnik unikania niepewności będzie wiązał się preferencją do bezpiecznych i znanych inwestycji krajowych, a kapitał zainwestowany za granicą będzie zdywersyfikowany w większości w znanych i dużych spółkach, przy zdecydowanie mniejszej ilości aktywów w mniejszych i bardziej ryzykownych firmach. Hipoteza ta została potwierdzona. Inwestorzy z krajów o wysokim wskaźniku unikania niepewności w większym stopniu ulegają zjawisku *home bias*. Jednocześnie wykazali, że wysoki wskaźnik

---

<sup>17</sup> W. Breuer, A.J. Salzmann, *National Culture and Corporate Governance*, SSRN eLibrary 2009, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1260746> (dostęp: 28.04.2013).

<sup>18</sup> H. Levy, S. Marshall, *International diversification of investment portfolios*, „The American Economic Review” 1970, vol. 60, s. 668–675.

<sup>19</sup> <http://www.obserwatorfinansowy.pl/badania-i-raporty/home-bias-%E2%80%93-powszechna-mentalnosc-inwestorow/> (dostęp: 28.04.2013).

indywidualizmu i męskości ograniczają to zjawisko i prowadzą do wyższej dywersyfikacji zagranicznego portfela akcji<sup>20</sup>.

Powyzsze wnioski zostały potwierdzone w badaniach S. Beugelsdijk i B. Frijns, które pokazały, że inwestorzy z krajów punktujących wyżej na skali Indywidualizmu chętniej sięgają po zagraniczne aktywa, podczas gdy ich koledzy z krajów o wysokim wskaźniku unikania niepewności lokują zdecydowanie mniej kapitału w „obce” firmy<sup>21</sup>.

### 3.4. Strategie inwestycyjne w obliczu wymiarów kultury

Kolejnym aspektem, w którym różnice kulturowe odgrywają ważną rolę, są preferencje stosowania określonych strategii inwestycyjnych. Termin efekt *momentum* oznacza kształtowanie się ceny akcji na rynku, w taki sposób, że akcje, które w ostatnim czasie zyskiwały najwięcej, będą kontynuować tę passę w przyszłości. Zyskowność tej strategii została potwierdzona w kilku badaniach, jednak nie do końca zrozumiała jest przyczyna i fenomen tego zjawiska<sup>22</sup>. Niektórzy badacze upatrują wyjaśnienie w inklinacjach behawioralnych, dowodząc, że strategia *momentum* związana jest ze zjawiskiem nadmiernej pewności siebie (przecenianie swoich możliwości i wiedzy<sup>23</sup>) oraz podstawowego błędu atrybucji (przypisywanie własnej osobie wrodzonych zdolności, talentu itp. w wypadku odnoszenia sukcesu a tłumaczenie porażek przez pryzmat czynników zewnętrznych i okoliczności)<sup>24</sup>. Co jednak powoduje, że strategię tę stosuje się w różnym stopniu, w zależności od położenia geograficznego? Do zbadania tego zjawiska posłużył model kulturowy G. Hofstede, a konkretnie wymiar indywidualizmu. Naukowcy powiązali to, że obywatele społeczeństw indywidualistycznych odznaczają się wyższą wiarą we własne umiejętności i optymizmem, a dzieci wychowywane są w przekonaniu, że są ponadprzeciętne i urodziły się zwycięzcami. Rzeczywiście, badania psychologiczne pokazały, że obywatele kultury zachodniej, w tym Stanów Zjednoczonych żyją w przekonaniu, że ich zdolności są wyższe niż przeciętne, podczas gdy w kulturze wchodniej np. Japonii nie zaobserwowano tego

<sup>20</sup> C.W. Anderson, M. Fedina, M. Hirschey, H. Rantala, *There's no place like home: Cultural influences on international diversification by institutional investors*, Working Paper, Lawrence 2007.

<sup>21</sup> S. Beugelsdijk, B. Frijns, *A cultural explanation of the foreign bias in international asset allocation*, „Journal of Banking & Finance” wrzesień 2010, vol. 34, no. 9, s. 2121–2131.

<sup>22</sup> A. Chui, S. Titman, K. Wei, *Individualism and Momentum around the World*, „Journal Of Finance” 2010, vol. 65, no. 1, s. 361–392.

<sup>23</sup> Por. M. Czerwonka, B. Gorlewski, *Finanse behawioralne*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2012.

<sup>24</sup> K. Daniel, D. Hirshleifer, A. Subrahmanyam, *Investor psychology and security market under- and overreactions*, „Journal of Finance” 1998, vol. 53, s. 1839–1886.



efektu<sup>25</sup>. Silne przekonanie o wysokich umiejętnościach w prosty sposób przekłada się na przekonanie o nieomyślności w swoich przewidywaniach, co przekłada się na efekt nadmiernej pewności siebie i występowanie podstawowego błędu atrybucji. A. Chui, S. Titman i K. Wei postanowili sprawdzić, w jaki sposób wymiar indywidualizmu różnicuje poczynania inwestorów na światowych rynkach akcji. Okazało się, że nie tylko wpływa on na wykorzystywanie strategii momentum w zarządzaniu portfelem akcji, lecz generuje także większy wolumen obrotu akcji i zwiększa zmienność cen rynkowych. Dodatkowo, kraje punktujące wysoko na skali indywidualizmu wykazywały wyższe stopy zwrotu ze stosowania omawianej strategii inwestycyjnej. Wyniki te wskazują, że inwestorzy wywodzący się z różnych kultur interpretują sygnały pochodzące z rynku w odmienny sposób, co potwierdza hipotezę, że ulegają oni w różnym stopniu zniekształceniom poznawczym. Jedną z interpretacji mówi, że relacja pomiędzy zyskami ze strategii momentum a różnicami kulturowymi wynika z tego, że w mniej indywidualistycznych kulturach akcjonariusze przykładają mniejszą wagę do informacji, do której doszli sami, a większą wartość przypisują zgodności z informacjami podawanymi przez swoich kolegów<sup>26</sup>.

### 3.5. Konsumpcja ubezpieczeń

Analizując zachowania konsumentów sięgających po produkty finansowe, nie można lekceważyć różnic kulturowych, które wydaje się, że mają silny wpływ na ich postrzeganie świata, a co za tym idzie na decyzje zakupowe. Uwzględniając wymiary kulturowe G. Hofstede, badacze zauważyli, że mogą one determinować w pewnym stopniu rodzaje produktów kupowanych na co dzień. Dla przykładu, okazuje się, że w regionach o wysokim wskaźniku unikania niepewności ludzie piją więcej wody mineralnej, kupują więcej świeżych owoców, spożywają mniej lodów oraz mrożonek, co wskazuje na zdrową kulturę żywienia. Jeżeli chodzi o rynek inwestycyjny, to unikanie niepewności przekłada się na mniejszą ilość inwestycji w akcje przy relatywnie większych inwestycjach w metale i kamienie szlachetne. Rynek ubezpieczeniowy jest powiązany z rynkiem inwestycyjnym i finansowym, więc tutaj również można upatrywać wpływu wymiarów kulturowych. Podczas gdy ludzie oczekują na zwrot z inwestycji, wielu z nich kupuje również polisy na życie, zabezpieczające byt ich rodziny na wypadek nieprzewidzianej śmierci. Badacze, analizując różnice kulturowe w zachowaniach konsumenckich, zauważyli różnice w poziomie popytu

<sup>25</sup> H.R. Markus S. Kitayama, *Culture and the self: Implications for cognition, emotion, and motivation*, „Psychological Review” 1991, vol. 98, s. 224–253.

<sup>26</sup> A. Chui, S. Titman, K. Wei, op.cit., s. 361–392.

na polisy ubezpieczeniowe między krajami. Stwierdzili, że konsumenci, aby podjąć decyzję o zakupie, potrzebowali do tego konkretnych powodów, które najczęściej miały swoje źródło w określonych normach społecznych, mocno uwarunkowanych kulturowo. Badania dotyczące tematu kultury i biznesu wskazują, że kultura ma bardzo silny wpływ na indywidualne zachowania jednostki, szczególnie w warunkach niepewności i wieloznaczności<sup>27</sup>. Przyglądając się konstrukcji produktu finansowego, jakim jest ubezpieczenie, można powiedzieć, że jest to dość abstrakcyjna, złożona usługa, zorientowana na niepewne, przyszłe korzyści, która jest trudna do oceny nawet po fakcie zakupu. Można więc stwierdzić, że niepewność i wieloznaczność jest wpisana w charakter ubezpieczenia. Biorąc pod uwagę te unikalne właściwości, tym bardziej wydaje się, że kultura może determinować różnice w konsumpcji polis ubezpieczeniowych na świecie<sup>28</sup>.

Rozważając to zagadnienie, warto wziąć pod uwagę model H.R. Markusa i S. Kitayamy, który pokazuje, że w zależności od kultury, ludzie kładą nacisk albo na niezależność w życiu (tzn. na zachowanie autonomii), albo współzależność (tzn. zorientowanie na wspólne obcowanie i związki). To z kolei wpływa na to, że ludzie tworzą własne konstrukty osobowościowe, które są albo współzależne, albo niezależne<sup>29</sup>. Badania H.R. Markusa i S. Kitayamy pokazały, że niezależny konstrukt osobowościowy jest częściej spotykany w Ameryce Północnej i w krajach Europy Zachodniej, podczas gdy współzależne częściej występują w krajach azjatyckich. Dlatego jednostki wywodzące się ze społeczności o niezależnym konstrukcie będą podkreślać swój indywidualizm i niezależność od społeczności, podczas gdy osoby o współzależnym konstrukcie będą koncentrować się na potrzebach i celach innych, traktując je po części jako swoje<sup>30</sup>. A. Chui i C. Kwok w swoich rozważaniach postanowili przenieść te koncepty na grunt konsumpcji ubezpieczeń na życie. Zakładali oni, że ludzie o niezależnym konstrukcie osobowościowym będą w większym stopniu polegać na rynku ubezpieczeń niż na sieci społeczności (pomoc finansowa krewnego dla rodziny w wypadku śmierci jednego z jej członków) niż ludzie o współzależnym konstrukcie. Jednak z racji tego, że nie byli oni w stanie zmierzyć różnic w poziomie współzależności i niezależności pomiędzy kulturami, użyli do tego celu wymiaru indywidualizmu z modelu kulturowego G. Hofstede, upatrując

---

<sup>27</sup> A. Chui, C. Kwok, *National culture and life insurance consumption*, „Journal of International Business Studies” 2008, vol. 39, no. 1, s. 88–101.

<sup>28</sup> L.A. Crosby, N. Stephens, *Effects of relationship marketing on satisfaction, retention, and prices in the life insurance industry*, „Journal of Marketing Research” 1987, vol. 24 (4), s. 404–411.

<sup>29</sup> H.R. Markus, S. Kitayama, op.cit., s. 224–253.

<sup>30</sup> S.J. Heine, D.R. Lehman, *Cultural variation in unrealistic optimism: Does the West feel more invulnerable than the East?*, „Journal of Personality and Social Psychology” 1995, vol. 68 (4), s. 595–607.

w nim dobre narzędzie pośredniczące. Postawili hipotezę, że konsumpcja ubezpieczeń w danym kraju będzie pozytywnie skorelowana z poziomem indywidualizmu. Druga hipoteza mówiła z kolei, że konsumpcja ubezpieczeń jest negatywnie skorelowana ze wskaźnikiem dystansu władzy. To przypuszczenie wynikało z przekonania, że skoro podwładni oddają większą ilość władzy w ręce rządzących, to mogą oczekiwać, że będą oni sprawować pieczę nad ich majątkami, a w wypadku śmierci, członkowie ich rodzin otrzymają docelową pomoc od państwa. To z kolei przełoży się na mniejsze zapotrzebowanie na rynek ubezpieczeń.

W celu sprawdzenia hipotez naukowcy dokonali analizy danych z 41 krajów świata z lat 1976–2001. Wyniki pokazały, że indywidualizm faktycznie wpływa pozytywnie na zakup polis ubezpieczeniowych, podczas gdy wyższy wskaźnik dystansu władzy przekłada się na niższą konsumpcję, co również jest zgodne z założoną hipotezą badawczą.

Badania A. Chui i C. Kwok dowiodły, że najważniejszym czynnikiem kulturowym wpływającym na wybór ubezpieczeń jest wymiar indywidualizmu. Dzieje się tak prawdopodobnie dlatego, że w indywidualistycznych społeczeństwach grupy osób spokrewnionych i zależnych od siebie są zwykle małe, co w przypadku nieoczekiwanej śmierci jednej z osób oznacza zwykle, że nie mogą one liczyć na pomoc finansową krewnych. Z tego względu wolą polegać na ubezpieczeniach. Ponadto ludzie z tych regionów kulturowych mogą czerpać satysfakcję z wiary w to, że są w stanie pokonać wszelkie przeciwności losu w pojedynkę, a poleganie na innych uważają za oznakę słabości<sup>31</sup>.

Badania te mogą zostać zastosowane przez międzynarodowe koncerny ubezpieczeniowe do tworzenia strategii sprzedażowych na całym świecie. Określając rynek zbytu, mogą one uwzględniać nie tylko czynniki ekonomiczne, demograficzne i instytucjonalne, lecz wykorzystać również różnice kulturowe, maksymalizując przy tym swoje wyniki finansowe. Wyniki przeprowadzonych badań mogą również znaleźć swoje zastosowanie w dziedzinie reklamy. Projektując kampanię reklamową polisy ubezpieczeniowej, kierowaną do potencjalnych nabywców, firmy mogą na przykład podkreślać to, że w obecnie szybko zmieniających się realiach poleganie na krewnych lub na władzy, w przypadku niespodziewanych zdarzeń, może okazać się niewystarczające<sup>32</sup>.

---

<sup>31</sup> A. Chui, C. Kwok, op.cit., s. 88–101.

<sup>32</sup> Ibidem.

### 3.6. Uwarunkowania kulturowe a tolerancja ryzyka

Czy różnice kulturowe w preferencji ryzyka faktycznie istnieją? Na to pytanie zdali się odpowiedzieć C.K. Hsee i E.U. Weber, prowadząc badania na próbie respondentów z Chin i Stanów Zjednoczonych. Odkryli oni, że chińscy studenci przejawiali istotnie mniejszą awersję na ryzyko niż ich amerykańscy koledzy w wyborze pomiędzy ryzykownymi opcjami (na przykład podjęcie się ryzykowanej pracy, która jest perspektywiczna) a pewnymi rezultatami, zarówno w przypadku kiedy dane rezultaty dotyczyły zysków bądź strat. Przyczyn takiego stanu rzeczy upatrywali w czynnikach kulturowych, a konkretnie w modelu Hofstede, operując na wymiarach kolektywizmu i indywidualizmu. Według nich mniejsza awersja do ryzyka u Azjatów może być tłumaczona hipotezą „miękkiej poduszki”, która mówi, że w społecznie-kolektywistycznych kulturach, takich jak Chiny, w wypadku dużych trudności finansowych jednostki, która wybrała ryzykowną opcję, do pomocy wkracza rodzina bądź inni członkowie społeczności. W Stanach Zjednoczonych z kolei panuje podejście indywidualistyczne, gdzie jednostka musi osobiście ponieść konsekwencje swoich nietrafionych wyborów<sup>33</sup>.

Dowód na hipotezę „miękkiej poduszki” stanowią inne badania E.U. Webera, C.K. Hsee i J. Sokołowskiej, w których dokonali porównania amerykańskich i chińskich przysłów. Mając na uwadze, że hipoteza ta mówi, że różnice w preferencji ryzyka wynikają z różnic między głęboko zakorzenionymi i wyraźnymi podziałami międzykulturowymi, postanowili sprawdzić, czy przejawy kultury, takie jak przypowieści, klasyczna literatura lub przysłowia, mają wpływ na wymiar preferencji.

W tym celu przedstawili oni amerykańskim i chińskim studentom listy popularnych przysłów odnoszących się do podejmowania ryzyka, nie wskazując, które wywodzą się ich kręgu kulturowego, a które z obcego. Ich zadaniem było przyporządkowanie danych sentencji do kontekstu finansowego lub społecznego ryzyka i określenie, czy nakłaniają one do podejmowania ryzyka. Okazało się, że niezależnie od narodowości respondentów, to przysłowia chińskie były oceniane istotnie wyżej pod względem zachęcania do podejmowania ryzyka niż przysłowia amerykańskie. Jeżeli zaś chodzi o podział na ryzyko finansowe i społeczne, to Chińczycy ocenili rodzime przysłowia wyżej jako bardziej zachęcające do ryzykownych działań w kontekście finansów niż współzycia społecznego. W grupie amerykańskiej nie odnotowano istotnych różnic. Co więcej, przysłowia wywodzące się ze Stanów Zjednoczonych były w większości oceniane, jako mające zastosowanie bardziej

---

<sup>33</sup> C.K. Hsee, E.U. Weber, *Cross-national differences in risk preference and lay predictions*, „Journal of Behavior Decision Making” 1999, vol. 12, s. 165–179.

w decyzjach dotyczących ryzyka finansowego niż ryzyka społecznego, podczas gdy chińskie maksymy były równomiernie odnoszone do obu kontekstów. Wyniki te są spójne z wyższym wskaźnikiem kolektywizmu wśród mieszkańców Chin, co przekłada się na przypisywanie jednakowej wagi zmartwieniom finansowym i materialistycznym w stosunku do kwestii społecznych, podczas gdy Amerykanie cechujący się wysokim poziomem indywidualizmu, przywiązują mniejszą wagę do drugiego czynnika<sup>34</sup>. Wyniki te wskazują, że głęboko zakorzenione i kultywowane elementy kultury mogą wpływać na sposób myślenia i działania mieszkańców danego regionu, a w dalszym przełożeniu kształtować ich decyzje ekonomiczne i preferencje względem ryzyka.

## 4. Podsumowanie

Dokonując przeglądu zjawisk w obszarze finansów i decyzji ekonomicznych na podstawie badań prowadzonych na całym świecie, wyraźnie widać, że komponent kulturowy odgrywa znaczącą rolę w ich wyjaśnianiu. Jednocześnie potwierdzona została wysoka wartość modeli kulturowych Hofstede i Schwartza, które opisując w wyczerpujący sposób wymiary kulturowe, pozwoliły również na wytłumaczenie genezy wielu zjawisk, z którymi nie były sobie w stanie poradzić klasyczne teorie finansów.

Okazało się, że różnice międzykulturowe w istotny sposób wpływają na takie aspekty finansów, jak struktura kapitałowa przedsiębiorstw, środowisko finansowe krajów, planowanie finansowe oraz zarządzanie portfelem inwestycyjnym i ryzykiem. Wyniki tych badań są tym bardziej cenne, że mogą znaleźć liczne implikacje do tworzenia strategii biznesowych dla przedsiębiorstw operujących na międzynarodowych rynkach. Firmy mogą wykorzystać tę wiedzę na przykład do dopasowywania produktów finansowych i strategii inwestycyjnych do charakterystyki kulturowej danego regionu.

Finanse kulturowe obok finansów behawioralnych oferują nowe spojrzenie na jednostki oraz środowisko finansowe, jak również na naukę finansów. Interdyscyplinarne podejście do finansów okazuje się właściwym narzędziem w analizowaniu zachowań podmiotów gospodarczych, często nie do końca zrozumiałych na gruncie klasycznych teorii.

---

<sup>34</sup> E.U. Weber, C.K. Hsee, J. Sokolowska, *What Folklore Tells Us about Risk and RiskTaking: Cross-Cultural Comparisons of American, German, and Chinese Proverbs*, „Organizational Behavior and Human Decision Processes” 1998, vol. 75, no. 2, s. 170–186.

## Bibliografia

1. Anderson C.W., Fedina M., Hirschey M., Rantala H., *There's no place like home: Cultural influences on international diversification by institutional investors*, Working Paper, Lawrence 2007.
2. Beugelsdijk S., Frijns B., *A cultural explanation of the foreign bias in international asset allocation*, „Journal of Banking & Finance” 2010, vol. 34, no. 9, s. 2121–2131.
3. Breuer W., Quinten B., *Cultural Finance*, SSRN eLibrary 2009, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1282068>, s. 12–15 (dostęp: 28.04.2012).
4. Breuer W., Salzmann A.J., *National Culture and Corporate Governance*, SSRN eLibrary 2009, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1260746> (dostęp: 28.04.2013).
5. Chui A., Kwok C., *National culture and life insurance consumption*, „Journal of International Business Studies” 2008, vol. 39, no. 1, s. 88–101.
6. Chui A., Titman S., Wei K., *Individualism and Momentum around the World*, „Journal of Finance” 2010, vol. 65, no. 1, s. 361–392.
7. Chui C.W., Lloyd A.E., Kwok C.Y., *The determination of capital structure: Is national culture a missing piece to the puzzle?*, „Journal of International Business Studies” 2002, vol. 33, no. 1, s. 99–127.
8. Crosby L.A., & Stephens N., *Effects of relationship marketing on satisfaction, retention, and prices in the life insurance industry*, „Journal of Marketing Research” 1987, vol. 24 (4), s. 404–411.
9. Czerwonka M., B. Gorlewski, *Finanse behawioralne*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2012.
10. Daniel K., Hirshleifer D., Subrahmanyam A., *Investor psychology and security market under- and overreactions*, „Journal of Finance” 1998, vol. 53, s. 1839–1886.
11. Griffin, D., Li K., Yue H., Zhao L., *Country of origin effects in capital structure decisions: Evidence from foreign direct investments in China*, SSRN eLibrary 2009, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1354403> (dostęp: 28.04.2012).
12. Heine S.J., Lehman, D. R., *Cultural variation in unrealistic optimism: Does the West feel more invulnerable than the East?*, „Journal of Personality and Social Psychology” 1995, vol. 68 (4), s. 595–607.
13. Hofstede G., *Kultury i organizacje*, PWE, Warszawa 2000.
14. Hsee C.K., Weber E.U., *Cross-national differences in risk preference and lay predictions*, „Journal of Behavior Decision Making”, 1999, vol. 12, s. 165–179.
15. Kwok C., Tadesse S., *National culture and financial systems*, „Journal of International Business Studies” 2006, vol. 37, no. 2, s. 227–247.

16. Levy H., Marshall S., *International diversification of investment portfolios*, „The American Economic Review” 1970, vol. 60, s. 668–675.
17. Markus H.R., Kitayama S., *Culture and the self: Implications for cognition, emotion, and motivation*, „Psychological Review” 1991, vol. 98, s. 224–253.
18. Sedláček T., *Ekonomia dobra i zła*, Wydawnictwo Studio EMKA, Warszawa 2012.
19. Schwartz S.H., *Are There Universal Aspects in the Structure and Contents of Human Values?*, „Journal of Social Issues” 1994, vol. 50, s. 19–45.
20. Schwartz S. H., *A Theory of Cultural Value Orientation: Explication and Applications*, „Comparative Sociology” 2006, vol. 2–3, s. 137–182.
21. Schwartz S.H., *Mapping and interpreting cultural differences around the world*, w: *Comparing Cultures, Dimensions of Culture in a Comparative Perspective*, eds. H. Vinken, P. Ester, J. Soeters, Brill, Leiden 2004.
22. Weber E.U., Hsee C.K., Sokolowska J., *What Folklore Tells Us about Risk and Risk-Taking: Cross-Cultural Comparisons of American, German, and Chinese Proverbs*, „Organizational Behavior and Human Decision Processes” 1998, vol. 75, no. 2, s. 170–186.
23. <http://www.obserwatorfinansowy.pl/badania-i-raporty/home-bias-%E2%80%93-powszechna-mentalnosć-inwestorow/> (dostęp: 28.04.2013).





*Michał Ostaszewski*

Kolegium Zarządzania i Finansów

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

# Anioły biznesu jako oferenci kapitału dla finansowania przedsięwzięć o podwyższonym ryzyku

## 1. Wprowadzenie

Idea finansowania inwestycji dzięki wykorzystaniu kapitałów podwyższonego ryzyka nie jest zjawiskiem nowym. Pierwszym przypadkiem w historii wykorzystania *venture capital* była wyprawa Krzysztofa Kolumba. W 1492 r. Kolumb otrzymał pomoc finansową od Izabeli I Katolickiej, ówczesnej królowej Hiszpanii. Królowa, ryzykując wiele, dostrzegła pewne atuty przedsięwzięcia i ta decyzja okazała się bardzo dobra. W efekcie od końca XV w. Hiszpania odnotowała ogromny wzrost gospodarczy i polityczny dzięki zdobyczom kolonialnym<sup>1</sup>.

W czasach współczesnych przykładem finansowania inwestycji przez kapitały podwyższonego ryzyka były przedsiębiorstwa, takie jak: Ekstern Airlines, Xerox czy Alcoa. Firmy te powstały na początku XX w.<sup>2</sup>

W literaturze przedmiotu za moment powstania kapitałów podwyższonego ryzyka uważa się powstanie pierwszego funduszu – ARD (ang. *American Research and Development*). Podstawowym celem funduszu było umożliwienie inwestorom angażowania środków pieniężnych w nowe inwestycje oparte głównie na osiągnięciach technologicznych przemysłu zbrojeniowego z czasów drugiej wojny światowej.

---

<sup>1</sup> J. Grzywacz, A. Okońska, *Venture capital a potrzeby kapitałowe małych i średnich przedsiębiorstw*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2005, s. 48–49.

<sup>2</sup> M. Wrzesiński, *Kapitał podwyższonego ryzyka, proces inwestycyjny i efektywność*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2006, s. 38.

Fundusz miał swoje wzloty i upadki, jednak był on pierwszym i jedynym funduszem na świecie działającym w latach 1946–1957<sup>3</sup>.

Lata 60. i 70. XX w. to tak naprawdę narodziny pojęć *private equity* oraz *venture capital*. Pojęcie *private equity* wywodzi się z lat 70. XX w. ze Stanów Zjednoczonych. W Europie Holandia i Wielka Brytania jako pierwsze stosowały tego typu finansowanie. Oba pojęcia mają znaczenie bardzo szerokie i są różnie interpretowane, często też używa się ich zamiennie<sup>4</sup>.

Najszybszy rozwój rynku kapitałów podwyższonego ryzyka przypada na drugą połowę lat 90. XX w. Kwoty pozyskiwane przez fundusze wzrosły z 5 mld USD w roku 1991 do 100 mld USD w 1999 r. Tak bardzo dynamiczny wzrost związany był głównie z rozwojem nowych technologii informatycznych, przede wszystkim – Internetu<sup>5</sup>. Niestety od początku XXI w. notuje się spadek działalności inwestycyjnej na rynkach PE/VC, co jest związane z globalnym kryzysem ekonomicznym.

W Polsce początki rynku kapitałów podwyższonego ryzyka sięgają lat 90. Jest to rynek ciągle bardzo młody i rozwijający się. Kiedy wiarygodność Polski wzrosła na arenie międzynarodowej w połowie lat 90., nastąpił wzrost zainteresowania inwestorów naszym rynkiem. Pierwszym funduszem był Polski Prywatny Fundusz Kapitałowy I i II. W 1994 r. do grona funduszy dołączyło jeszcze sześć innych tego typu instytucji (Poland Partners, Pioneer Poland Fund, Poland Investment Fund, Renaissance Capital, White Eagle Industries i Poland Growth Fund). Druga połowa lat 90. to dalszy rozwój rynku PE/VC w Polsce. Powstało bardzo wiele funduszy typu VC oraz PE. Działalność podjęły także fundusze specjalizujące się w danej dziedzinie, najczęściej był to Internet i TMT (ang. *Technology, Media, Telecommunication*). Pojawiły się na rynku fundusze powstałe w ramach programu powszechnej prywatyzacji, tzw. Narodowe Fundusze Inwestycyjne, NFI. Najbardziej aktywnymi funduszami były: NFI Magna Polonia, grupa NFI skupiona przez BRE oraz NFI Jupiter<sup>6</sup>.

## 2. Anioły biznesu

Finansowanie przez *business angels* (anioły biznesu) jest jednym z rodzajów finansowania *private equity*. Geneza tego pojęcia wiąże się z Broadway'em. Kilkadziesiąt lat temu aniołami biznesu została nazwana grupa bardzo zamożnych

---

<sup>3</sup> Ibidem, s. 39.

<sup>4</sup> Ibidem.

<sup>5</sup> Ibidem, s. 40.

<sup>6</sup> J. Grzywacz, A. Okońska, op.cit., s. 52.

inwestorów, których działalność gospodarcza polegała na produkcji różnego typu spektakli medialnych. Jednym z powodów inwestowania, oprócz wysokich zysków, była społeczna nobilitacja związana z osobistymi kontaktami z gwiazdami. Przez wiele lat rola, jaką odgrywali *business angels* na rynkach prywatnych inwestycji nie budziła zainteresowania. We wczesnych powojennych czasach bardziej zwracano uwagę na zinstytucjonalizowane formy finansowania oferowane przez fundusze *venture capital*<sup>7</sup>.

Rozwój rynku *business angels* przypada na początek lat 80. XX w. Ekspansja ta związana była z pojawieniem się na rynku kapitałów długoterminowych zjawiska tzw. luki kapitałowej (ang. *equity gap*). Był to niedostatek podaży niewielkich kwot na rzecz nowo powstających przedsiębiorstw<sup>8</sup>.

Taka sytuacja na rynku spowodowała, że na znaczeniu zyskali inwestorzy indywidualni, którzy wypełnili przestrzeń pomiędzy środkami pozyskiwanymi od osób fizycznych powiązanych z przedsiębiorcami oraz instytucjami publicznymi a środkami pochodzącymi od funduszy kapitałowych. Dzięki przykładom ogromnych sukcesów przedsięwzięć z wykorzystaniem kapitałów od inwestorów indywidualnych świat skoncentrował swoją uwagę na aniołach biznesu. Takie przedsiębiorstwa, dziś szeroko znane, jak: Body Shop (inwestor: I. McGlenn), Amazon.com (inwestor: T. Alberg), Google (inwestor: A. Bechtolsheim) pokazały, jaką znaczącą rolę mogą odgrywać pojedynczy inwestorzy w rozwoju projektów innowacyjnych, przełomowych, odznaczających się dużym ryzykiem<sup>9</sup>.

*Business angels* (czasami nazywani *angel investors*) to przede wszystkim osoby prywatne, przedsiębiorcy i biznesmeni o dużym doświadczeniu zawodowym, posiadający znaczny kapitał, którzy inwestują zgromadzone środki pieniężne na okres kilku lat w akcje lub udziały spółek nienotowanych na rynku publicznym, będących we wczesnej fazie rozwoju, o dużym potencjale rozwojowym. *Business angels* są inwestorami lokalnymi, czyli inwestują w przedsięwzięcia zlokalizowane w takim miejscu, aby kontakt z nimi i nadzór nie były utrudnione. Zestawiając cechy anioła biznesu i funduszy *venture capital*, bardzo dokładnie widać różnice pomiędzy tymi formami finansowania<sup>10</sup>.

---

<sup>7</sup> K. Brzozowska, *Business angels na rynku kapitałowym. Motywacje inwestowanie efekty*, Wydawnictwo CeDeWu.pl, Warszawa 2008.

<sup>8</sup> P. Tamowicz, *Business angels. Pomocna dłoń kapitału*, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Gdańsk 2007.

<sup>9</sup> Ibidem, s. 7.

<sup>10</sup> Ibidem, s. 8.

Tabela 1. *Business angel* a fundusz *venture capital*

Kryterium	<i>Business angel</i>	Fundusz <i>venture capital</i>
inwestor	osoba indywidualna	pośrednik finansowy
przesłanki inwestowania	zysk, ale i inne cele	wyłącznie zysk
wielkość inwestycji	relatywnie małe kwoty	relatywnie duże kwoty
faza rozwoju przedsiębiorstwa	<i>seed</i> i <i>start-up</i>	głównie ekspansja
analiza innowacyjnego projektu	ogólna i intuicyjna	dokładna i sformalizowana
położenie przedsiębiorstwa	blisko miejsca zamieszkania	nieistotne
wymagania formalne	uproszczona umowa, mniejsze obowiązki sprawozdawcze	obszerna umowa, rozbudowane obowiązki sprawozdawcze
nastawienie do ryzyka	większe znaczenie ryzyka agencji niż ryzyka rynkowego	większe znaczenie ryzyka rynkowego niż ryzyka agencji
nadzór nad przedsiębiorstwem	aktywne wsparcie w zarządzaniu	koncentracja na problemach strategicznych

Źródło: J. Węclawski, *Nieformalni inwestorzy kapitału własnego w innowacyjnych przedsiębiorstwach*, w: *Finanse, bankowość i ubezpieczenia wobec wyzwań współczesności*, red. K. Znanięcka, t. 2, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice 2002, s. 295–305.

Jak widać z zestawienia zawartego w tabeli 1 anioł biznesu to osoba prywatna, która nie jest nastawiona jedynie na zysk. Duże znaczenie dla anioła biznesu ma lokalizacja danej inwestycji. Natomiast finansowanie *venture capital* jest głównie nastawione na zysk, a w transakcji bierze udział pośrednik finansowy. Umieszczenie przedsiębiorstwa nie ma znaczenia. W obu przypadkach występują jeszcze inne różnice, które zostały opisane w powyższej tabeli.

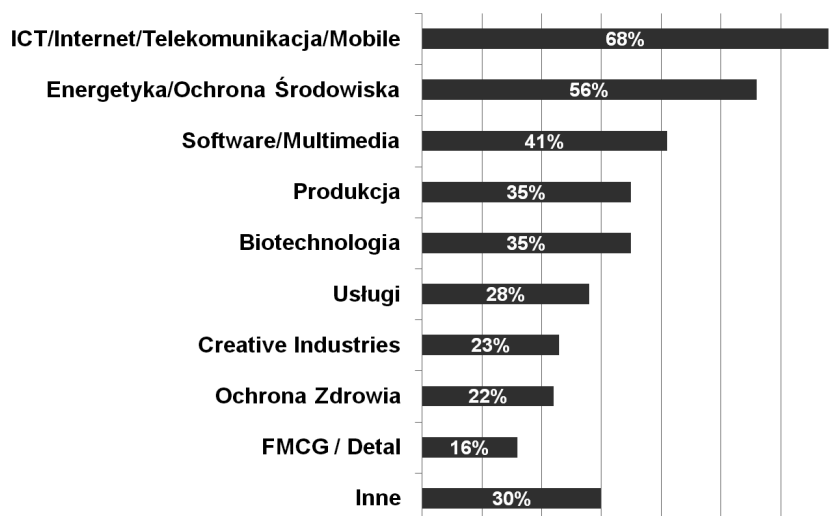
Definicji aniołów biznesu jest wiele, jednak najtrafniejsza, zdaniem autora, podana jest przez Lewiatan. Anioł biznesu to: „prywatny inwestor (przedsiębiorca lub zamożna osoba) wspierający wybrane pomysły biznesowe, głównie w początkowej fazie ich działalności (*start-up*). Angażuje on nie tylko środki finansowe, ale również swoją wiedzę, kontakty i doświadczenie biznesowe. Dla wielu przedsiębiorców wsparcie merytoryczne i zwiększenie wiarygodności przedsięwzięcia, dzięki obecności w nim inwestora o dobrej reputacji, jest równie wartościowe, jak otrzymane środki. Na tle innych form finansowania (np. bank, fundusz *venture capital*, giełda) jedynie anioł biznesu oferuje indywidualne zaangażowanie w przedsięwzięcie i współpracę z pomysłodawcą w bieżącej działalności i rozwoju firmy. Najczęściej zaangażowanie anioła w projekt trwa od 3 do 6 lat, zysk otrzymuje on wychodząc z inwestycji, czyli odsprzedając swoje walory udziałowe”<sup>11</sup>. Według tej definicji anioł biznesu charakteryzuje się następującymi cechami:

<sup>11</sup> [www.lba.pl](http://www.lba.pl) (dostęp: 08.07.2013).

- w portfelu inwestycyjnym dysponuje kwotą średnio od 100 tys. zł do 5 mln zł (3–10% majątku);
- jest gotowy podejmować ryzyko związane z inwestowaniem w małe, powstające przedsiębiorstwa i przedsięwzięcia;
- oczekuje ponadprzeciętnych zysków;
- posiada doświadczenie zdobyte wcześniej jako przedsiębiorca lub menedżer;
- wspiera merytorycznie rozwój dofinansowywanej firmy.

Opierając się na danych EBAN (ang. *European Business Angels Network*), branże, które preferowały *business angels* w 2008 r. to sektory zajmujące się Hi-Tech'em.

Wykres 1. Branże preferowane przez anioły biznesu



Źródło: EBAN, strona internetowa [www.eban.org](http://www.eban.org) (dostęp: 05.07.2013).

W oparciu o dane zaprezentowane na wykresie 1 najbardziej cieszącymi się zainteresowaniem aniołów biznesu branżami są IT oraz te związane z energetyką i ochroną środowiska.

Poruszając temat *business angels*, nasuwa się pewne nurtujące pytanie – co tak naprawdę skłania tych ludzi do inwestowania przy ponoszeniu ogromnego ryzyka, co nimi kieruje, jaka jest ich motywacja? Z podanych powyżej cech anioła biznesu wiadomo, że są to ludzie sukcesu, posiadający majątek, który pozwala im na tzw. nicnierobienie przez długie lata. Czy zatem anioły biznesu nie są filantropami? Przykładem takiego działania jest postawa A. Bechtolsheim'a, który po krótkiej

rozmowie z założycielami Googla – L. Page'em i S. Brinem – wystawił im z pewną nonszalancją czek na tysiące dolarów<sup>12</sup>.

W rzeczywistości anioły biznesu to inwestorzy, którzy bardzo dokładnie planują swoje posunięcia finansowe, nie jest im obcy rachunek ekonomiczny. Dla większości najważniejszą motywacją ich działań jest szybkie pomnożenie zainwestowanego kapitału oraz uzyskanie bieżących dochodów (procenty od pożyczek, dywidenda). Motywy społeczne i socjalne są prawie na ostatnim miejscu. Tabela 2 ilustruje motywację brytyjskich *business angels*<sup>13</sup>.

**Tabela 2. Motywacja brytyjskich *business angels* (% respondentów wybierających daną odpowiedź)**

Motywacja do inwestowania jako <i>business angel</i>	Bardzo ważne	Ważne	Nieważne
Wsparcie następnej generacji przedsiębiorców	9	36	55
Osobista satysfakcja bycia zaangażowanym w biznes	53	36	11
Możliwość szybkiej aprecjacji kapitału	72	24	4
Pomoc znajomym w założeniu biznesu	3	10	87
Uzyskanie bieżących lub przyszłych dochodów	41	32	27
Wsparcie społecznie użytecznych produktów/usług	5	10	85
Moje pieniądze sprawiają komuś przyjemność	14	46	40
Zyskanie uznania wśród społeczności lokalnej	1	3	96
Zyskanie korzyści niematerialnych (np. przywileje)	1	8	91
Skorzystanie z korzystnych rozwiązań podatkowych	19	41	41

Źródło: C. Mason, *Barriers to investment in the informal venture capital sector*, Mimeo, February 2002.

### 3. Proces inwestycyjny

Sam proces inwestycyjny realizowany przez anioły biznesu jest bardzo podobny do finansowania typu *venture capital*. W procesie finansowania przez *business angels* występują takie etapy, jak: etap poszukiwania projektów, etap analizy projektów, selekcja projektów, praca nad dokumentacją inwestycyjną. Następnie jest etap udostępnienia kapitału, pomoc i współpraca w trakcie inwestycji oraz etap wyjścia

<sup>12</sup> P. Tamowicz, *Business angels...*, op.cit., s. 15.

<sup>13</sup> Ibidem.

z inwestycji. Analiza poszczególnych etapów pozwala na pokazanie najważniejszych różnic w stosunku do finansowania przez fundusze *private equity*<sup>14</sup>.

Na pewno wśród aniołów biznesu proces poszukiwania projektów wygląda znacznie prościej. Wiąże się to z tym, iż inwestorzy nieformalni, jak zostało wspomniane wyżej, posiadają rozległe kontakty zawodowe i byli lub nadal są czynnymi biznesmenami. Pozwala im to na szybki i tani dostęp do informacji o danym sektorze, wiedzą, kiedy nowe projekty powstają, potrafią szybciej zauważyć „nowe twarze”. Dodatkowo oprócz własnych kontaktów anioły biznesu wykorzystują media i innych inwestorów. Znaczenie mają także relacje z konsultantami, firmami doradczymi czy szkoleniowymi, do których często wpływają gotowe biznesplany. Istotne są także kontakty w sektorze bankowym, który jest dość niechętnie nastawiony do inwestorów bez doświadczenia biznesowego. Jednak najważniejszym źródłem pozyskiwania projektów są sieci aniołów biznesu<sup>15</sup>.

Sieci okazują się bardzo pomocne, kiedy przedsiębiorca szuka kapitału na założenie lub rozwój przedsiębiorstwa, są bowiem w stanie dotrzeć do większej liczby inwestorów poprzez kooperację z wieloma aniołami biznesu oraz poprzez wydatkowanie własnych środków pieniężnych, np. na działalność promocyjną. Przedsiębiorcy, którzy zgłaszają swój projekt do sieci aniołów biznesu powinni pamiętać o kilku rzeczach. Niektóre sieci za zgłoszenie projektu do nich pobierają niewielkie opłaty, a w przypadku gdy projekt odniesie sukces pobierana jest kilkuprocentowa prowizja od wartości transakcji. Należy zwrócić uwagę również na to, że nie każda sieć jest sobie równa. Przed zgłoszeniem projektu należy uważnie przeanalizować możliwe dostępne sieci. Chodzi głównie o zasoby kapitałowe, jakie dana sieć posiada, ilu inwestorów należy do danej sieci oraz jakie są ich preferencje w inwestowaniu. W przypadku braku dostępu do sieci aniołów biznesu warto zgłosić się do funduszy *private equity*, gdyż często te fundusze wiedzą, kto w danym rejonie jest aniołem biznesu<sup>16</sup>.

Sama informacja, gdzie szukać aniołów biznesu nie oznacza powodzenia przedsięwzięcia, a gwarantuje jedynie, że propozycja danego przedsiębiorcy trafi pod wskazany adres w odpowiednim czasie. Projekt musi spełniać pewne wymagane kryteria stawiane przez dawców kapitału. Podstawowe warunki konieczne do spełnienia to:

- wysoka wiarygodność przedsiębiorcy i jego zaangażowanie w projekt, który ma być realizowany;

---

<sup>14</sup> [www.newconnect.info](http://www.newconnect.info) (dostęp: 08.07.2013).

<sup>15</sup> *Ibidem*.

<sup>16</sup> [www.lba.pl](http://www.lba.pl) (dostęp: 08.07.2013).

- projekty powinny mieć szansę na odniesienie sukcesu, czyli powinny przynieść pożądaną stopę zwrotu dla inwestora;
- poziom zysków powinien być odpowiednio skorelowany z czasem trwania projektu oraz ponoszonym ryzykiem.

Kontakt z aniołem biznesu polega na wstępnym przesłaniu streszczenia projektu nazywanego „teaser” (zwiastun). Ważne jest ich odpowiednie sporządzenie, nie działa tu zasada „im więcej tym lepiej”. Wiele stron internetowych tworzonych przez anioły biznesu oraz sieci zamieszcza wskazówki dotyczące takich streszczeń albo gotowe formularze. Poniżej zaprezentowano przykład formularza używanego w sieci PolBAN.

**Tabela 3. Karta projektu**

Podstawowe informacje o projekcie		Dane kontaktowe do osób zgłaszających projekt			
Branża:		1. Imię i Nazwisko:			
Lokalizacja:		Funkcja w projekcie:			
Data rozpoczęcia działalności:		2. Imię i Nazwisko:			
Liczba zaangażowanych osób:		Funkcja w projekcie:			
Forma prawna:		Nr tel.:			
Adres WWW:		Tel. kom.:			
Czy jest biznesplan?:		Adres e-mail:			
Inne ważne informacje:					
Dane finansowe:					
Wysokość poszukiwanego kapitału:			Planowany okres trwania inwestycji:		
Łączne potrzeby inwestycyjne:			Wkład własny pozafinansowy:		
Wysokość kapitału własnego:					
<b>Prognozy finansowe na okres 5 lat (PLN):</b>					
	1 rok	2 rok	3 rok	4 rok	5 rok
Przychody					
Koszty					
Wynik operacyjny					
Uzasadnienie oraz informacje uzupełniające do tabeli:					
<b>Opis przedsięwzięcia...</b>					
<b>Produkt, klienci, rynek...</b>					
<b>Przewaga konkurencyjna i innowacyjność przedsięwzięcia...</b>					
<b>Propozycja dla inwestora i inne ważne informacje...</b>					

Źródło: PolBan, www.polban.pl (dostęp: 08.07.2013).



Informacje zawarte w karcie projektu stanowią podstawę do wstępnej oceny możliwości finansowania przez inwestorów współpracujących z PolBAN-em. Przesłanie wypełnionej karty projektu do PolBAN-u oznacza wyrażenie zgody na przekazanie tych informacji inwestorom współpracującym z PolBAN-em oraz przechowywanie ich przez PolBAN do czasu odwołania przez zgłaszającego projekt.

Kolejnym etapem procesu inwestycyjnego jest dogłębna analiza projektu. Na tym etapie zostaje odrzucona największa część projektów. Do następnego etapu przechodzi zaledwie pare procent projektów. Trudno jednoznacznie określić, jakie kryteria w swojej analizie stosują aniołowie biznesu. Każdy inwestor jest inny i dla każdego co innego ma znaczenie. Najlepiej ilustruje to przykład niemieckich oraz francuskich inwestorów. W tabelach 4 i 5 pokazano najczęstsze powody odrzucenia projektów.

**Tabela 4. Najczęstsze powody odrzucenia projektu wskazywane przez niemieckich aniołów biznesu**

Przyczyna	Procent inwestorów wskazujących na daną przyczynę
Brak zaufania do przedsiębiorcy jako osoby	65
Wątpliwości co do kompetencji osób zarządzających	50
Słaby biznesplan	48
Ograniczony potencjał wzrostu	37
Nieatrakcyjny model biznesowy	31
Nierealistyczna wycena przedsięwzięcia	27
Brak możliwości oceny strony technicznej projektu	22
Zbyt mała osobista wiedza na temat danej firmy	17
Niezgodność z własnymi celami strategicznymi	17
Nie dostarczono dodatkowej informacji na czas	11
Brak czasu, aby przeanalizować projekt	11
Problemy z zabezpieczeniem kapitału na inwestycję	11
Udział zbyt ryzykowny	9
Brak możliwości oceny wartości firmy	9
Brak porozumienia co do roli inwestora	9
Negatywne odczucia	7

Źródło: J. Weber, M. Brettel, C. Jaungey, C. Rost, *Business angels in Germany* (maszynopis niedatowany), s. 12.

Jak wynika z tabeli 4 najczęstszym powodem odrzucenia projektów był brak zaufania do przedsiębiorcy jako osoby oraz wątpliwości w stosunku do kompetencji

osób zarządzających. Dopiero na trzecim miejscu znajdował się słaby biznesplan. Identyczne zdanie mają inwestorzy francuscy, których kryteria odrzuceń przedstawia tabela 5.

**Tabela 5. Kryteria selekcji projektów według inwestorów francuskich**

Kryteria	Ranga danego kryterium
Zaufanie	3,56
Kompetencje branżowe przedsiębiorcy	3,26
Możliwość wzrostu wartości biznesu	3,19
Potencjał strategiczny	3,06
Doświadczenie menedżerskie	2,75
Innowacyjność	2,65
Możliwości „wyjścia” z inwestycji	2,49
Ryzyko po stronie managementu	2,43
Cena objęcia akcji/udziałów	2,38
Opinia innych inwestorów	1,97

Źródło: EBAN, [www.eban.org](http://www.eban.org) (dostęp: 08.07.2013).

W obu przypadkach za najmniej ważne kryteria inwestorzy francuscy i niemieccy uznali ryzyko oraz negatywne odczucia.

Po etapie analizy projektu, następuje wstępna jego akceptacja i ustalane są warunki, na których będzie się opierać przyszła inwestycja. Jest to ważny etap dla obu stron. Dokument, który zawiera kluczowe warunki jest nazywany *term sheet* albo *letter of intent*. Jest to pewien rodzaj gwarancji dla inwestora, że jego czas i działania nie zostaną zmarnowane, np. kiedy przedsiębiorca zdecyduje się nagle zerwać dalsze negocjacje albo będzie prowadził inne negocjacje w tym samym czasie. Kiedy nastąpi podpisanie *term sheet* faza negocjacji zostaje zakończona. Anioł biznesu w tym momencie (przed podpisaniem umowy inwestycyjnej) może przeprowadzić dokładnie badanie przedsięwzięcia, aby sprawdzić, czy fakty, które przedstawił przedsiębiorca mają pokrycie w rzeczywistości. Często stosowaną praktyką jest także ocena wiarygodności przyszłego partnera. *Business angel* kontaktuje się z osobami, które wcześniej poznały danego przedsiębiorcę i dokonuje weryfikacji swoich poglądów<sup>17</sup>.

<sup>17</sup> P. Tamowicz, *Business angels...*, op.cit., s. 29.

Kolejny etap to podpisanie umowy inwestycyjnej, która określa prawa i obowiązki obu stron. Następuje wówczas przejście do realizacji projektu. Reszta etapów procesu inwestycyjnego jest identyczna z tymi, które występują w inwestycjach typu *private equity*.

## 4. Sieci aniołów biznesu

Anioły biznesu działają przede wszystkim w zgrupowaniach zwanych sieciami aniołów biznesu (ang. *business angels networks*). Pomysły biznesowe przedsiębiorców są właśnie w owych sieciach rozpatrywane. Sieci aniołów biznesu zaczęły rozwijać się pod koniec lat 80. XX w. Za pionierów można uznać Kanadyjczyków, którzy w latach 80. utworzyli dwie pierwsze sieci – Venture Capital Network oraz Canada Opportunities Investment Network. Sieci te posiadały program komputerowy pozwalający na przetwarzanie projektów nadesłanych przed przedsiębiorców, co sprzyjało automatyzacji i skracało czas potrzebny, aby dany projekt trafił do inwestora z odpowiednimi zainteresowaniami. Następnym krajem, w którym pojawiły się sieci były Stany Zjednoczone. W latach 90. władze amerykańskie zauważyły problem dostępności niewielkich nakładów kapitałowych dla małych przedsiębiorstw. Spowodowało to w 1996 r. utworzenie sieci Center of Venture Economics<sup>18</sup>.

Samo powstanie sieci aniołów biznesu ma uzasadnienie ekonomiczne. W tym miejscu można odwołać się do teorii kosztów transakcyjnych R. Coase'a, gdzie jako przeciwieństwo samotnego przedsiębiorcy działającego na rynku zasobów jest powstanie organizacji bazującej na rutynie i hierarchii. W przypadku gdy inwestor oraz przedsiębiorca działają samodzielnie koszty związane z pozyskiwaniem informacji są wysokie. Może prowadzić to do zachwiania popytu i podaży, co odzwierciedli się w braku realizacji części projektów oraz niewykorzystaniu dostępnego kapitału. Rynek o takiej strukturze ma najwyższe koszty działania. Sieci poprzez swoją działalność, dzięki swoim procedurom, kanałom przepływu informacji i efektowi synergii są w stanie obniżyć koszty transakcyjne<sup>19</sup>.

Rozpatrując funkcjonowanie sieci aniołów biznesu, możemy wyróżnić 2 typy. Sieci dzielą się na: zarządzane przez członków, mówimy wtedy, że sieć jest typu *member-led* oraz na zarządzane przez specjalnie wybrane osoby – *manager-led*. Oba typy modelu organizacyjnego są określane przez kilka kluczowych elementów, takich jak: status prawny sieci, sposób zarządzania siecią, formuła uczestnictwa,

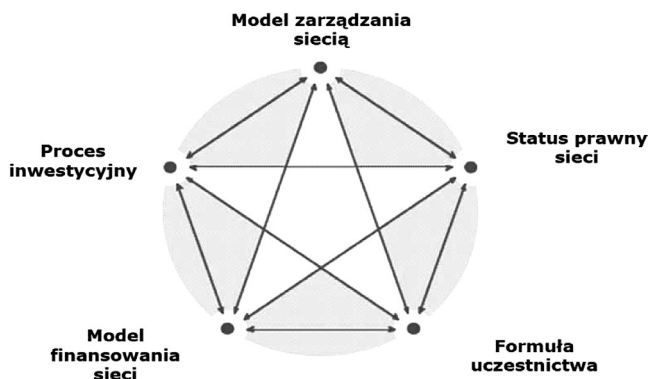
---

<sup>18</sup> Ibidem, s. 30.

<sup>19</sup> [www.lsab.lublin.pl](http://www.lsab.lublin.pl) (dostęp: 08.07.2013).

sposób finansowania i preferencje inwestorów. Na rysunek 1 pokazano wspomniane wyżej zależności<sup>20</sup>.

**Rysunek 1. Zależności kluczowych elementów w sieciach aniołów biznesu**



Źródło: Kaufmann Foundation, *Angel investment groups, networks and funds: a guide book to developing the right angel organization for your community*, USA, 2004, zaczerpnięto z materiałów ze strony internetowej [www.resik.pl](http://www.resik.pl)

Model zarządzania przez członków, jak wynika z nazwy, opiera się głównie na działaniach wszystkich ludzi związanych z daną siecią. Każdy członek angażuje się w pozyskiwanie projektów inwestycyjnych, zarządzanie relacjami z innymi instytucjami czy komunikację wewnętrzną. Elementy bardziej złożone np. organizacja spotkań czy zarządzanie i pozyskiwanie danych są przeprowadzane przez osoby zatrudnione na pomocniczych stanowiskach. Przykładem sieci zarządzanej przez członków jest amerykańska sieć aniołów biznesu Tech Coast Angels znajdująca się w południowej Kalifornii. Każdy członek bierze udział w zarządzaniu strategicznym i operacyjnym i aż ok. 50% wszystkich działających osób bierze udział w odbywających się co 2 tygodnie spotkaniach, podczas których ocenia się zgłoszone projekty inwestycji<sup>21</sup>.

Z kolei sieci zarządzane przez zewnętrznego menedżera/koordynatora są z założenia kontrolowane i zarządzane przez jedną osobę. Taka osoba ma bardzo duże doświadczenie oraz odpowiednie umiejętności. W praktyce zatrudnia się osobę z doświadczeniem w sektorze, w którym dana sieć się specjalizuje. Zadaniem koordynatora jest zarządzanie działalnością operacyjną, promocją sieci, pozyskiwaniem nowych projektów inwestycyjnych oraz doradztwem. Członkowie nie muszą zajmować się sprawami funkcjonowania sieci i mogą lepiej skupić się na analizie projektów.

<sup>20</sup> [www.resik.pl](http://www.resik.pl) (dostęp: 10.07.2013).

<sup>21</sup> Ibidem.

Przykładem sieci zarządzanej przez koordynatora jest Common Angels w Bostonie, USA. Sieć ta skupia 50 niezależnie podejmujących decyzje członków, a zarządzana jest przez wykwalifikowanego menedżera.

Generalnie kiedy określamy model zarządzania siecią, należy uwzględnić dwa najważniejsze elementy: zasoby finansowe niezbędne do funkcjonowania sieci oraz sposób ich pozyskiwania. Tym co decyduje o wyborze modelu, jest gotowość oraz możliwość członków sieci do ponoszenia kosztów. Model sieci typu *manager-led* posiada koszty funkcjonowania znacznie wyższe od *member-led*. Tabela 6 pokazuje wszystkie za i przeciw w odniesieniu do obydwu modeli.

**Tabela 6. Argumenty za i przeciw określonym modelom zarządzania sieci aniołów biznesu**

Sieć typu <i>manager-led</i>		Sieć typu <i>member-led</i>	
Argumenty za	Argumenty przeciw	Argumenty za	Argumenty przeciw
Wyższy profesjonalizm działań sieci	Znacznie wyższe koszty operacyjne związane z funkcjonowaniem sieci, wynikające z kosztów zatrudnienia koordynatora i zespołu administracyjnego, opłacenia biura i wszelkich innych kosztów operacyjnych	Większe zaangażowanie członków w działania sieci, lepsze relacje między jej członkami	Zagrożenie ograniczoną aktywnością sieci w wyniku trudności utrzymania gotowości udziału członków w zarządzaniu jej działaniami
Analiza projektów i procesy inwestycyjne realizowane przez kompetentną i doświadczoną osobę		Możliwość uczenia się w ramach wspólnie realizowanej oceny projektów inwestycyjnych i podejmowania decyzji	Możliwy ograniczony dopływ nowych propozycji projektów inwestycyjnych
Jedna osoba kierująca siecią zarządza wszystkimi relacjami			

Źródło: [www.resik.pl](http://www.resik.pl) (dostęp: 10.07.2013).

Sieć swoim członkom powinna oferować<sup>22</sup>:

- identyfikację aniołów biznesu, określanie ich preferencji inwestycyjnych i włączanie ich do społeczności tworzącej sieć,

<sup>22</sup> P. Tamowicz, *Business angels...*, op.cit.

- identyfikację innowacyjnych przedsiębiorców i projektów mogących stanowić potencjalny cel inwestycyjny dla aniołów skupionych w sieci,
- prowadzenie baz danych umożliwiających przetwarzanie i kojarzenie projektów,
- organizację konkursów na najlepszy biznesplan,
- organizację seminariów/forów inwestycyjnych służących prezentacji projektów,
- organizację targów inwestycyjnych,
- publikowanie profesjonalnych biuletynów informacyjnych dla członków sieci zawierających syntetyczną prezentację projektów poszukujących kapitału,
- doradztwo prawne dla aniołów organizujących konsorcja inwestycyjne,
- organizowanie i zarządzanie funduszami współinwestującymi z aniołami biznesu (ang. *co-investment funds*),
- doradztwo przy negocjowaniu warunków transakcji,
- prowadzenie informacyjnych serwisów internetowych,
- szkolenia dla przedsiębiorców.

## 5. Podsumowanie

Największe znaczenie dla efektywnego działania sieci *business angels* ma zbudowanie szerokiej i różnorodnej bazy klientów, zarówno wśród inwestorów, jak i przedsiębiorców. Z tego względu kluczowym elementem dla wielu osób jest to, przy jakiej organizacji dana sieć jest afiliowana. Z tego wynika, że najlepiej nadające się do roli założycieli są instytucje o już ugruntowanej opinii w danym kraju lub regionie. Kluczowe znaczenie mają: reputacja w kręgach biznesowych, brak zaangażowania politycznego, działanie nie dla zysku i reprezentujące szeroką gamę środowisk gospodarczych. Taka charakterystyka pasuje do np. szkół wyższych, izb przemysłowych czy parków naukowych<sup>23</sup>.

Jak już wspomniano, ważną cechą w działalności *business angles* jest koncentracja na projektach biznesowych, powstających w najbliższym otoczeniu. Wynika to z chęci minimalizacji kosztów i czasu, jaki dany projekt może pochłonąć. Wydawać by się mogło, że najbardziej efektywne sieci to takie, które koncentrują się na danym regionie albo jeszcze na mniejszym obszarze. To założenie nie jest do końca prawdziwe, gdyż zasięg działania aniołów biznesu jest zdeterminowany poprzez koszty dostępu – koszty przemieszczenia się – ponieważ, anioł inwestuje przeważnie w zasięgu miejsca zamieszkania.

---

<sup>23</sup> Ibidem, s. 34.

Efektywność nie opiera się wyłącznie na kosztach dostępu, lecz także na równowadze popytu i podaży. Z tego wynika, że przy określaniu zasięgu sieci należy brać także pod uwagę wielkość zasobów przedsiębiorczości w danym regionie<sup>24</sup>.

Podstawowym celem działania sieci aniołów biznesu jest łączenie przedsiębiorców z inwestorami i od tego jak sprawnie zostanie ono przeprowadzone, zależy wiarygodność danej sieci.

## Bibliografia

1. Blank S., Dorf B., *Podręcznik Startupu. Budowa wielkiej firmy krok po kroku*, Wydawnictwo Helion, Gliwice 2013.
2. Brzozowska K., *Business angels na rynku kapitałowym. Motywacje inwestowanie efekty*, Wydawnictwo CeDeWu.pl, Warszawa 2008.
3. Grzywacz J., Okońska A., *Venture capital a potrzeby kapitałowe małych i średnich przedsiębiorstw*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2005.
4. Kaufmann Foundation, *Angel investment groups, networks and funds: a guide book to developing the right angel organization for your community*, USA, 2004.
5. Mason C., *Barriers to investment in the informal venture capital sector*, Mimeo, February 2002.
6. Sieradzan P., Sobańska K., *Inwestycje Private Equity Venture Capital*, Key Text, 2013.
7. Skowronek-Mielczarek A., *Małe i średnie przedsiębiorstwa. Źródła finansowania*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2007.
8. Tamowicz P., *Business angels. Pomocna dłoń kapitału*, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Gdańsk 2007.
9. Tamowicz P., *Venture capital – kapitał na start*, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Gdańsk 2004.
10. Weber J., Brettel M., Jaungey C., Rost C., *Business angels in Germany* (maszynopis niedatowany).
11. Węclawski J., *Nieformalni inwestorzy kapitału własnego w innowacyjnych przedsiębiorstwach*, w: *Finanse, bankowość i ubezpieczenia wobec wyzwań współczesności*, red. K. Znaniecka, t. 2, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice 2002.
12. Wrzesiński M., *Kapitał podwyższonego ryzyka. Proces inwestycyjny i efektywność*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2006.

---

<sup>24</sup> Ibidem.

13. Wrześniński M., *Kapitał podwyższonego ryzyka. Proces inwestycyjny i efektywność*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2008.

### **Strony internetowe**

1. [www.eban.org](http://www.eban.org)
2. [www.lsab.lublin.pl](http://www.lsab.lublin.pl)
3. [www.polban.pl](http://www.polban.pl)
4. [www.resik.pl](http://www.resik.pl)
5. [www.silban.eu](http://www.silban.eu)
6. [www.lba.pl](http://www.lba.pl)
7. [www.newconnect.info](http://www.newconnect.info)



# Teoretyczne podstawy koncepcji tożsamości przedsiębiorstwa

## 1. Wprowadzenie

W artykule zaprezentowano teoretyczne podstawy koncepcji tożsamości przedsiębiorstwa, podejmując próbę ich uporządkowania i oceny. Tożsamość przedsiębiorstwa to termin, który w literaturze z zakresu zarządzania i marketingu prezentowany jest w sposób niejednoznaczny i nieprecyzyjny. Celem opracowania była zatem próba systematyzacji terminologii z zakresu problematyki tożsamości przedsiębiorstwa, w tym przede wszystkim znalezienie odpowiedzi na pytanie o jej istotę. W tym celu przygotowano zestawienie obszernej grupy definicji terminu oraz wyodrębniono wiodące grupy stanowisk poznawczych, które następnie poddano analizie i ocenie.

## 2. Geneza, rozwój i ewolucja koncepcji tożsamości przedsiębiorstwa

Słownik języka polskiego, podobnie jak słowniki i leksykony pedagogiczne, najczęściej definiuje tożsamość jako identyczność<sup>1</sup>. W logice tożsamość to stosunek zachodzący między danym przedmiotem a nim samym. W filozofii natomiast, tożsamość definiuje się jako to, co sprawia, że dany przedmiot jest całkowicie podobny do innego<sup>2</sup>. W pedagogice społecznej tożsamość oznacza niepodlegającą zmianom

---

<sup>1</sup> Słownik języka polskiego, Wydawnictwo Naukowe PWN, t. 3, Warszawa 2005, s. 481.

<sup>2</sup> W. Okoń, *Nowy słownik pedagogiczny*, ŻAK Wydawnictwo Akademickie, Warszawa 1998, s. 409.

jednakowość, której podłożem jest głównie kod genetyczny<sup>3</sup>. Można zatem uznać, że synonimami tożsamości najczęściej są identyfikacja i samookreślenie. Nieco inne podejście do tożsamości prezentuje E. Erikson<sup>4</sup>. Według Eriksona, tożsamość to poczucie, że jest się kimś szczególnym, a jednocześnie zintegrowanym w obrębie społecznego układu odniesienia, w którym odgrywa się określoną rolę<sup>5</sup>. Można także wyróżnić szereg innych typów tożsamości, w tym m.in. zbiorową, prawną, społeczną, narodową itp.

Podstaw koncepcji „tożsamość przedsiębiorstwa” należy szukać w naukach filozoficznych<sup>6</sup>, socjologicznych<sup>7</sup> i psychologicznych. To właśnie psychologowie zauważyli, że jednostki eksponujące swą tożsamość wyróżniały się spośród innych, a to z kolei w sposób naturalny zainteresowało badaczy nauk o zarządzaniu, w tym zwłaszcza marketingu<sup>8</sup>. Przesunięcie na poziom przedsiębiorstwa pojęć i mechanizmów wywodzących się z filozofii, psychologii i socjologii spowodowało kalkę problemów, z którymi przedstawiciele tych dyscyplin dotychczas się borykali<sup>9</sup>. Czy termin tożsamość dotyczy psychicznych (wewnętrznych), czy fizycznych (zewnętrznych) cech człowieka (organizacji)? W jakich sytuacjach ujawnia się tożsamość? Czy tożsamość to ideologia, czy rzeczywistość przedsiębiorstwa? Czy tożsamość jest wyróżnikiem, który przedsiębiorstwo posiada *a priori*? Czy wyróżnik ten kształtuje się w procesie planowanej komunikacji, czy w procesie społecznych interakcji z otoczeniem? Czy istnieje jedna, czy wiele tożsamości? Jaka jest rola komunikacji w procesie kształtowania tożsamości przedsiębiorstwa? To tylko niektóre z dylematów przeniesionych na grunt zarządzania z filozofii, psychologii i socjologii<sup>10</sup>.

Jednymi z pierwszych, którzy powiązali problem tożsamości z ekonomiczną nomenklaturą byli amerykańscy praktycy biznesowi lat 50. i 60. XX w. wywodzący

<sup>3</sup> *Elementarne pojęcia pedagogiki społecznej i pracy socjalnej*, red. D. Lalak, T. Pilch, Warszawa 1999, s. 309.

<sup>4</sup> Erik Erikson – uznany psychoanalityk i psycholog rozwoju człowieka, zajmujący się problematyką tożsamości osobowej i społecznej wśród nastolatków i młodzieży.

<sup>5</sup> M. Suska, *Tożsamość a system wartości i postawy współczesnej młodzieży*, w: *Tożsamość osobowa a tożsamości społeczne. Wyzwania dla edukacji XXI wieku*, red. T. Bajkowski, K. Sawicki, Białystok 2001, s. 111.

<sup>6</sup> A. Zarębska, *Identyfikacja tożsamości organizacyjnej w zarządzaniu przedsiębiorstwem*, Difin, Warszawa 2009, s. 17.

<sup>7</sup> M. Castells, *Siła tożsamości*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008, s. 22–26.

<sup>8</sup> B. Wyszomierska, *Tożsamość przedsiębiorstwa – geneza pojęcia, jego ewolucja i dylematy związane z klasyfikacją*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów”, Zeszyt Naukowy nr 66, 2006, s. 146–147.

<sup>9</sup> J. Cornelissen, Ph. Harris, *The corporate identity metaphor: perspectives, problems and prospects*, „Journal of Marketing Management” 2001, vol. 17, no. 1, s. 53.

<sup>10</sup> B. Wyszomierska, op.cit., s. 146–147.

się z nurtu projektowania graficznego, tacy jak E. Selame i J. Selame<sup>11</sup>, D.E. Carter<sup>12</sup> oraz C. Chajet i T. Shachtman<sup>13</sup>. Tożsamość przedsiębiorstwa (ang. *corporate identity*) najczęściej definiowano wówczas jako grupę symboli umożliwiającą firmie skuteczną autoprezentację. Za twórcę pojęcia *corporate identity* uchodzi Amerykanin W. Margulies, który jako pierwszy użył tego sformułowania, chcąc odróżnić usługi świadczone przez swoją firmę konsultingową od usług innych przedsiębiorstw oferujących rozwiązania w zakresie identyfikacji wizualnej. Do pierwszych publikacji odnoszących się do problemu tożsamości zalicza się także prace innych amerykańskich konsultantów, takich jak: K. Boulding (1956)<sup>14</sup> oraz P. Martineau (1960)<sup>15</sup>.

Jako że powstanie pierwszej szkoły badań nad tożsamością przypisuje się grupie praktyków biznesowych wywodzących się z branży *design*'u i projektowania graficznego, często nazywana jest ona szkołą wizualną. W gronie amerykańskich badaczy przełomu lat 50. i 60. XX w. nie zabrakło jednak przedstawicieli poglądu, że tożsamość to coś więcej niż sam aspekt wizualny. W. Margulies w artykule pt. *Make the Most of Your Corporate Identity* zdefiniował tożsamość jako całość decyzji podejmowanych przez przedsiębiorstwo, mających na celu identyfikację siebie wśród interesariuszy<sup>16</sup>. Podobne spojrzenie prezentował duet badaczy J. Portugal i K.D. Holloran, który w artykule pt. *Avoiding a corporate identity crisis* o tożsamości pisał jako o komunikowanej istocie przedsiębiorstwa, zwracając uwagę na to, że przedsiębiorstwa poprzez swą tożsamość komunikują swą istotę, to kim są, dokąd zmierzają oraz treść swej odrębności<sup>17</sup>.

W nurcie umiarkowanej krytyki szkoły wizualnej, na przełomie lat 70. i 80. XX w., powstawały pierwsze europejskie próby systematyzacji koncepcji tożsamości przedsiębiorstwa. Prym wiodła brytyjska grupa badaczy reprezentowana przez

---

<sup>11</sup> Więcej na ten temat: E. Selame, J. Selame, *Developing a corporate identity. How to stand out in the crowd*, New York 1977.

<sup>12</sup> Więcej na ten temat: D.E. Carter, *Designing Corporate Identity Programs for Small Corporations*, Art Direction Company, New York 1982.

<sup>13</sup> Więcej na ten temat: C. Chajet, T. Shachtman, *Image by design*, wyd. 2, McGraw-Hill, New York 1998.

<sup>14</sup> Więcej na ten temat: K. Boulding, *The Image: Knowledge in Life and Society*, Ann Arbor, University of Michigan Press, Michigan 1956.

<sup>15</sup> Więcej na ten temat: P. Martineau, *The Corporate Personality*, w: L. Bristol, *Business and Its Public*, Harvard Business School Press, Boston 1960, s. 159–170.

<sup>16</sup> W.P. Margulies, *Make the most of your corporate identity*, Harvard Business Review 1977, July–August, s. 66–72.

<sup>17</sup> J. Portugal, K.D. Holloran, D. Keith, *Avoiding a corporate identity crisis*, „Management Review” 1986, vol. 75, no. 4, s. 43–45.

D. Bernsteina<sup>18</sup>, W. Olinsa<sup>19</sup> i J. Pilditcha<sup>20</sup>, którzy w swych pracach koncentrowali się na pozawizualnych aspektach tożsamości przedsiębiorstwa, takich jak komunikacja i osobowość. Grupa ta zwróciła również uwagę na zwiększoną skuteczność komunikacji marketingowej w połączeniu ze spójną tożsamością wizualną przedsiębiorstwa, postulując wprowadzenie owej spójności do strategii komunikacji formalnej przedsiębiorstwa.

Lata 80. i 90. XX w. to czas intensyfikacji badań nad tożsamością. Coraz popularniejsze stało się wówczas prezentowanie koncepcji tożsamości w formie graficznej, zwłaszcza w postaci grafów i diagramów, co ułatwiło poznanie zagadnienia przez szersze grono odbiorców. Coraz częściej zwracano uwagę, że tożsamość może służyć jako jedna z metod kreowania pozytywnego wizerunku przedsiębiorstwa oraz jeden ze sposobów zwiększania jego konkurencyjności. Zauważono również pozytywne cechy tożsamości jako amortyzatora niepewnej sytuacji rynkowej, a przedmiot *corporate identity* pojawił się w programach edukacyjnych liczących się szkół wyższych. W tym okresie pojawiły się także pierwsze prace nad metodami kształtowania tożsamości przedsiębiorstwa<sup>21</sup>.

Początek XXI w. nie przyniósł konsensusu w kwestii ogólnie akceptowanej i uniwersalnej definicji pojęcia „tożsamość przedsiębiorstwa”, a literaturę z zakresu zarządzania i marketingu oraz terminy i koncepcje związane z problematyką tożsamości wciąż cechowała wieloznaczność i nieprecyzyjność. Jako główne przyczyny takiego stanu rzeczy najczęściej wymienia się:

- małą precyzję w określaniu i operowaniu pojęciami: tożsamość, tożsamość wizualna, wizerunek, osobowość i reputacja;
- współistnienie różnych koncepcji tożsamości w środowisku biznesowym i naukowym;
- multidyscyplinarność pojęcia, różne (czasem bardzo odległe) dziedziny, z których pojęcie „tożsamość” się wywodzi oraz niska rotacja informacji pomiędzy przedstawicielami różnych dyscyplin badawczych;
- nieścisłości w kontekście celów kształtowania tożsamości;
- różne rozumienie problemu w literaturze anglo- i nieanglojęzycznej;

---

<sup>18</sup> Więcej na ten temat: D. Bernstein, *Company Image and Reality. A Critique of Corporate Communication*, Holt Reinhart and Winston, Eastbourne 1986.

<sup>19</sup> Więcej na ten temat: W. Olins, *The Corporate Personality: An Inquiry into the Nature of Corporate Identity*, Design Council, London 1978.

<sup>20</sup> Więcej na ten temat: J. Pilditch, *Communication by Design: A Study in Corporate Identity*, McGraw-Hill, Maidenhead 1970.

<sup>21</sup> Więcej na ten temat: J. Balmer, *Corporate identity and the advent of corporate marketing*, „Journal of Marketing Management” 1998, vol. 14, s. 967.

- stawianie znaku równości pomiędzy tożsamością a wizerunkiem;
- nieuwzględnianie problemu tożsamości we wczesnych fazach tworzenia teorii zarządzania;
- wciąż niewielka i ograniczona liczba badaczy i badań nad tożsamością, ale równocześnie nadużywanie pojęcia wynikające z aktualnych trendów i mody;
- nieuzasadnione kładzenie nacisku na tożsamość przedsiębiorstw holdingowych z pominięciem innych typów i rodzajów organizacji;
- ułomności w tradycyjnym rozumieniu koncepcji tożsamości przedsiębiorstwa prezentowanych w literaturze z zakresu marketingu;
- brak jednoznacznego rozdziału pomiędzy tożsamością rzeczywistą, pożądaną, postrzeganą i przekazywaną<sup>22</sup>.

Dodatkowym problemem objawiającym się w kontekście polskich realiów biznesowych i akademickich jest niespójność przekładu językowego anglojęzycznego terminu *corporate identity* na język polski. Analiza treści dostępnych polskojęzycznych publikacji skłoniła do przyjęcia stanowiska, że termin „tożsamość” dobrze oddaje istotę ang. *identity*. Wydaje się zatem słuszne, aby za polski odpowiednik *corporate identity* uznać termin „tożsamość przedsiębiorstwa”. W literaturze polskiej, choć w mniejszości, pojawiają się także zwolennicy innych poglądów, tacy jak np. A.M. Nikodemka-Wołowik, utrzymująca, że pojęciem odpowiednio opisującym problem tożsamości jest termin „całościowa identyfikacja” (CI)<sup>23</sup> lub A. Zarębska odnosząca się do *corporate identity* jako do „tożsamości organizacji”<sup>24</sup>. Istnieje

<sup>22</sup> J.M.T. Balmer, *Corporate identity, corporate branding and corporate marketing*, „European Journal of Marketing” 2001, vol 35, no. 3/4, s. 251, w: A. Zarębska, *Identyfikacja tożsamości organizacyjnej...*, op.cit., s. 25.

<sup>23</sup> Więcej na ten temat: A.M. Nikodemka-Wołowik, *Komunikowanie tożsamości rynkowej w otoczeniu międzynarodowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2008 oraz A.M. Nikodemka-Wołowik, P. Górski, M. Wołowik, *Nie tylko logotyp: wyróżnienie i przynależność w biznesie*, Bydgoszcz – Gdańsk 2004; A.M. Nikodemka-Wołowik, *Komunikowanie tożsamości organizacji w kontekście społecznej i proekologicznej orientacji interesariuszy*, „Zeszyty Naukowe. Ekonomiczne Problemy Usług. Uniwersytet Szczeciński” 2007, nr 12, t. 2, s. 106–111; A.M. Nikodemka-Wołowik, *Rola badań marketingowych w programie całościowej identyfikacji*, „Acta Universitatis Lodzianis. Folia Oeconomica” 2004, z. 179, t. 1, s. 285–293.

<sup>24</sup> Więcej na ten temat: A. Zarębska, *Identyfikacja tożsamości organizacyjnej...*, op.cit.; eadem, *Tożsamość organizacyjna przedsiębiorstwa: jak stworzyć konkurencyjną firmę?*, Centrum Doradztwa i Informacji Difin, Warszawa 2008; eadem, *Rozważania nad tożsamością organizacyjną – konsensus pomiędzy teorią a praktyką*, „Przegląd Organizacji” 2005, nr 4, s. 17–19; eadem, *Znaczenie przywództwa w kształtowaniu tożsamości organizacji przedsiębiorstwa*, „Organizacja i Zarządzanie” 2008, nr 4, s. 53–72; W. Sitko, A. Zarębska, *Zintegrowany model zarządzania tożsamością organizacyjną w przedsiębiorstwie*, „Organizacja i Kierowanie” 2007, nr 1, s. 69–85; A. Zarębska, *Nowy model identyfikacji i zarządzania tożsamością organizacyjną w przedsiębiorstwie*, „Przegląd Organizacji” 2005, nr 11, s. 12–14; eadem, *Zarządzanie tożsamością a zarządzanie przez tożsamość – subtelną różnicą czy milowy*

także grupa badaczy, która w swych pracach zdecydowała się używać bezpośrednio angielskiego zwrotu *corporate identity*. Należą do nich m.in. B. Rozwadowska i K. Ragin-Skorecka<sup>25</sup>. Jednak znaczna część badaczy zajmujących się problematyką tożsamości, takich jak T. Dąbrowski, K. Majchrzak, J. Altkorn, czy E. Głuszek<sup>26</sup> używa terminu „tożsamość przedsiębiorstwa” i taki pogląd został także przyjęty w niniejszym opracowaniu.

### 3. Sposoby rozumienia terminu „tożsamość przedsiębiorstwa”

Przegląd literatury tematu dostarczył materiału badawczego pozwalającego na przygotowanie zestawienia prezentującego sposoby rozumienia terminu „tożsamość przedsiębiorstwa” na gruncie różnych stanowisk poznawczych. Zaprezentowane w zestawieniu definicje bazują zarówno na oryginalnych tekstach powstałych w początkowych latach funkcjonowania terminu „tożsamość” w literaturze, jak i współczesnych opracowaniach literatury polskiej, brytyjskiej, amerykańskiej, francuskiej i niemieckiej.

Zestawienie ze sobą różnych perspektyw rozumienia terminu „tożsamość przedsiębiorstwa” pozwoliło na podjęcie próby ich oceny. Wyłonienie jednej wiodącej definicji okazało się trudne. Udało się jednak zaobserwować pewne tendencje oraz cechy wspólne grup definicji i wyodrębnić na ich podstawie cztery dominujące perspektywy rozumienia terminu „tożsamość przedsiębiorstwa”:

- perspektywę strategiczną;
- perspektywę komponentową;
- perspektywę autoprezentacyjną;
- perspektywę rzeczywistości organizacyjnej.

---

krok?, „Przegląd Organizacji” 2006, nr 9, s. 13–15; A.M. Nikodemka-Wołowik, *Komunikowanie tożsamości organizacji...*, op.cit., s. 106–111; eadem, *Rola badań marketingowych...*, op.cit., s. 285–293.

<sup>25</sup> Więcej na ten temat: B. Rozwadowska, *Public relations: teoria, praktyka, perspektywy*, Wydawnictwo „Studio Emka”, Warszawa 2009; K. Ragin-Skorecka, *Management of internal corporate identity*, Wydawnictwo Politechniki Poznańskiej, Poznań 2010; eadem, *Corporate Identity*, Publishing House of Poznan University of Technology, Poznań 2010.

<sup>26</sup> Więcej na ten temat: T. Dąbrowski, *Reputacja przedsiębiorstwa. Tworzenie kapitału zaufania*, Wolters Kluwer Polska, Kraków 2010; K. Majchrzak, *Zarządzanie reputacją w przedsiębiorstwach sektora naftowego*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2011; J. Altkorn, *Wizualizacja firmy*, Instytut Marketingu, Kraków 1999; E. Głuszek, *Zarządzanie zasobami niematerialnymi przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 2004.

Definicje wewnątrz grup odwołują się do jednej wiodącej cechy wspólnej, często jednak różniąc się między sobą cechami pobocznymi. Szczegółową charakterystykę każdej z perspektyw przedstawiono poniżej.

### 3.1. Perspektywa strategiczna: tożsamość jako element strategii przedsiębiorstwa

Tabela 1. Tożsamość rozumiana jako element strategii przedsiębiorstwa

Definicja	Autor (Rok)
Tożsamość to jeden z elementów kształtowanych i zarządzanych przez przedsiębiorstwo.	Leitch (1999)
Tożsamość to strategicznie planowana i operatywnie realizowana autoprezentacja i sposób zachowania się organizacji wewnątrz i na zewnątrz, na fundamencie ustalonej filozofii organizacji, długofalowego ukierunkowania celów i zdefiniowanego wizerunku docelowego, z zamiarem sprowadzenia wszystkich instrumentów działań organizacji w jednolite ramy do wewnątrz i na zewnątrz.	Birkigt i Stadler (2000)
Tożsamość to świadoma i spójna grupa elementów, w tym zwłaszcza logo i elementy wizualne przedsiębiorstwa, zarządzanych na poziomie strategicznym, mająca zastosowanie zarówno wewnątrz, jak i na zewnątrz organizacji.	Gioia, Schultz i Corley (2000)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: S. Leitch, *From logo-centrism to corporate branding?*, „Australian Journal of Communication” 1999, vol. 26, no. 3; K. Birkigt, M. Stadler, *Corporate Identity, Grunddiagen, Funktionen und Beispoelen*, Verlag, ModerneIndustrie, Landsberg am Lech 2000; D.A. Gioia, M. Schultz, K. Corley, *Organizational identity, image, and adaptive instability*, „Academy of Management Review” 2000, vol. 25, no. 1.

Można przyjąć, że definicją będącą esencją poglądów grupy badaczy skupionych wokół perspektywy strategicznej jest propozycja S. Leitcha stanowiąca, że tożsamość to jeden z elementów kształtowanych i zarządzanych przez przedsiębiorstwo. Mimo że definicja pochodzi z 1999 r., prezentuje pogląd współczesny, traktując tożsamość jako element strategii przedsiębiorstwa. Dwie pozostałe definicje odnoszą się do tożsamości w sposób szerszy, wskazując, że poza elementem strategicznym, na tożsamość należy patrzeć także z perspektyw: autoprezentacyjnej (K. Birkigt i M. Stadler) i komponentowej, czyli *mix*’u różnych elementów (Birkigt i Stadler oraz D.A. Gioia, M. Schultz i K. Corley). Zarówno perspektywa autoprezentacyjna, jak i komponentowa będą przedmiotem analizy w kolejnych wyodrębnionych grupach definicji. Perspektywa strategiczna wskazuje na istotną rolę tożsamości w zarządzaniu przedsiębiorstwem oraz procesie realizacji jego celów długofalowych (Birkigt i Stadler). Ponadto, Birkigt i Stadler oraz Gioia, Schultz i Corley utrzymują, że kształtowanie tożsamości stanowi akt świadomego planowania, podobnie jak to się dzieje ze strategią przedsiębiorstwa. Podsumowując, zgodnie z perspektywą strategiczną,

tożsamość stanowi element strategii przedsiębiorstwa, który umożliwia firmie realizację jej celów długoterminowych.

### 3.2. Perspektywa komponentowa: tożsamość jako *mix* wielu elementów

Tabela 2. Tożsamość rozumiana jako *mix* wielu elementów

Definicja	Autor (Rok)
Tożsamość to koncepcja budowana wokół wizji przedsiębiorstwa z dużym naciskiem na aspekt wizualny. Model testowy tożsamości ACID jako synteza podejść multidyscyplinarnych i dotychczas opisanych wymiarów tożsamości.	Balmer i Soenen (1999)
Tożsamość to <i>mix</i> strategii („umysłu”), kultury i zachowania („duszy”) oraz komunikacji („głosu”).	Balmer i Soenen (1997)
Tożsamość to koncepcja wieloaspektowa i multidyscyplinarna.	Balmer i Greyser (2003)
Tożsamość to połączenie strategii, zachowania (kultury) oraz komunikacji przedsiębiorstwa.	Balmer (1993)
Tożsamość to środek przekazu strategii i filozofii przedsiębiorstwa poprzez odpowiednie elementy tożsamości- <i>mix</i> : komunikację, zachowanie i symbolikę.	Leuthesser i Kohli (1997)
Tożsamość to narzędzie minimalizacji niezgodności pomiędzy filozofią, uosabiającą tożsamość pożądaną oraz kulturą przedsiębiorstwa będącą wyrazem jego rzeczywistej tożsamości.	Harbrücker (1993)
Tożsamość przedsiębiorstwa to pochodna jego osobowości.	Keller (1990)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: J.M.T. Balmer, G.B. Soenen, *Operationalising the concept of corporate identity: articulating the corporate identity mix and the corporate identity management mix*, University of Strathclyde International Centre for Corporate Identity Studies Working Paper, Glasgow 1997; J.M.T. Balmer, G.B. Soenen, *The acid test of corporate identity management*, „Journal of Marketing Management” 1999, vol. 15, no. 1; *Revealing the Corporation: Perspectives on Identity, Image, Reputation, Corporate Branding and Corporate Level Marketing*, eds. J.M.T. Balmer, S. Greyser, Routledge 2003; J.M.T. Balmer, *Corporate identity: the power and the paradox*, „Design Management Journal” 1993, vol. 6, no. 1; L. Leuthesser, C. Kohli, *Corporate identity: the role of mission statements*, „Business Horizons” 1997, vol. 40, no. 3; J. Keller, *Das CI-Dilemma. Abschied von Falschneillusionen*, Gabler Management Perspectives, Wiesbaden 1990; U. Harbrücker, *Changing of values and corporate identity*, „Mathematics and Economics” 1993, vol. 13, no. 2.

Grupa badaczy, która w swych próbach poszukiwania istoty tożsamości odwołuje się do jej pluralistycznej natury jest stosunkowo duża. Pluralizm w tym wypadku oznacza współistnienie obok siebie kilku wymiarów tożsamości, które traktowane jako niepodzielny zbiór stanowią o jej istocie. W literaturze pojawiały się także przypadki publikacji, których autorzy zamiast odwoływać się do tożsamości jako całości, odnosili się do jej elementów składowych, a opisując je, opisywali tożsamość, tworząc tym samym swoisty kolaż definicji problemu.



Do elementów najczęściej pojawiających się w analizowanych definicjach należą:

- tożsamość wizualna/symbolika,
- szeroko rozumiana komunikacja,
- kultura, w tym zachowanie, filozofia albo misja.

Perspektywa ta podkreśla, że **tożsamość to kolaż** i hologram, którego komponentami są **kultura, komunikacja i symbolika**, a badanie jego poszczególnych części składowych umożliwia poznanie istoty całości.

### 3.3. Perspektywa autoprezentacyjna: tożsamość jako narzędzie autoprezentacji

Tabela 3. Tożsamość rozumiana jako narzędzie autoprezentacji

Definicja	Autor (Rok)
Tożsamość to świadome i planowane kształtowanie elementów wizualnych przedsiębiorstwa tak, aby umożliwić wyróżnienie firmy na rynku.	Gregory i Wiechmann (1998)
Tożsamość to narzędzie autoprezentacji przedsiębiorstwa poprzez zbiór elementów wizualnych.	Hatch i Schultz (2000)
Tożsamość to narzędzie skutecznej autoprezentacji poprzez tożsamość wizualną i zachowanie przedsiębiorstwa.	Kennedy (1977), Abratt (1989)
Tożsamość to narzędzie skutecznej autoprezentacji poprzez elementy tożsamości- <i>mix</i> : symboliki, zachowania i komunikacji przedsiębiorstwa.	van Riel (1995)
Tożsamość jako narzędzie skutecznej autoprezentacji.	van Riel i Balmer (1997)
Tożsamość to narzędzie autoprezentacji przedsiębiorstwa poprzez zbiór elementów wizualnych i zachowanie organizacji.	Marwick i Fill (1997)
Tożsamość firmy jest sumą elementów, które identyfikują tę firmę, wyróżniając ją spośród innych. Wyraża się ona w indywidualnym charakterze firmy w formie wizualnej.	Budzyński, 2002
Tożsamość to kompleksowa forma prezentacji istoty przedsiębiorstwa.	Portugal i Halloran (1986)
Tożsamość to narzędzie kształtowania wizerunku firmy poprzez to kim jest oraz czym i w jaki sposób się zajmuje.	Olins (1990)
Tożsamość to narzędzie kształtowania wizerunku firmy.	Schmidt i inni (1995)
Tożsamość to system cech i właściwości organizacji wraz z wyróżnieniem tożsamości istniejącej i postulowanej. Tożsamość to także „pozytywne odróżnianie się od konkurencji, kompleksowe występowanie organizacji na zewnątrz”.	Fleischer (2003)
Tożsamość to zbiór wyróżników organizacji.	Lambert (1989)
Tożsamość to narzędzie zwiększania rozpoznawalności przedsiębiorstwa na rynku.	Margulies (1997)

Definicja	Autor (Rok)
Tożsamość to wyraźne oddzielenie się grupy od otoczenia i wytworzenia w niej obrazu własnego i obrazu pozostałych grup. Jest ona kształtowana dzięki wzajemnym interakcjom członków grupy, określanym przez takie cechy jak: sympatie, antypatie, konflikty itp., a pielęgnowana za pomocą norm i wartości grupowych.	Steinmann i Georg (2001)
Tożsamość to zbiór cech lub działań pozwalających przedsiębiorstwu na autoprezentację wśród interesariuszy, a także poprzez które interesariusze mogą opisać, zapamiętać lub w inny sposób odnieść się do danej organizacji.	van Rekom (1997)
Tożsamość to zespół cech, które w istotny sposób wyróżniają daną organizację od innych. Jest ona wytworem wewnętrznych procesów firmy dążącej z większym lub mniejszym przekonaniem i sprawnością do przekazania ich otoczeniu.	Altkorn (1999)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: J. Altcorn, *Wizualizacja firmy*, Instytut Marketingu, Kraków 1999; J.R. Gregory, J.W. Wiechmann, *Marketing Corporate Image: The Company as Your Number One Product*, NTC Business Books, Chicago 1999; *The Expressive Organization: Linking Identity, Reputation, and the Corporate Brand: Linking Identity, Reputation, and the Corporate Brand*, eds. M. Schultz, M.J. Hatch, M.H. Larsen, OUP, Oxford 2000; S.H. Kennedy, *Nurturing corporate images: total communication or ego trip?*, „European Journal of Marketing” 1977, vol. 11, no. 3; R. Abratt, *A new approach to the corporate image management process*, „Journal of Marketing Management” 1989, vol. 5, no. 1; C.B.M. van Riel, J.M.T. Balmer, *Corporate identity: the concept, its measurement and management*, „European Journal of Marketing” 1997, vol. 31, no. 5–6; C.B.M. van Riel, *Principles of Corporate Communication*, Prentice-Hall, Hemel, Hempstead 1995; N. Markwick, C. Fill, *Towards a framework for managing corporate identity*, „European Journal of Marketing” 1997, vol. 31, no. 5–6; W. Budzyński, *Zarządzanie wizerunkiem firmy*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2002; J. Portugal, J. Halloran, D. Keith, *Avoiding a corporate identity crisis*, „Management Review” 1986, vol. 75, no. 4; W. Olins, *The Wolff Olins Guide to Corporate Identity*, The Design Council, London 1990; K. Schmidt, *The Quest For Identity*, Cassell, London 1995; M. Fleischer, *Corporate identity i public relations*, Dolnośląska Wyższa Szkoła Edukacji Towarzystwa Wiedzy Powszechnej, Wrocław 2003; A. Lambert, *Corporate identity and facilities management, Facilities* 1989; W.P. Margulies, *Make the most of your corporate identity*, „Harvard Business Review” 1977, vol. 55; H. Steinmann, S. Georg, *Grundlagen der Unternehmensführung*, Wiesbaden 2000; J. van Rekom, *Deriving an operational measure of corporate identity*, „European Journal of Marketing” 1997, vol. 31, no. 5–6.

Podejściem najchętniej przyjmowanym w definicjach tożsamości okazała się perspektywa autoprezentacyjna, gdzie tożsamość traktowana jest jako narzędzie umożliwiający firmie skuteczną autoprezentację, wyróżnienie się w otoczeniu lub skuteczne kształtowanie wizerunku. Ta grupa definicji mocno akcentuje aspekt wizualny tożsamości jako kluczowy w osiągnięciu celu, jakim jest skuteczna prezentacja i wyróżnienie na rynku. Wiele definicji odwołuje się do wielokomponentowości tożsamości, co może świadczyć o wadze, jaką badacze przypisują wcześniej wspomnianemu kolażowi pojęć w definiowaniu istoty tożsamości. Reasumując, w omawianym ujęciu tożsamość to narzędzie umożliwiający firmie skuteczną autoprezentację zarówno wewnątrz, jak i na zewnątrz organizacji.

### 3.4. Perspektywa rzeczywistości organizacyjnej: tożsamość jako unikalne cechy organizacji

Tabela 4. Tożsamość rozumiana jako unikalne cechy organizacji

Definicja	Autor (Rok)
Tożsamość to unikalne cechy organizacji.	Balmer (1995)
Tożsamość to istota tego, czym organizacja jest, co robi i po co to robi.	Topalian (1984)
Tożsamość to, czym organizacja w istocie jest.	Hawn (1998)
Tożsamość to unikalne cechy organizacji.	Bick i inni (2003)
Tożsamość to rzeczywistość i unikalne cechy organizacji.	Gray i Balmer (1998)
Tożsamość to koncepcja multidyscyplinarna wskazująca na unikalne cechy organizacji.	Balmer (1998)
Tożsamość to unikalne zdolności przedsiębiorstwa.	Ackerman (1988)
Tożsamość to wzajemnie zależne cechy organizacji mające wpływ na jej specyfikę, spójność wysyłanego przez nią komunikatu oraz na umiejętność wyróżniania się spośród innych.	Larson i Reitter (1979)
Tożsamość to to, kim organizacja jest, co ma do zaoferowania, jakie są jej atuty, co czyni ją unikalną oraz dlaczego współpracownicy powinni się angażować w jej działanie.	Herbst (1998)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: J.M.T. Balmer, *Corporate branding and connoisseurship*, „Journal of General Management” 1995, vol. 21, no. 1; A. Topalian, *Corporate identity: beyond the visual overstatements*, „International Journal of Advertising” 1984, no. 3; R. Hawn, *Image vs. identity*, „Trends” 1998, vol. 14; G. Bick, M.C. Jacobson, R. Abratt, *The corporate identity management process revisited*, „Journal of Marketing Management” 2003, vol. 19; E.R. Gray, J.M.T. Balmer, *Managing corporate image and corporate reputation*, „Long Range Planning” 1998, vol. 31, no. 31; idem, *Corporate identity and the advent of corporate marketing*, „Journal of Marketing Management” 1998, vol. 14, no. 8; L.D. Ackerman, *Identity strategies that make a difference*, „The Journal of Business Strategy” 1988; J.P. Larson, R. Reitter, *Structures de Pouvoir et Identite de L'Entreprise*, Editions Nathan, Paris 1979; D. Herbst, *Corporate identity*, Cornelsen, Berlin 1998.

Kolejną grupę stanowią definicje, które są najbliższe współczesnemu rozumieniu pojęcia „tożsamość przedsiębiorstwa”. **Tożsamość** jest w tym przypadku definiowana jako **unikalne cechy lub zdolności organizacji**. Według A. Topaliana i R. Hawna wspomniane cechy i zdolności stanowią o istocie tego, czym **organizacja jest, co robi i po co to robi**, są one także wyrazem swoistego „ja” czy „kodu genetycznego” organizacji. Perspektywa odwołuje się do najbardziej podstawowych definicji tożsamości opisanych w pierwszej części opracowania, gdzie tożsamość definicioniowana jest jako identyczność, samookreślenie czy poczucie się kimś wyjątkowym. J.M.T. Balmer z kolei podkreśla, że tożsamość to koncepcja multidyscyplinarna wskazująca na unikalne cechy organizacji, co jest w istocie definicją najbliższą poglądom autorki.

## 4. Podsumowanie

W opracowaniu zebrano liczną grupę definicji terminu „tożsamość przedsiębiorstwa” oraz podjęto próbę ich oceny. Dokonana analiza potwierdziła, że tożsamość przedsiębiorstwa to pojęcie wieloznaczne, które do tej pory było w literaturze przedstawiane w sposób niejednolity. Badając definicje z różnych obszarów geograficznych oraz okresów czasowych, można zauważyć odwołania do różnych perspektyw i stanowisk poznawczych, które co innego uznają za istotę problemu. Przystępując zatem do badań nad tożsamością, zaleca się, aby zawsze jednoznacznie określić na gruncie którego stanowiska poznawczego będą prowadzone analizy i interpretacje pojęcia, co pozwoli uniknąć błędów i sprzeczności na późniejszym etapie wnioskowania.

Przegląd i analiza sposobów rozumienia pojęcia „tożsamość przedsiębiorstwa” i wyodrębnienie na tej podstawie czterech wiodących grup poglądów nazwanych perspektywami skłoniło do przyjęcia stanowiska, że tożsamość to **zbiór unikalnych cech przedsiębiorstwa, których trzon stanowią: kultura, komunikacja i symbolika**. Dodatkowo, w kontekście polskich realiów biznesowych i akademickich uznano, że polski termin „tożsamość przedsiębiorstwa” najlepiej ukazuje istotę anglojęzycznej koncepcji *corporate identity*.

## Bibliografia

1. Abratt R., *A new approach to the corporate image management process*, „Journal of Marketing Management” 1989, vol. 5, no. 1.
2. Ackerman L.D., *Identity strategies that make a difference*, „The Journal of Business Strategy” 1988.
3. Altkorn J., *Wizualizacja firmy*, Instytut Marketingu, Kraków 1999.
4. Balmer J.M.T., *Corporate branding and connoisseurship*, „Journal of General Management” 1995, vol. 21, no. 1.
5. Balmer J.M.T., *Corporate identity and the advent of corporate marketing*, „Journal of Marketing Management” 1998, vol. 14, no. 8.
6. Balmer J.M.T., *Corporate identity: the power and the paradox*, „Design Management Journal” 1993, vol. 6, no. 1.
7. Balmer J.M.T., *Corporate identity, corporate branding and corporate marketing*, „European Journal of Marketing” 2001, vol. 35, no. 3/4.

8. Balmer J.M.T., Soenen G.B., *Operationalising the concept of corporate identity: articulating the corporate identity mix and the corporate identity management mix*, University of Strathclyde International Centre for Corporate Identity Studies working paper, Glasgow 1997.
9. Balmer J.M.T., Soenen G.B., *The acid test of corporate identity management*, „Journal of Marketing Management” 1999, vol. 15, no. 1.
10. Bernstein D., *Company Image & Reality. A Critique of Corporate Communications*, Holt, Rinehart and Winston, Eastbourne, UK, 1986.
11. Bick G., Jacobson M.C., Abratt R., *The corporate identity management process revisited*, „Journal of Marketing Management” 2003, vol. 19.
12. Birkigt K., Stadler M., *Corporate Identity, Grundiagen, Funktionen und Beispoelen*, Verlag, ModerneIndustrie, Landsberg am Lech 2000.
13. Boulding K., *The Image: Knowledge in Life and Society*, Ann Arbor, University of Michigan Press, Michigan 1956.
14. Budzyński W., *Zarządzanie wizerunkiem firmy*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2002.
15. Carter D.E., *Designing Corporate Identity Programs for Small Corporations*, Art Direction Company, New York 1982.
16. Castells M., *Siła tożsamości*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.
17. Chajet C., Shachtman T., *Image by design*, wyd. 2, McGraw-Hill, New York 1998.
18. Cornelissen J., Harris Ph., *The corporate identity metaphor: perspectives, problems and prospects*, „Journal of Marketing Management” 2001, vol. 17, no. 1.
19. Dąbrowski T., *Reputacja przedsiębiorstwa. Tworzenie kapitału zaufania*, Wolters Kluwer Polska, Kraków 2010.
20. *Elementarne pojęcia pedagogiki społecznej i pracy socjalnej*, red. D. Lalak, T. Pilch, Warszawa 1999.
21. *Excellence in Public Relations and Communication Management*, eds. J. Grunig, Lawrence Erlbaum Associates Inc., Hillsdale 1992.
22. Fleischer M., *Corporate identity i public relations*, Dolnośląska Wyższa Szkoła Edukacji Towarzystwa Wiedzy Powszechnej, Wrocław 2003.
23. Gioia D.A., Schultz M., Corley K., *Organizational identity, image, and adaptive instability*, „Academy of Management Review” 2000, vol. 25, no. 1.
24. Głuszek E., *Zarządzanie zasobami niematerialnymi przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 2004.
25. Gray E.R., Balmer J.M.T., *Managing corporate image and corporate reputation*, „Long Range Planning” 1998, vol. 31, no. 31.

26. Gregory J.R., Wiechmann J.W., *Marketing Corporate Image: The Company as Your Number One Product*, NTC Business Books, Chicago 1999.
27. Harbrücker U., *Changing of values and corporate identity*, „Mathematics and Economics” 1993, vol. 13, no. 2.
28. Hawn R., *Image vs. identity*, „Trends” 1998, vol. 14.
29. Herbst D., *Corporate identity*, Cornelsen, Berlin 1998.
30. Keller J., *Das CI-Dilemma. Abschied von Falschen Illusionen*, Gabler Management Perspectives, Wiesbaden 1990.
31. Kennedy S.H., *Nurturing corporate images: total communication or ego trip?*, „European Journal of Marketing” 1977, vol. 11, no. 3.
32. Lambert A., *Corporate identity and facilities management*, Facilities 1989.
33. Larson J.P., Reitter R., *Structures de Pouvoir et Identite de l'Entreprise*, Editions Nathan, Paris 1979;
34. Leitch S., *From logo-centrism to corporate branding?*, „Australian Journal of Communication” 1999, vol. 26, no. 3.
35. Leuthesser L., Kohli C., *Corporate identity: the role of mission statements*, „Business Horizons” 1997, vol. 40, no. 3.
36. Majchrzak K., *Zarządzanie reputacją w przedsiębiorstwach sektora naftowego*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2011.
37. Margulies W.P., *Make the most of your corporate identity*, „Harvard Business Review” 1977, vol. 55.
38. Markwick N., Fill C., *Towards a framework for managing corporate identity*, „European Journal of Marketing” 1997, vol. 31, no. 5/6.
39. Martineau P., *The Corporate Personality*, w: L. Bristol, *Business and Its Public*, Harvard Business School Press, Boston 1960.
40. Nikodemska-Wołowik A.M., *Komunikowanie tożsamości rynkowej w otoczeniu międzynarodowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2008.
41. Nikodemska-Wołowik A.M., *Komunikowanie tożsamości organizacji w kontekście społecznej i proekologicznej orientacji interesariuszy*, „Zeszyty Naukowe. Ekonomiczne Problemy Usług. Uniwersytet Szczeciński” 2007, nr 12, t. 2.
42. Nikodemska-Wołowik A.M., *Rola badań marketingowych w programie całościowej identyfikacji*, „Acta Universitatis Lodziensis. Folia Oeconomica” 2004, z. 179, t. 1.
43. Nikodemska-Wołowik A.M., Górski P., Wołowik M., *Nie tylko logotyp: wyróżnienie i przynależność w biznesie*, Bydgoszcz–Gdańsk 2004.
44. Okoń W., *Nowy słownik pedagogiczny*, ŻAK Wydawnictwo Akademickie, Warszawa 1998.
45. Olins W., *The Corporate Personality: An Inquiry into the Nature of Corporate Identity*, Design Council, London 1978.

46. Olins W., *The Wolff Olins Guide to Corporate Identity*, The Design Council, London 1990.
47. Pilditch J., *Communication by Design: A Study in Corporate Identity*, McGraw-Hill, Maidenhead 1970.
48. Portugal J., Halloran J., Keith D., *Avoiding a corporate identity crisis*, „Management Review” 1986, vol. 75, no. 4.
49. Ragin-Skorecka K., *Corporate Identity*, Publishing House of Poznan University of Technology, Poznań 2010.
50. Ragin-Skorecka K., *Management of internal corporate identity*, Wydawnictwo Politechniki Poznańskiej, Poznań 2010.
51. Rekom J. van, *Deriving an operational measure of corporate identity*, „European Journal of Marketing” 1997, vol. 31, no. 5–6.
52. Riel C.B.M. van, *Principles of Corporate Communication*, Prentice-Hall, Hemel, Hempstead 1995.
53. Riel C.B.M. van, Balmer J.M. T., *Corporate identity: the concept, its measurement and management*, „European Journal of Marketing” 1997, vol. 31, no. 5–6.
54. Riel C.B.M. van, *Principles of Corporate Communication*, Prentice-Hall, Hemel, Hempstead 1995.
55. *Revealing the Corporation: Perspectives on Identity, Image, Reputation, Corporate Branding and Corporate Level Marketing*, eds. J.M.T. Balmer, S. Greyser, Routledge 2003.
56. Rozwadowska B., *Public relations: teoria, praktyka, perspektywy*, Wydawnictwo „Studio Emka”, Warszawa 2009.
57. Schmidt K., *The Quest For Identity*, Cassell, London 1995.
58. Schultz D., Tannenbaum S.J., Lauterborn R.F., *Integrated Marketing Communications: Pulling it Together and Making it Work*, NTC Business Books, Chicago, IL, 1994.
59. Selame E., Selame J., *Developing a corporate identity. How to stand out in the crowd*, New York 1977.
60. Sitko W., Zarębska A., *Zintegrowany model zarządzania tożsamością organizacyjną w przedsiębiorstwie*, „Organizacja i Kierowanie” 2007, nr 1.
61. *Słownik języka polskiego*, opr. zbior., Wydawnictwo Naukowe PWN, t. 3, Warszawa 2005.
62. Steinmann H., Georg S., *Grundlagen der Unternehmensführung*, Wiesbaden 2000.
63. Suska M., *Tożsamość a system wartości i postawy współczesnej młodzieży*, w: *Tożsamość osobowa a tożsamości społeczne. Wyzwania dla edukacji XXI wieku*, red. T. Bajkowski, K. Sawicki, Białystok 2000.
64. *The Expressive Organization: Linking Identity, Reputation, and the Corporate Brand: Linking Identity, Reputation, and the Corporate Brand*, eds. M. Schultz, M.J. Hatch, M.H. Larsen, OUP, Oxford 2000.

65. Topalian A., *Corporate identity: beyond the visual overstatements*, „International Journal of Advertising” 1984, no. 3.
66. Wyszomierska B., *Tożsamość przedsiębiorstwa – geneza pojęcia, jego ewolucja i dylematy związane z klasyfikacją*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów”, Szkoła Główna Handlowa, Zeszyt Naukowy nr 66, 2006.
67. Zarębska A., *Identyfikacja tożsamości organizacyjnej w zarządzaniu przedsiębiorstwem*, Centrum Doradztwa i Informacji Difin, Warszawa 2009.
68. Zarębska A., *Nowy model identyfikacji i zarządzania tożsamością organizacyjną w przedsiębiorstwie*, „Przegląd Organizacji” 2005, nr 11.
69. Zarębska A., *Rozważania nad tożsamością organizacyjną – konsensus pomiędzy teorią a praktyką*, „Przegląd Organizacji” 2005, nr 4.
70. Zarębska A., *Tożsamość organizacyjna przedsiębiorstwa: jak stworzyć konkurencyjną firmę?*, Centrum Doradztwa i Informacji Difin, Warszawa 2008.
71. Zarębska A., *Zarządzanie tożsamością a zarządzanie przez tożsamość – subtelna różnica czy miłowy krok?*, „Przegląd Organizacji” 2006, nr 9.
72. Zarębska A., *Znaczenie przywództwa w kształtowaniu tożsamości organizacji przedsiębiorstwa*, „Organizacja i Zarządzanie” 2008, nr 4.



*Maria Aluchna*<sup>1</sup>

Kolegium Zarządzania i Finansów  
Szkola Główna Handlowa w Warszawie

# Dobre praktyki spółek notowanych na GPW w Warszawie. Analiza zmian wprowadzonych w latach 2010–2012

## 1. Wprowadzenie

Dynamiczne zmiany na rynku kapitałowym, przekształcenia w sektorze finansowym oraz wyzwania związane z trudną sytuacją ekonomiczną mają wpływ na kształt praktyki gospodarczej. Podejmowane przez regulatorów działania mają na celu poszukiwanie nowych szans na rozwój gospodarczy, poprawę konkurencyjności i zwiększenie bezpieczeństwa inwestycji. Wiele z tych założeń przyświeca zmianom w zakresie dobrych praktyk ładu korporacyjnego, które, stanowiąc przykład miękkiego prawa i kodów środowiskowych, mają na celu poprawę standardów przejrzystości i polityki informacyjnej, funkcjonowania rady czy wykonywania praw głosów przez akcjonariuszy. Nurt dobrych praktyk *corporate governance*, mający swój początek w Wielkiej Brytanii we wczesnych latach 90. XX w., rozwinął się na skalę międzynarodową i doprowadził do sformułowania rekomendacji ładu korporacyjnego na większości giełd na świecie. Idea ta została także wdrożona na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, czego wyrazem jest zestaw kolejnych dokumentów zawierających spis rekomendacji i dobrych praktyk *corporate governance* w Polsce.

Celem niniejszego artykułu jest analiza zmian w dokumencie *Dobre praktyki spółek notowanych na GPW w Warszawie* wprowadzonych w latach 2010–2012

---

<sup>1</sup> Dr hab., prof. nadzwyczajny SGH, Katedra Teorii Zarządzania, Szkoła Główna Handlowa, Al. Niepodległości 162, 02-554 Warszawa, pok. 325M, tel./ fax: 0048 22 654 86 20, e-mail: maria.aluchna@sgh.waw.pl

zawierającym rekomendacje sugerowane spółkom giełdowym w zakresie ładu korporacyjnego. Dobre praktyki zostały w Polsce sformułowane po raz pierwszy w 2002 r. w odpowiedzi na ówczesne problemy i słabości praktyki *corporate governance*. Wraz z dynamicznym rozwojem spółek giełdowych, znaczną poprawą standardów ładu korporacyjnego, wdrażaniem nowych regulacji, w tym również regulacji unijnych, oraz pojawianiem się nowych wyzwań dokument zawierający dobre praktyki także ulegał zmianom, by jak najlepiej odpowiadać na potrzeby rynku kapitałowego. Szybkie wprowadzanie zmian w dokumencie dobrych praktyk nie tylko stanowi zaletę elastyczności kodeksu środowiskowego, lecz także wskazuje na aktualność miękkiego prawa. Niniejszy artykuł przyjmuje następującą strukturę. W drugim punkcie przybliżono problematykę ładu korporacyjnego, wskazując na jego cele i praktyczne zastosowanie przy jednoczesnym zasygnalizowaniu złożoności tej problematyki. Ponadto, omówiono ideę i założenia dokumentów dobrych praktyk, które są kodeksami środowiskowymi powszechnie formułowanymi na większości giełd na świecie. W punkcie trzecim przedstawiono proces tworzenia dobrych praktyk w Polsce na przykładzie dokumentów powstałych w 2002 oraz 2007 r. wraz z ich nowelizacjami z 2004, 2008, 2010, 2011 i 2012 r. Wreszcie, punkt czwarty zawiera analizę zmian, jakie wprowadzono w dokumencie *Dobre praktyki spółek notowanych na GPW w Warszawie* w latach 2010–2012, identyfikując tym samym kierunki rozwoju ładu korporacyjnego w Polsce. Wnioski zawarto w podsumowaniu.

## 2. Ład korporacyjny

### 2.1. Cele i praktyka

Problematyka ładu korporacyjnego (ang. *corporate governance*) stanowi jeden z najdynamiczniej rozwijających się obszarów w naukach ekonomicznych, zarówno w naukach o zarządzaniu, jak i finansach czy ekonomii<sup>2</sup>. Ład korporacyjny definiowany jest jako zestaw mechanizmów i instytucji, mających na celu zapewnienie możliwie najefektywniejszego działania przedsiębiorstw poprzez zbliżanie interesów

---

<sup>2</sup> Cz. Mesjasz, *Ład (nadzór) korporacyjny. Geneza, definicje i podstawowe problemy*, w: *Ład korporacyjny*, red. D. Dobija, I. Koładkiewicz, Oficyna Wolters Kluwer, Warszawa 2011, s. 15–52; K. Oplustil, *Instrumenty nadzoru korporacyjnego (corporate governance) w spółce akcyjnej*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2010, s. 3–12; J. Jeżak, *Ład korporacyjny. Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2010, s. 164–196.

grup zainteresowanych jego funkcjonowaniem<sup>3</sup>. Ten zestaw mechanizmów i instytucji jest zależny od struktury własności spółek w danym kraju, dominujących sposobów ich finansowania oraz stopnia rozwoju systemu finansowego<sup>4</sup>. Niektórzy badacze tematu oraz niektóre spółki postrzegają to zagadnienie dość wąsko, sprowadzając je do raportowania i stosowania określonych rekomendacji (ang. *compliance*). W szerszym ujęciu *corporate governance* stanowi nie tylko platformę współpracy różnych grup interesu, lecz także system będący pochodną ładu instytucjonalnego, polityki państwa, systemu prawnego, funkcjonowania rynku pracy i kultury narodowej<sup>5</sup>. Przez długi czas dominował pogląd o wyłącznej odpowiedzialności spółek wobec akcjonariuszy, a ład korporacyjny rozumiano jako „metody, które zapewniają dostawcom kapitału uzyskanie zwrotu z inwestycji”<sup>6</sup>. Współcześnie jednak rosnąca świadomość złożoności procesów społeczno-gospodarczych, znaczenia interesariuszy oraz pewnej zmiany postrzegania roli przedsiębiorstwa każe uwzględniać postulaty interesariuszy także na poziomie nadzoru nad spółką czy pracy rady nadzorczej lub rady dyrektorów<sup>7</sup>. Stąd nadzór korporacyjny będzie definiowany jako miejsce realizacji różnych celów i oczekiwań grup interesariuszy, takich jak akcjonariusze, pracownicy, klienci, dostawcy, społeczności lokalne<sup>8</sup>. *Corporate governance* poprzez wykorzystywanie mechanizmów i instytucji o charakterze zarówno kontrolnym, jak i motywacyjnym ma na celu zwiększanie efektywności spółki przy zapewnianiu ochrony interesów akcjonariuszy i ograniczeniu ryzyka funkcjonowania przedsiębiorstwa. Realizacja tych celów jest wspierana przez wdrażanie regulacji i dobrych praktyk, które określają prawa i obowiązki stron, a także formułują standardy i rekomendacje odnośnie poszczególnych obszarów relacji między akcjonariuszami, zarządem a radą nadzorczą oraz uczestnikami rynku kapitałowego<sup>9</sup>. Wykorzystywanie różnego zestawu mechanizmów wraz z uwzględnieniem specyfik narodowych (kultura, ład instytucjonalny,

<sup>3</sup> K. Baker, R. Anderson, *Corporate governance. A synthesis of theory, research and practice*, John Wiley & Sons 2010.

<sup>4</sup> K. Oplustil, op.cit., s. 181–185.

<sup>5</sup> M. Roe, *Strong managers, weak owners – the political roots of American corporate finance*, Princeton University Press, Princeton 1994.

<sup>6</sup> A. Shleifer, R. Vishny, *A survey of corporate governance*, „Journal of Finance” 1997, vol. 52, s. 737–783.

<sup>7</sup> D. Jamali, A. Safieddine, M. Rabbath, *Corporate governance and corporate social responsibility synergies and interrelationship*, „Corporate Governance: An International Review” 2008, vol. 16, s. 443–459; A. Gill, *Corporate governance as social responsibility: A research agenda*, „Berkley Journal of International Law” 2008, vol. 26, no. 2, s. 452–478; C. Strandberg, *The convergence of corporate governance and corporate social responsibility*, Though-leaders study, Standberg Consulting 2005.

<sup>8</sup> OECD, *Principles of corporate governance*, 2004, <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>

<sup>9</sup> K. Baker, R. Anderson, op.cit.

system prawny, system polityczny) doprowadziło do wykształcenia się systemów narodowych, które w zróżnicowany sposób realizują sformułowane cele<sup>10</sup>. Systemy te nie są jednak statyczne, lecz ewoluują wraz z dynamicznymi zmianami na rynku kapitałowym, w poszczególnych sektorach, zarówno na poziomie regulacji krajowych i międzynarodowych, jak i w reakcji na spowolnienie gospodarcze<sup>11</sup>. Praktyka ładu korporacyjnego sprawdza się do następujących obszarów:

- funkcjonowania walnego zgromadzenia, ochrony i wykonywania praw akcjonariuszy,
- funkcjonowania, składu i struktury rady nadzorczej (rady dyrektorów),
- strukturyzowania płacy menedżerskiej,
- przejrzystości i relacji inwestorskich,
- stosowanych standardów rachunkowości oraz roli audytora.

Dodatkowo, w obszarze ładu korporacyjnego zawierają się regulacje i praktyka fuzji i przejęć, monitoring ze strony pracowników oraz ich rola w zarządzaniu i nadzorze, a także prawne możliwości dochodzenia przez akcjonariuszy swoich praw. Niektórzy badacze i praktycy sugerują także włączanie do analiz ładu korporacyjnego kwestii kultury organizacyjnej czy polityk wewnętrznych regulujących funkcjonowanie przedsiębiorstwa (np. *whistle blowing*).

Rosnące znaczenie ładu korporacyjnego, w tym regulacji i rekomendacji środowiskowych z tego obszaru, jest paradoksalnie związane z wieloma słabościami dotychczasowych rozwiązań. Skandale korporacyjne, głośne defraudacje czy przypadki działania na szkodę akcjonariuszy zmuszają zarówno spółki, jak i regulatorów narodowych i regionalnych do precyzowania reguł funkcjonowania przedsiębiorstwa na rynku. W efekcie, w szczególności w odpowiedzi na ostatnio zidentyfikowane słabości *corporate governance*, wśród których upatruje się źródeł kryzysu finansowego, pojawiają się nowe regulacje i zestawy dobrych praktyk<sup>12</sup>. Celem tych nowych dokumentów jest odbudowa zaufania do rynku kapitałowego i spółek oraz zachęcenie inwestorów do aktywnego monitoringu.

## 2.2. Idea dobrych praktyk

Dokumenty dobrych praktyk ładu korporacyjnego są powszechnie tworzonymi kodami środowiskowymi, jakie sformułowane są praktycznie przez wszystkie giełdy

<sup>10</sup> C. Mallin, *Corporate governance*, Oxford University Press, Oxford 2004.

<sup>11</sup> D. Larcker, B. Tayan, *Corporate governance matters*, Pearson Education, 2011, s. 23–59.

<sup>12</sup> T. Clarke, J.F. Chanlat, *Introduction: A new order? The recurring crisis in Anglo-American corporate governance and the increasing impact on European economies and institutions*, w: *European corporate governance. Readings and perspectives*, eds. T. Clarke, J.F. Chanlat, Routledge, London 2009, s. 1–42.

na świecie<sup>13</sup>. Pierwszy dokument dobrych praktyk powstał w Wielkiej Brytanii w grudniu 1992 r. pod nazwą *Cadbury Report* od nazwy przewodniczącego komisji sir Adriana Cadbury'ego. Raport ten stanowił odpowiedź na skandale i upadki firm (BCCI, Maxwell), zidentyfikowane problemy nadzorcze i niską jakość pracy rady oraz pewien brak zaufania do sprawozdań finansowych przygotowywanych przez spółki publiczne<sup>14</sup>. Rekomendacje koncentrowały się na poprawie pracy rady dyrektorów poprzez zwiększenie udziału członków niezależnych, tworzenie wyspecjalizowanych komitetów oraz poprawie przejrzystości spółek. *Cadbury Report* nie należał do tak zwanego twardego prawa, co oznaczało, że spółki nie muszą się stosować do zapisanych zasad i w przypadku niestosowania reguł nie ponoszą żadnych sankcji ani nie są ścigane z urzędu. Dobre praktyki stanowią bowiem przykład prawa miękkiego, czyli są jedynie rekomendacjami czy sugestiami, a stosowanie ich opiera się na zasadzie „*comply or explain*”. Zgodnie z tą zasadą, jeśli spółki nie przestrzegają jakiegoś reguły, to muszą o tym poinformować uczestników rynku i podać powód takiego stanu rzeczy. Stosowanie dobrych praktyk odbywa się zatem na zasadzie dobrowolności, co często oznacza, że niektóre trudniejsze czy niewygodne zapisy nie są stosowane. Niekiedy zapisy dobrych praktyk są przenoszone do powszechnie obowiązującego prawa. Efektywność dobrych praktyk i skłonność spółek do wdrażania ich zapisów wiąże się z następującymi założeniami:

- u podstaw dobrych praktyk leży przeświadczenie, iż w długim okresie spółki stosujące się do przygotowanych zasad będą postrzegane przez rynek jako bezpieczniejsze,
- spółki przestrzegające dobrych praktyk będą lepiej oceniane przez inwestorów jako te, które bardziej chronią ich interesy, notują niższe ryzyko i mogą przynieść większą wartość dla akcjonariuszy,
- same spółki będą chętnie uczestniczyły w formułowaniu zasad dobrych praktyk, a ponieważ zależy im na dobrej ocenie ze strony inwestorów, zgodzą się nałożyć na siebie pewne ograniczenia, które w długim okresie zachęcą inwestorów do lokowania pieniędzy w ich akcje<sup>15</sup>,
- spółkom zależy na dobrej reputacji oraz na pozytywnym postrzeganiu swojego rynku czy najbliższego otoczenia, więc ustalone standardy posłużą wyeliminowaniu spółek nieuczciwych, psujących rynek.

<sup>13</sup> D. Larcker, B. Tayan, op.cit., s. 10–13.

<sup>14</sup> C. Mallin, op.cit.

<sup>15</sup> Wiele dokumentów dobrych praktyk jest formułowanych w drodze dialogu między giełdą, regulatorami (komisja papierów wartościowych) a spółkami publicznymi, co ma gwarantować realne stosowanie zasad. Taką strategię przyjęto m.in. w Polsce, Niemczech czy Francji.

Zgodnie z tymi założeniami wszyscy uczestnicy rynku korzystają na ustaleniu wyższych standardów postępowania i choć w krótkim okresie przyswojenie zasad może być kosztowne (zapoznanie się z regułami, stosowanie, stworzenie systemu oceny i raportowania przestrzegania dobrych praktyk), to w dłuższej perspektywie działanie to przełoży się na niższe ryzyko i większe zainteresowanie ze strony inwestorów<sup>16</sup>. Argumentami za pozytywną reakcją rynkową na stosowanie zasad *corporate governance*, poprawę standardów przejrzystości i formalizację procesów decyzyjnych są wyniki wskazujące na istnienie premii, jaką inwestorzy są skłonni płacić za spółki przestrzegające dobrych praktyk, dane o niższym koszcie kapitału oraz lepsze wyniki księgowe w przypadku spółek działających w oparciu o standardy *corporate governance*. Dane te potwierdzają pozytywne zależności zarówno dla spółek amerykańskich, azjatyckich, Europy Zachodniej<sup>17</sup>, jak i Europy Środkowej i Wschodniej<sup>18</sup>.

W obszarze dobrych praktyk bardzo istotna jest współpraca międzynarodowa ze względu na możliwość porównania działania spółek i harmonizacji przepisów (np. w Unii Europejskiej) oraz współzależność zintegrowanych rynków kapitałowych. Warto także dodać, iż wiele krajów postrzegало sformułowanie dobrych praktyk jako strategię przyciągnięcia inwestorów zagranicznych, w szczególności inwestorów instytucjonalnych. Interesującym wątkiem w międzynarodowych analizach porównawczych dokumentów dobrych praktyk są kwestie ewolucji i konwergencji narodowych systemów *corporate governance*<sup>19</sup>. Dokumenty dobrych praktyk zawierają bowiem bardzo podobne rekomendacje, przez co przyczyniają się do większej harmonizacji praktyk z zakresu ładu korporacyjnego<sup>20</sup>.

### 2.3. Obszary dobrych praktyk

Inicjatywa *Cadbury Report* okazała się początkiem długiego i intensywnego procesu formułowania wielu dokumentów dobrych praktyk – w samej tylko Wielkiej

<sup>16</sup> D. Larcker, B. Tayan, op.cit., s. 10–14.

<sup>17</sup> R. Bauer, N. Gunster, R. Otten, *Empirical evidence on corporate governance in Europe: The effect on stock returns, firm value and performance*, „Journal of Asset Management” 2004, vol. 5, no. 2, s. 91–104; H. Vander Bauwhede, *On the relation between corporate governance compliance and operating performance*, „Accounting and Business Research” 2009, vol. 39, no. 5, s. 497–513.

<sup>18</sup> J. Bistrowa, N. Iace, *Corporate governance best practice and stock performance: Case of CEE companies*, „Systemics, Cybernetics and Informatics” 2012, vol. 10, no. 3, s. 63–69.

<sup>19</sup> M. Davies, *The impracticality of an international ‘one size fits all’ corporate governance code of best practice*, „Managerial Auditing Journal” 2008, vol. 23, no. 6, s. 532–544.

<sup>20</sup> F. Lipman, *Summary of major corporate governance principles and best practices*, „International Journal of Disclosure and Governance” 2007, vol. 4, no. 4, s. 309–319.

Brytanii do tej pory powstało wiele kolejnych raportów, między innymi: *Greenbury Report* (1995), *Hampel Report* (1998), łączący trzy poprzednie *Combined Code* (1998), *Turnbull Report* (1999), *Myners Report* (2001), *Higgs Review* (2003), *Smith Review* dotyczący działania komitetów audytu (2003), uaktualniona wersja *Combined Code* (2003) czy *UK Corporate Governance Code* (2010, 2012). Od połowy lat 90. XX w. obserwuje się formułowanie dokumentów dobrych praktyk na poziomie krajowym. W efekcie obecnie każdy kraj i każda giełda posiada taki zestaw zasad, a często dokumentów jest więcej niż jeden<sup>21</sup>. Zestawy dobrych praktyk przygotowywane są także na forum międzynarodowym – na przykład Banku Światowego i OECD (*Principles of Corporate Governance*), Unii Europejskiej (dwie rekomendacje Komisji Europejskiej dotyczące wynagrodzenia członków rad i zarządów oraz pozycji i roli niezależnych członków rady), przez stowarzyszenia i instytuty nadzoru korporacyjnego (np. Global Corporate Governance Forum, International Corporate Governance Network). Dodatkowo, dokumenty dobrych praktyk formułują także większe spółki (np. Allianz) czy fundusze emerytalne i inwestycyjne (np. CalPERS, TIAA-CREFF). Posiadanie zestawu zasad jest pozytywnie postrzegane przez rynek i świadczy o istnieniu przemysłanej polityki w zakresie nadzoru korporacyjnego, co jawi się jako szczególnie ważne w przypadku funduszy inwestycyjnych i emerytalnych. Warto przy tym dodać, iż dobre praktyki *corporate governance* przyczyniły się do powstania zasad inwestowania społecznie odpowiedzialnego – niektóre fundusze inwestycyjne i emerytalne, a nawet kraje (np. Malezja), idą bowiem dalej i rezygnują z inwestycji dochodowych, lecz związanych z przemysłem tytoniowym, spirytusowym, zbrojeniowym czy w spółkach naruszających prawa człowieka lub prawa pracownicze. Jednocześnie uwagę zwraca relatywnie mniejsze znaczenie dokumentów dobrych praktyk w Stanach Zjednoczonych ze względu na silnie rozwinięty system dochodzenia przez inwestorów swoich praw przed sądem (ang. *shareholder litigation*) i wysoką efektywność systemu prawnego. Co więcej, obecnie główny ciężar wprowadzania nowych standardów w zakresie przejrzystości i odpowiedzialności kadry menedżerskiej (ang. *accountability*) spoczywa na przepisach twardego prawa Sarbanes-Oxley Act z 2002 r. oraz Dodd-Frank Act z 2010 r. wdrożonego odpowiednio po skandalach korporacyjnych i po kryzysie finansowym.

Pomimo znacznej liczebności dokumentów dobrych praktyk oraz pewnej specyfiki narodowej czy branżowej charakterystycznej dla każdego z nich, wiele wskazuje na zawarty w poszczególnych zbiorach dotyczy tych samych kwestii. Często na wstępie zamieszcza się klauzulę uznającą tworzenie wartości dla akcjonariuszy za

---

<sup>21</sup> D. Larcker, B. Tayan, op.cit., s. 14–18; C. Mallin, op.cit.

podstawowy cel działania spółki. Następnie dobre praktyki odnoszą się najczęściej do poniższych elementów nadzoru korporacyjnego<sup>22</sup>:

- prawa akcjonariuszy – dobre praktyki rekomendują takie działanie spółki, które zapewni realizację praw akcjonariuszy, w tym prawo do informacji, uczestnictwa w WZA (informacje wysłane odpowiednio wcześniej, WZA w wygodnym miejscu i czasie), wpływania na losy spółki (głosowanie na członków do rady), prawo do dywidendy,
- równe traktowanie akcjonariuszy – rekomendacje dotyczą postępowania spółki, które nie dyskryminuje w żaden sposób posiadaczy tym samych serii akcji, co najczęściej odnosi się do ochrony praw akcjonariuszy mniejszościowych (wypłata dywidendy, dostęp do informacji, możliwość delegowania przedstawiciela do rady nadzorczej). W wielu krajach (głównie anglosaskich) sugeruje się akcje o tej samej liczbie głosów, jednakże z uwagi na specyfikę Europy kontynentalnej w zasadach OECD nie skrytykowano akcji uprzywilejowanych co do głosu,
- udział interesariuszy w nadzorze korporacyjnym – dobre praktyki w tym zakresie odnoszą się do współpracy z różnymi grupami interesariuszy (banki, dostawy, klienci, społeczności lokalne), w tym do procesu podejmowania decyzji czy możliwości obecności przedstawicieli interesariuszy w radzie,
- przejrzystość – zgodnie z dobrymi praktykami spółki powinny udzielać inwestorom i innym uczestnikom rynku wielu informacji, przy zachowaniu wymogów prawa i ochrony własnych interesów. Informacje udzielane przez spółki dotyczą m.in. struktury własności, sytuacji finansowej (raporty), składu i struktury organów spółki (imię, nazwisko, życiorys), polityki wynagrodzenia kadry menedżerskiej (struktura i wysokość) wraz z programami motywacyjnymi dla menedżerów i pracowników, udzielonych pożyczek członkom zarządu przez spółkę, transakcji spółki i podmiotów zależnych z członkami zarządu. Informacje te obejmują także dokumenty korporacyjne, takie jak regulamin pracy walnego zgromadzenia akcjonariuszy, zarządu i rady, prospekt emisyjny, a także raporty bieżące i okresowe oraz raport o przestrzeganiu dobrych praktyk. Dodatkowym elementem polityki przejrzystości jest stosowanie standardów rachunkowości, uznawanych na świecie, gwarantujących rzetelność raportów finansowych oraz możliwość porównania efektywności działania spółek,
- zadania rady (nadzorczej, dyrektorów) – rekomendacje dotyczą sformułowania i publikowania regulaminu rady, przygotowania procedur głosowania, zasad współpracy, w tym głównie wymiany informacji z zarządem/menedżerami

---

<sup>22</sup> OECD, *Principles of corporate governance*, op.cit.; F. Lipman, op.cit.; M. Jerzemowska, *Nadzór korporacyjny*, PWE, Warszawa 2002.



i podejmowania decyzji, opracowania procedury oceny pracy zarządu oraz samej rady, określenia struktury rady (np. liczba mandatów dla interesariuszy, udział członków niezależnych wraz ze szczegółową definicją niezależności). Współcześnie dużo miejsca poświęca się także tworzeniu komitetów (audytu, wynagrodzeń) funkcjonujących w ramach rady,

- wynagrodzenia dyrektorów zarządzających będące w odpowiedniej proporcji do wynagrodzeń w kraju/regionie i wielkości spółki oraz powiązane z efektywnością działania i wynikami osiąganymi przez spółkę.

Dodatkowe zalecenia mogą dotyczyć sposobu wyboru biegłego rewidenta badającego sprawozdania finansowe spółki (np. przez radę przy rekomendacji zarządu) oraz jego rotacji (np. co trzy lata). Ponadto często spotyka się zapisy dotyczące stosunków z podmiotami trzecimi (np. mediami) oraz zasady postępowania przy transakcjach przejęć i fuzji<sup>23</sup>.

### 3. Dobre praktyki ładu korporacyjnego w Polsce

#### 3.1. Inicjatywa dobrych praktyk

Polski system *corporate governance* jest budowany w zasadzie od początku lat 90. XX w., a jego rozwój wiąże się z procesem transformacji, w tym przede wszystkim z działaniami na rzecz tworzenia instytucji, budowy rynku kapitałowego, prywatyzacji i tworzenia prawa. Polski ład korporacyjny rozwija się także wraz z rozwojem gospodarki i ekspansją spółek założonych po 1990 r. Te nowo powstałe spółki w trakcie swojego rozwoju często decydują się na debiut giełdowy, oddziałują na praktyki i charakterystykę nadzoru oraz wywierają wpływ na tworzenie standardów. Trzecim, istotnym z punktu widzenia rozwoju systemu *corporate governance*, procesem jest integracja ze strukturami Unii Europejskiej i harmonizacja prawa. Ze względu na wymienione procesy polski system *corporate governance* wykazuje swoją narodową specyfikę, choć w odniesieniu do typologii systemów oraz głównych słabości odpowiada klasycznej charakterystyce przedstawionej przez E. Berglöfa i S. Claessensa. Wśród cech przypisywanych systemom krajów transformujących się lub gospodarek wschodzących wymienia się najczęściej słabość mechanizmów zewnętrznych i duże znaczenie mechanizmów wewnętrznych, niedostateczną ochronę inwestorów i niewystarczające standardy przejrzystości, jak również znaczną koncentrację własności i częste angażowanie się

---

<sup>23</sup> Por. M. Jerzemowska, op.cit.; D. Larcker, B. Tayan, op.cit., s. 14–18; C. Mallin, op.cit.

akcjonariuszy większościowych w zarządzanie<sup>24</sup>. Zarówno formułując, jak i analizując zapisy dobrych praktyk, warto mieć na uwadze specyfikę polskiego systemu.

Inicjatywa sformułowania zestawu dobrych praktyk i akceptowanych rekomendacji z zakresu nadzoru korporacyjnego znalazła swoich zwolenników także w Polsce<sup>25</sup>. Aktywnością na tym polu wykazała się Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie i stworzony przez nią Komitet Dobrych Praktyk<sup>26</sup>. Tworzone od 2002 r. dokumenty dobrych praktyk zmieniają się wraz ze zmianami wyzwań nadzoru korporacyjnego w naszym kraju oraz praktyką działalności spółek. Z tego punktu widzenia polskie dokumenty dobrych praktyk stawiają sobie za cel z jednej strony osiągnięcie wyważonego kompromisu poprzez przyjmowanie zasad w porozumieniu ze spółkami, które potem będą je stosować. Z drugiej zaś strony polskie kody dobrych praktyk starają się odpowiadać na jak najbardziej aktualne potrzeby rynku i jego uczestników. Formułowane zasady są oparte o szeroki dialog, w którym uczestniczą spółki, banki, fundusze, instytucje, regulatorzy, domy maklerskie i środowiska naukowe<sup>27</sup>. W wyniku prac Komitetu oraz prowadzonych na szeroką skalę konsultacji środowiskowych w 2002 r. powstał pierwszy dokument *Dobre praktyki w spółkach publicznych*, a druga uaktualniona wersja była gotowa w 2004 r.<sup>28</sup> Śladem innych krajów również w Polsce przyjęto zasadę „*comply or explain*”, która zakłada, iż spółka w wydawanym corocznie oświadczeniu powinna określić, czy stosuje się do zaleceń, a jeśli tego nie robi, to powinna podać przyczynę takiego stanu rzeczy<sup>29</sup>. Dokument składał się z 48 zaleceń i określał dobre praktyki związane z funkcjonowaniem walnego zgromadzenia, rady nadzorczej i zarządu oraz relacjami spółki z osobami i instytucjami zewnętrznymi<sup>30</sup>. Zgodnie z ustaleniami

---

<sup>24</sup> E. Berglöf, S. Claessens, *Enforcement and good corporate governance in developing countries and transition economies*, „World Bank Research Observer” 2006, vol. 21 (1), s. 123–150; A. Kostyuk, H. Kostyuk, *Minority shareholders vs. The state: the case of JSC “UKRNEFT”*, „Corporate Ownership and Control Journal” 2005, vol. 2, s. 106–111.

<sup>25</sup> P. Urbanek, *Ewolucja funkcji rad nadzorczych w polskich spółkach publicznych*, w: *Rola nadzoru korporacyjnego w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa*, red. S. Rudolf, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008, s. 177–199.

<sup>26</sup> GPW, *O nas. Dobre praktyki spółek notowanych na GPW*, [http://www.corp-gov.gpw.pl/about\\_us.asp](http://www.corp-gov.gpw.pl/about_us.asp)

<sup>27</sup> GPW, *Ład korporacyjny na GPW*, [http://www.corp-gov.gpw.pl/lad\\_corp.asp](http://www.corp-gov.gpw.pl/lad_corp.asp)

<sup>28</sup> GPW, *Dobre praktyki w spółkach publicznych*, GPW, <http://www.corp-gov.gpw.pl/assets/library/polish/dp2005.pdf>

<sup>29</sup> M. Aluchna, *Implementation of best practice code. Practical implications from Warsaw Stock Exchange*, „Social Responsibility Journal” 2009, vol. 5, s. 123–140.

<sup>30</sup> M. Aluchna, I. Kołodkiewicz, *Guidelines for corporate behavior. The case of Polish corporate governance code*, w: *Culture and corporate governance*, eds. G. Aras, D. Crowther, Social Responsibility Network, Leichester, 2008, s. 77–98.

spółki giełdowe miały obowiązek publikowania oświadczenia o przestrzeganiu zestawu dobrych praktyk<sup>31</sup>.

Wraz z rozwojem ładu korporacyjnego w Polsce i poprawą standardów przygotowany został nowy dokument *Dobre praktyki spółek notowanych na GPW*, którego zapisy zaczęły obowiązywać od 1 stycznia 2008 r. Dokument ten wprowadził wiele zmian, głównie w reakcji na rosnące wymogi odnośnie polityki informacyjnej i relacji inwestorskich oraz rekomendacji UE w zakresie funkcjonowania rady (tworzenie komitetów, obecność członków niezależnych, polityka wynagradzania zarządzających). W efekcie, zmiana w dobrych praktykach proponowana przez Giełdę miała wychodzić naprzeciw wyzwaniom czekającym rynek i spółki oraz stanowić rozwiązanie wcześniej obserwowanych problemów. I tak, rekomendacje koncentrujące się na procedurach przebiegu WZA w spółkach, które przysparzały wielu problemów w drugiej połowie lat 90. i były ujęte w dwóch pierwszych dokumentach, ustąpiły miejsca kwestiom zwiększenia przejrzystości i poprawy polityki informacyjnej. Warto jednocześnie podkreślić, iż dokument *Dobre praktyki spółek notowanych na GPW* z założenia nie był postrzegany jako dokument końcowy, ale zakładał bieżące wprowadzanie zmian w kolejnych latach. Takie praktyczne podejście jest związane zarówno z rozwojem GPW i notowanych na niej spółek, jak i z realizowanym procesem harmonizacji prawa i uwzględniania dyrektyw i rekomendacji Komisji Europejskiej w zakresie przykładowo obecności członków niezależnych w radzie, tworzenia komitetów w ramach rady czy publikowania informacji o systemach motywacyjnych kadry zarządzającej.

### 3.2. Dobre praktyki spółek notowanych na GPW – główne zapisy

Dokument *Dobre praktyki spółek notowanych na GPW* został przyjęty 4 lipca 2007 r. i zaczął obowiązywać od 1 stycznia 2008 r.<sup>32</sup> Mimo zmian, jakie wprowadzано w ciągu ostatnich 5 lat, zasadnicza struktura dokumentu nie zmieniła się. Dokument rozpoczyna się preambułą i dzieli się na cztery następujące części:

- I. Rekomendacje dotyczące dobrych praktyk spółek giełdowych
- II. Dobre praktyki realizowane przez zarządy spółek giełdowych
- III. Dobre praktyki stosowane przez członków rad nadzorczych
- IV. Dobre praktyki stosowane przez akcjonariuszy

W preambule zawarto główne informacje dotyczące znaczenia rynku kapitałowego we współczesnej gospodarce oraz motywacji dla formułowania dobrych

<sup>31</sup> GPW, *Dobre praktyki w spółkach publicznych*, op.cit.

<sup>32</sup> GPW, *Ład korporacyjny na GPW*, op.cit.

praktyk ładu korporacyjnego. W preambule zauważono, że dalszy rozwój polskiego rynku giełdowego zależy od jego pozycji i konkurencyjności oraz innowacyjności rozwiązań problemów spółek. Tym samym „[...] dobre praktyki, jako zbiór zasad ładu korporacyjnego oraz zasad określających normy kształtowania relacji przedsiębiorstw giełdowych z ich otoczeniem rynkowym, mogą być ważnym instrumentem wzmacniającym konkurencyjność rynku”<sup>33</sup>. Dobre praktyki mogą wywierać wpływ na innowacyjność i atrakcyjność rynku kapitałowego w wymiarze międzynarodowym. Podkreślane jest znaczenie aktualności dobrych praktyki i ich rzeczywistego związku z praktyką gospodarczą, gdyż „ważność zbioru zasad ładu korporacyjnego zależy od tego, czy trafnie rozpoznają one oczekiwania uczestników rynku giełdowego oraz od tego, czy są one efektywne, a więc czy przybierają postać dobrej praktyki modelującej zachowania korporacyjne przedsiębiorstw notowanych na giełdzie”<sup>34</sup>.

W części Rekomendacje<sup>35</sup> główne wskazówki dla spółek dotyczą m.in. prowadzenia przejrzystej i efektywnej polityki informacyjnej. Ponadto, wskazuje się na warunki odwołania lub zmiany terminu walnego zgromadzenia, posiadania polityki wynagrodzeń oraz zasad jej ustalania, wymogów wobec członków rady nadzorczej (wiedza, doświadczenie, czas) oraz równego traktowania akcjonariuszy.

Dobre praktyki realizowane przez zarządy spółek giełdowych<sup>36</sup> odnoszą się przede wszystkim do prowadzenia strony internetowej w języku polskim i angielskim, na której zamieszczane są m.in.:

- podstawowe dokumenty korporacyjne, w tym statut i regulaminy organów spółki,
- życiorysy zawodowe członków organów spółki,
- raporty bieżące i okresowe,
- tam, gdzie ma to zastosowanie, uzasadnienia kandydatur zgłaszanych do zarządu i rady nadzorczej wraz z życiorysami zawodowymi, w terminie umożliwiającym zapoznanie się z nimi oraz podjęcie uchwały,

---

<sup>33</sup> GPW, *Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW*, Załącznik do Uchwały Nr 12/1170/2007 Rady Giełdy z dnia 4 lipca 2007 r., <http://www.corp-gov.gpw.pl/assets/library/polish/dobrepraktyki2007.pdf>, s. 1.

<sup>34</sup> Ibidem.

<sup>35</sup> Ibidem; GPW, *Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW*, Załącznik do Uchwały Nr 17/1249/2010 Rady Giełdy z dnia 19 maja 2010 r., <http://www.corp-gov.gpw.pl/assets/library/polish/publikacje/dpsn2010.pdf>; GPW, *Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW*, Załącznik do Uchwały Nr 20/1287/2011 Rady Giełdy z dnia 19 października 2011 r., [http://www.corp-gov.gpw.pl/assets/library/polish/regulacje/dobre\\_praktyki\\_19\\_10\\_2011\\_final.pdf](http://www.corp-gov.gpw.pl/assets/library/polish/regulacje/dobre_praktyki_19_10_2011_final.pdf); GPW, *Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW*, Załącznik do Uchwały Nr 19/1307/2012 Rady Giełdy z dnia 21 listopada 2012 r., [http://www.corp-gov.gpw.pl/assets/library/polish/regulacje/dobre\\_praktyki\\_16\\_11\\_2012.pdf](http://www.corp-gov.gpw.pl/assets/library/polish/regulacje/dobre_praktyki_16_11_2012.pdf)

<sup>36</sup> Ibidem.

- roczne sprawozdania z działalności rady nadzorczej, z uwzględnieniem pracy jej komitetów, wraz z przekazaną przez radę nadzorczą oceną systemu kontroli wewnętrznej i systemu zarządzania ryzykiem istotnym dla spółki,
- pytania akcjonariuszy dotyczące spraw objętych porządkiem obrad, zadawane przed i w trakcie walnego zgromadzenia, wraz z odpowiedziami na zadawane pytania,
- informację na temat powodów odwołania zgromadzenia, zmiany terminu lub porządku obrad wraz z uzasadnieniem,
- informację o przerwie w obradach walnego zgromadzenia i powodach zarządzenia przerwy,
- informacje na temat zdarzeń korporacyjnych, takich jak wypłata dywidendy, oraz innych zdarzeń skutkujących nabyciem lub ograniczeniem praw po stronie akcjonariusza, z uwzględnieniem terminów oraz zasad przeprowadzania tych operacji,
- powzięte przez zarząd, na podstawie oświadczenia członka rady nadzorczej, informacje o powiązaniach członka rady nadzorczej z akcjonariuszem dysponującym akcjami reprezentującymi nie mniej niż 5% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu spółki,
- w przypadku wprowadzenia w spółce programu motywacyjnego opartego na akcjach lub podobnych instrumentach – informację na temat prognozowanych kosztów, jakie poniesie spółka w związku z jego wprowadzeniem,
- oświadczenie o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego, zamieszczone w ostatnim opublikowanym raporcie rocznym,
- informację o treści obowiązującej w spółce reguły dotyczącej zmiany podmiotu uprawnionego do badania sprawozdań finansowych lub informację o braku takiej reguły.

Zgodnie z dobrymi praktykami stosowanymi przez zarządy<sup>37</sup> przed zawarciem przez spółkę istotnej umowy z podmiotem powiązanim, zarząd zwraca się do rady nadzorczej o aprobatę tej transakcji/umowy. Ponadto, o zaistniałym konflikcie interesów lub możliwości jego powstania członek zarządu powinien poinformować zarząd oraz powstrzymać się od zabierania głosu w dyskusji oraz od głosowania nad uchwałą w sprawie, w której zaistniał konflikt interesów. Spółka powinna tak ustalać miejsce i termin walnego zgromadzenia, aby umożliwić udział w obradach jak największej liczbie akcjonariuszy.

---

<sup>37</sup> Ibidem.

Dobłą praktyką stosowaną przez członków rad nadzorczych<sup>38</sup> jest sporządzanie przez radę raz w roku i przedstawianie zwyczajnemu walnemu zgromadzeniu zwięzłej oceny sytuacji spółki, z uwzględnieniem oceny systemu kontroli wewnętrznej i systemu zarządzania ryzykiem istotnym dla spółki, oraz rozpatrywanie i opiniowanie spraw mających być przedmiotem uchwał walnego zgromadzenia. Członek rady nadzorczej powinien przekazać zarządowi spółki informację na temat swoich powiązań (natury ekonomicznej, rodzinnej lub innej, mogących mieć wpływ na stanowisko członka rady nadzorczej w sprawie rozstrzyganej przez radę) z akcjonariuszem dysponującym akcjami reprezentującymi nie mniej niż 5% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu. Członkowie rady powinni uczestniczyć w obradach walnego zgromadzenia w składzie umożliwiającym udzielenie merytorycznej odpowiedzi na pytania zadawane w trakcie walnego zgromadzenia. W przypadku konfliktu interesów członek rady nadzorczej powinien poinformować o nim radę nadzorczą i powstrzymać się od zabierania głosu w dyskusji oraz od głosowania nad uchwałą w sprawie, w której zaistniał konflikt interesów. Przynajmniej dwóch członków rady nadzorczej powinno spełniać kryteria niezależności od spółki i podmiotów pozostających w istotnym powiązaniu ze spółką, przy uwzględnieniu kryteriów niezależności określonych w Załączniku II do Zalecenia Komisji Europejskiej z 15 lutego 2005 r. dotyczącego roli dyrektorów niewykonawczych lub będących członkami rady nadzorczej spółek giełdowych i komisji rady (nadzorczej). Także w zakresie zadań i funkcjonowania komitetów działających w radzie nadzorczej powinien być stosowany Załącznik I do Zalecenia Komisji Europejskiej z dnia 15 lutego 2005 r. dotyczącego roli dyrektorów niewykonawczych.

Wśród dobrych praktyk stosowanych przez akcjonariuszy<sup>39</sup> wskazuje się umożliwienie przedstawicielom mediów obecności na walnych zgromadzeniach, zapewnienie transmisji obrad walnego zgromadzenia w czasie rzeczywistym oraz zasady podejmowania uchwał przez walne zgromadzenie. Zgodnie z dobrymi praktykami regulamin walnego zgromadzenia nie może utrudniać uczestnictwa akcjonariuszy w walnym zgromadzeniu i wykonywania ich praw. Zmiany w regulaminie powinny obowiązywać najwcześniej od następnego walnego zgromadzenia.

---

<sup>38</sup> Ibidem.

<sup>39</sup> Ibidem.

## 4. Zmiany w dokumencie dobrych praktyk na GPW w Warszawie

### 4.1. Zmiany w dokumencie dobrych praktyk na GPW w Warszawie wprowadzone w latach 2010–2012

W niniejszym podrozdziale uwaga zostanie poświęcona analizie zmian w dokumencie *Dobre praktyki spółek notowanych na GPW w Warszawie*, który swój początek miał w 2007 r. i zaczął obowiązywać od 1 stycznia 2008 r. Wcześniej obowiązywały dokumenty *Dobre praktyki spółek publicznych* z 2002 i 2004 r., w zakresie których także wprowadzono zmiany. Te zmiany zostały jednak w niniejszym opracowaniu pominięte. Zgodnie z informacjami udostępnianymi przez GPW w Warszawie od 2007 r. łącznie opublikowano 4 dokumenty *Dobre praktyki spółek notowanych*, w których kolejno wprowadzono zmiany w odniesieniu do wyjściowego dokumentu. Tabela 1 przedstawia spis uchwał Rady Giełdy i publikacje oraz obowiązywanie kolejnych dokumentów *Dobrych praktyk spółek notowanych na GPW w Warszawie*.

**Tabela 1. Uchwały Rady Giełdy a dokumenty Dobrych praktyk spółek notowanych na GPW w Warszawie**

Uchwała Giełdy	Dokument	Data obowiązywania
Załącznik do Uchwały Nr 12/1170/2007 Rady Giełdy z dnia 4 lipca 2007	Dobre praktyki spółek notowanych na GPW w Warszawie 2007	01.01.2008
Uchwała Nr 17/1249/2010 Rady Giełdy z dnia 19 maja 2010 w sprawie uchwalenia zmian <i>Dobrych praktyk spółek notowanych na GPW</i> i Załącznik do Uchwały	Dobre praktyki spółek notowanych na GPW w Warszawie 2010	01.01.2011
Uchwała Nr 20/1287/2011 Rady Giełdy z dnia 19 października 2011 w sprawie uchwalenia zmian <i>Dobrych praktyk spółek notowanych na GPW</i> i Załącznik do Uchwały	Dobre praktyki spółek notowanych na GPW w Warszawie 2011	01.01.2012
Uchwała Nr 20/1287/2011 Rady Nadzorczej Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 19 października 2011 r. w sprawie uchwalenia zmian <i>Dobrych praktyk spółek notowanych na GPW</i> i Załącznik do Uchwały		
Uchwała Nr 19/1307/2012 Rady Giełdy z dnia 21 listopada 2012 w sprawie uchwalenia zmian <i>Dobrych praktyk spółek notowanych na GPW</i> i Załącznik do Uchwały	Dobre praktyki spółek notowanych na GPW w Warszawie 2012	01.01.2013

Źródło: opracowanie na podstawie, GPW, *Ład korporacyjny na GPW*, [http://www.corp-gov.gpw.pl/lad\\_corp.asp](http://www.corp-gov.gpw.pl/lad_corp.asp)

Jak wynika z tabeli 1, w okresie 2010–2012 wprowadzono zmiany w zapisie dobrych praktyk. I tak kolejno, zmiany wprowadzone w dokumencie *Dobre praktyki spółek notowanych na GPW w Warszawie* w 2010 r. dotyczyły następujących kwestii<sup>40</sup>:

W części Rekomendacje:

- dodanie do punktu 1 zapisu o korzystaniu w jak najszerszym stopniu z nowoczesnych metod komunikacji wraz z zapisem, że spółka powinna w szczególności:
  - prowadzić swoją stronę internetową o zakresie i sposobie prezentacji wzorowanym na modelowym serwisie relacji inwestorskich, dostępnym pod adresem: <http://naszmodel.gpw.pl/>
  - zapewnić odpowiednią komunikację z inwestorami i analitykami, wykorzystując w tym celu również nowoczesne metody komunikacji internetowej
  - umożliwiać transmitowanie obrad walnego zgromadzenia z wykorzystaniem sieci Internet, rejestrować przebieg obrad i upubliczniać go na swojej stronie internetowej
- uchylenie punktu 2 o zapewnieniu efektywnego dostępu do informacji niezbędnych do oceny sytuacji i perspektyw spółki oraz sposobu jej funkcjonowania
- dodanie w punkcie 5 zapisu o tym, iż spółka powinna posiadać politykę wynagrodzeń oraz zasady jej ustalania, które powinny określać formę, strukturę i poziom wynagrodzeń członków organów nadzorujących i zarządzających. W tej zasadzie powinno mieć zastosowanie zalecenie Komisji Europejskiej z 14 grudnia 2004 r. w sprawie wspierania odpowiedniego systemu wynagrodzeń dyrektorów spółek notowanych na giełdzie (2004/913/WE), uzupełnione o zalecenie KE z 30 kwietnia 2009 r. (2009/385/WE)
- dodanie w punkcie 9 zapisu o tym, iż GPW rekomenduje spółkom publicznym i ich akcjonariuszom, by zapewniały one zrównoważony udział kobiet i mężczyzn w wykonywaniu funkcji zarządu i nadzoru w przedsiębiorstwach, wzmocniając w ten sposób kreatywność i innowacyjność w prowadzonej przez spółki działalności gospodarczej.

W części Dobre praktyki stosowane przez zarządy:

- zmiana punktu 1 wskazującego, iż spółka prowadzi korporacyjną stronę internetową i zamieszcza na niej inne materiały, oprócz informacji wymaganych przez przepisy prawa

---

<sup>40</sup> GPW, Uchwała Nr 17/1249/2010 Rady Giełdy z dnia 19 maja 2010 w sprawie uchwalenia zmian *Dobrych praktyk spółek notowanych na GPW*, [http://www.corp-gov.gpw.pl/assets/library/polish/publikacje/uch\\_rg\\_17\\_1249.pdf](http://www.corp-gov.gpw.pl/assets/library/polish/publikacje/uch_rg_17_1249.pdf); Załącznik do Uchwały Nr 17/1249/2010 Rady Giełdy z dnia 19 maja 2010 r., op.cit.



- uchylene podpunktu 4 w punkcie 1 informacji o terminie i miejscu walnego zgromadzenia, porządku obrad oraz projektach uchwał wraz z uzasadnieniami dostarczonymi co najmniej na 14 dni przed wyznaczoną datą zgromadzenia
- zmiana podpunktu 13 w punkcie 1 o publikacji przez spółki oświadczenia o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego, zamieszczanego w ostatnim opublikowanym raporcie rocznym, a także raportu bieżącego, jeśli spółka przestała stosować jakąś zasadę (§ 29 ust. 5 Regulaminu Giełdy)<sup>41</sup>
- dodanie podpunktu 14 w punkcie 1 o publikacji przez spółki informacji o treści obowiązującej w spółce reguły dotyczącej zmieniania podmiotu uprawnionego do badania sprawozdań finansowych lub informacji o braku takiej reguły
- zmiana punktu 2 rekomendująca, iż spółka zapewnia funkcjonowanie swojej strony internetowej również w języku angielskim w zakresie takim, jak w języku polskim
- zmiana punktu 3 wyłączająca transakcje typowe, zawierane na warunkach rynkowych w ramach prowadzonej działalności operacyjnej przez spółkę z podmiotem zależnym, w którym spółka posiada większościowy udział kapitałowy z obowiązku zwrócenia się przez zarząd do rady nadzorczej o aprobatę tej transakcji
- uchylene punktu 5 dotyczącego tego, iż projekty uchwał walnego zgromadzenia powinny być uzasadnione, z wyjątkiem uchwał w sprawach porządkowych i formalnych oraz uchwał, które są typowymi uchwałami podejmowanymi w toku obrad zwyczajnego walnego zgromadzenia.

Dobre praktyki stosowane przez członków rad nadzorczych:

- uchylene punktu 7 o tym, iż w ramach rady nadzorczej powinien funkcjonować co najmniej komitet audytu – w spółkach, w których rada nadzorcza składa się z minimalnej wymaganej przez prawo liczby członków, zadania komitetu mogą być wykonywane przez radę nadzorczą (te zasady regulują rekomendacje UE).  
W części Dobre praktyki stosowane przez akcjonariuszy:
- uchylene punktu 3 o tym, iż akcjonariusz zgłaszający wniosek do porządku obrad walnego zgromadzenia, w tym wniosek o zaniechanie rozpatrywania sprawy umieszczonej w porządku obrad, powinien przedstawić uzasadnienie umożliwiające podjęcie uchwały z należywym rozeznaniem
- uchylene punktu 8 o zapewnieniu przez walne zgromadzenie lub radę nadzorczą zmiany przynajmniej raz na 7 lat obrotowych podmiotu uprawnionego do badania sprawozdania finansowego
- dodanie punktu 9 mówiącego o tym, iż uchwała walnego zgromadzenia o podziale wartości nominalnej akcji nie powinna ustalać nowej wartości nominalnej akcji

---

<sup>41</sup> Por. Regulamin Giełdy, § 29, ust. 5, [http://www.gpw.pl/pub/files/PDF/regulacje/regulamin\\_gpw.pdf](http://www.gpw.pl/pub/files/PDF/regulacje/regulamin_gpw.pdf)

na poziomie, który mógłby skutkować bardzo niską jednostkową wartością rynkową tych akcji, co w konsekwencji mogłoby stanowić zagrożenie dla prawidłowości i wiarygodności wyceny spółki notowanej na giełdzie

- dodanie punktu 10 (stosowanego najpóźniej od 1 stycznia 2012 r.) o tym, iż spółka powinna zapewnić akcjonariuszom możliwość udziału w walnym zgromadzeniu przy wykorzystaniu środków komunikacji elektronicznej, polegającego na:
  - transmisji obrad walnego zgromadzenia w czasie rzeczywistym
  - dwustronnej komunikacji w czasie rzeczywistym, w ramach której akcjonariusze mogą wypowiadać się w toku obrad walnego zgromadzenia, przebywając w miejscu innym niż miejsce obrad
  - wykonywaniu osobiście lub przez pełnomocnika prawa głosu w toku walnego zgromadzenia.

Zmiany wprowadzone w 2011 r. dotyczyły następujących kwestii<sup>42</sup>:

W części Rekomendacje:

- dodanie punktu 10 zapisu o tym, iż jeżeli spółka wspiera różne formy ekspresji artystycznej i kulturalnej, działalność sportową albo działalność w zakresie edukacji lub nauki, dobrą praktyką jest publikowanie, w sposób przyjęty przez spółkę, zasad prowadzenia przez nią działalności w tym zakresie
- dodanie punktu 11, iż przejawem dbałości spółki giełdowej o należyłą jakość ładu informacyjnego jest zajmowanie przez nią, w formie komunikatu zamieszczonego na swojej stronie internetowej, stanowiska – chyba że spółka uzna inne działanie za bardziej właściwe – w sytuacji, gdy dotyczące spółki:
  - publicznie przekazane informacje są od początku nieprawdziwe, częściowo nieprawdziwe, albo stały się takimi później
  - publicznie wygłoszone opinie są od początku, albo w wyniku późniejszych okoliczności, nieoparte na istotnych przesłankach o obiektywnym charakterze.

Zasada ta odnosi się do opinii lub informacji wypowiedzianych publicznie przez przedstawicieli spółki w szerokim sensie lub przez inną osobę, której wypowiedzi mogą mieć skutek opiniotwórczy, niezależnie od tego, czy te informacje lub opinie zawierają sugestie korzystne dla spółki, czy też sugestie niekorzystne.

- dodanie punktu 12 wskazującego, iż spółka powinna zapewnić akcjonariuszom możliwość udziału w walnym zgromadzeniu przy wykorzystaniu środków komunikacji elektronicznej, polegającego na:

<sup>42</sup> GPW, Uchwała Nr 15/1282/2011 Rady Nadzorczej Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 31 sierpnia 2011 r. w sprawie uchwalenia zmian *Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW*, [http://www.corp-gov.gpw.pl/assets/photo/wydarzenia/konferencje/2011/uch\\_rg\\_15\\_1282\\_2011.pdf](http://www.corp-gov.gpw.pl/assets/photo/wydarzenia/konferencje/2011/uch_rg_15_1282_2011.pdf); Załącznik do Uchwały Nr 20/1287/2011 Rady Giełdy z dnia 19 października 2011 r., op.cit.

- transmisji obrad walnego zgromadzenia w czasie rzeczywistym
- dwustronnej komunikacji w czasie rzeczywistym, w ramach której akcjonariusze mogą wypowiadać się w toku obrad walnego zgromadzenia, przebywając w miejscu innym niż miejsce obrad
- wykonywaniu osobiście lub przez pełnomocnika prawa głosu w toku walnego zgromadzenia.

W części Dobre praktyki stosowane przez zarządy:

- zmieniono zapis w podpunkcie 6 w punkcie 1 na brzmienie: „roczne sprawozdania z działalności rady nadzorczej, z uwzględnieniem pracy jej komitetów, wraz z przekazaną przez radę nadzorczą oceną systemu kontroli wewnętrznej i systemu zarządzania ryzykiem istotnym dla spółki”.

W części Dobre praktyki stosowane przez członków rad nadzorczych:

- uchylono podpunkt 2 w punkcie 1 o tym, iż rada powinna raz w roku dokonywać i przedstawiać zwyczajnemu walnemu zgromadzeniu ocenę swojej pracy

W części Dobre praktyki stosowane przez akcjonariuszy:

- punkt 10 – przedłużono termin stosowania zasady (o wykorzystaniu środków komunikacji elektronicznej na WZ) najpóźniej począwszy od 1 stycznia 2013 r.

Kolejną zmianą wprowadzoną w 2011 r.<sup>43</sup> było dodanie podpunktu 2a w punkcie 2 w części zapisu o ujawnianiu przez spółki corocznie, w czwartym kwartale, informacji o udziale kobiet i mężczyzn odpowiednio w zarządzie i w radzie nadzorczej spółki w okresie ostatnich dwóch lat.

Zmiany wprowadzone w 2012 r. objęły następujące kwestie<sup>44</sup>:

W części Rekomendacje:

- zmianę punktu 12 do brzmienia: „Spółka powinna zapewnić akcjonariuszom możliwość wykonywania osobiście lub przez pełnomocnika prawa głosu w toku walnego zgromadzenia, poza miejscem odbywania walnego zgromadzenia, przy wykorzystaniu środków komunikacji elektronicznej”.

W części Dobre praktyki stosowane przez zarządy:

- dodano podpunkt 9a do punktu 9 w brzmieniu o zapisie przebiegu obrad walnego zgromadzenia, w formie audio lub wideo.

<sup>43</sup> GPW, Uchwała Nr 20/1287/2011 Rady Nadzorczej Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 19 października 2011 r. w sprawie uchwalenia zmian *Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW*, [http://www.corp-gov.gpw.pl/assets/library/polish/regulacje/uchwala\\_dobre\\_praktyki\\_19\\_10\\_2011\\_final.pdf](http://www.corp-gov.gpw.pl/assets/library/polish/regulacje/uchwala_dobre_praktyki_19_10_2011_final.pdf); Załącznik do Uchwały Nr 20/1287/2011 Rady Giełdy z dnia 19 października 2011 r., op.cit.

<sup>44</sup> GPW, Uchwała Nr 19/1307/2012 Rady Nadzorczej Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 21 listopada 2012 r. w sprawie uchwalenia zmian *Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW*, [http://www.corp-gov.gpw.pl/assets/library/polish/regulacje/uch\\_rn\\_19\\_2012.pdf](http://www.corp-gov.gpw.pl/assets/library/polish/regulacje/uch_rn_19_2012.pdf); Załącznik do Uchwały Nr 19/1307/2012 Rady Giełdy z dnia 21 listopada 2012 r., op.cit.

W części Dobre praktyki stosowane przez akcjonariuszy:

- usunięto podpunkt 3 w punkcie 10 (wykonywanie osobiście lub przez pełnomocnika prawa głosu w toku walnego zgromadzenia).

Powyższe przedstawienie zmian wprowadzonych w dokumencie dobrych praktyk ładu korporacyjnego w latach 2010–2012 wskazuje, iż zmiany objęły zapisy ze wszystkich części. Zmiany te dotyczą przede wszystkim polityki informacyjnej, przebiegu i organizacji walnego zgromadzenia, polityki wynagradzania członków organów zarządzających i nadzorujących, funkcjonowania i sprawozdawczości rady nadzorczej. Obszary zmian w podziałem na lata i poszczególne części zostały ukazane w tabeli 2.

**Tabela 2. Obszary zmian Dobrych praktyk spółek notowanych na GPW**

Uchwała (rok)	Obszary zmian
2010	<p>Rekomendacje</p> <p>Polityka informacyjna (prowadzenie strony internetowej)</p> <p>Polityka wynagrodzenia członków zarządu i rady nadzorczej</p> <p>Zrównoważony udział kobiet i mężczyzn</p> <p>Dobre praktyki stosowane przez zarządy</p> <p>Polityka informacyjna</p> <p>Organizacja i przebieg WZA, przygotowanie projektów uchwał</p> <p>Polityka rotacji audytora</p> <p>Informacja o istotnych umowach</p> <p><u>Dobre praktyki stosowane przez członków rad nadzorczych</u></p> <p>Organizacja WZA</p> <p>Funkcjonowanie komitetu audytu</p> <p><u>Dobre praktyki stosowane przez akcjonariuszy</u></p> <p>Przebieg WZA</p> <p>Rotacja audytora</p> <p>Udział w WZA poprzez wykorzystanie środków komunikacji elektronicznej</p>
2011	<p>Rekomendacje</p> <p>Finansowanie działań kulturalnych</p> <p>Ład informacyjny, polityka informacyjna</p> <p>Dobre praktyki stosowane przez zarządy</p> <p>Polityka informacyjna</p> <p><u>Dobre praktyki stosowane przez członków rad nadzorczych</u></p> <p>Polityka informacyjna</p> <p><u>Dobre praktyki stosowane przez akcjonariuszy</u></p> <p>Polityka informacyjna</p>
2012	<p>Rekomendacje</p> <p>Wykonywanie prawa głosu</p> <p>Dobre praktyki stosowane przez zarządy</p> <p>Polityka informacyjna</p> <p><u>Dobre praktyki stosowane przez akcjonariuszy</u></p> <p>Wykonywanie prawa głosu</p>

Źródło: opracowanie własne na podstawie uchwał rady nadzorczej GPW w Warszawie.

Analiza zmian wprowadzonych w dokumentach dobrych praktyk ładu korporacyjnego w latach 2010–2012 wskazuje na kilka głównych procesów. Przede wszystkim część zmian wynika z doprecyzowania i aktualizacji zapisów. Przykładowo, uszczegółowiono standardy polityki informacyjnej, uwzględniając rozwój środków komunikacji elektronicznej. Po drugie, wiele z wymienionych zmian jest efektem uporządkowania dokumentu oraz często przenoszenia zapisów z dobrych praktyk kolejnych grup do rekomendacji (np. głosowanie przez pełnomocnika). Zmiany porządkujące rekomendacje dotyczące funkcjonowania komitetów w radzie, polityki wynagradzania osób zarządzających i nadzorujących oraz równoważenia obecności przedstawicieli obu płci są natomiast efektem działań harmonizujących dobre praktyki w Polsce z rekomendacjami Unii Europejskiej<sup>45</sup>. Odnosząc zmiany wprowadzone w dokumencie *Dobre praktyki spółek notowanych na GPW w Warszawie* do tendencji światowych, należy podkreślić, iż modyfikacje tych zapisów odpowiadają działaniom podejmowanym na innych giełdach. Obszary, w których współcześnie dopatruje się możliwości poprawy jakości *corporate governance* dotyczą polityki przejrzystości, funkcjonowania rady, wykonywania praw akcjonariuszy i polityki wynagradzania najwyższej kadry menedżerskiej<sup>46</sup>. Dodatkowym elementem są działania na rzecz zrównoważonego udziału kobiet i mężczyzn. Wszystkie te kierunki można odnaleźć w analizowanych zmianach dobrych praktyk na GPW w Warszawie. W odpowiedzi na oczekiwania spółek i inwestorów dokumenty dobrych praktyk są bowiem doprecyzowane, a poszczególne zapisy często są wzbogacane o komentarz czy interpretację specjalistów rynku kapitałowego. Ponadto, doświadczenia skandali korporacyjnych czy nadużyć zmuszają na przykład do dokładnego określenia profilu niezależnego członka rady czy standardów polityki informacyjnej.

## 4.2. Dobre praktyki a wyzwania polskiego *corporate governance*

Analiza zmian w dokumencie *Dobre praktyki spółek notowanych na GPW w latach 2010–2012* wskazuje na procesy uaktualniania i porządkowania zapisów. Jednakże kluczowe z punktu widzenia specyfiki miękkiego prawa jest rzeczywiste stosowanie sformułowanych rekomendacji, które zależy od dobrej woli i zaangażowania spółek. GPW prowadziła analizy stosowania dobrych praktyk ładu korporacyjnego na próbie wszystkich notowanych spółek, wskazując na te zapisy, które zostały przyjęte

<sup>45</sup> Por. N. Hermes, T. Postma, O. Zivkov, *Corporate governance codes and their contents: An analysis of Eastern European codes*, „Journal for East European Management Studies” 2007, vol. 12, no. 1, s. 53–74.

<sup>46</sup> D. Larcker, B. Tayan, op.cit.; B. Tricker, *Corporate governance. Principles, policies and practices*, Oxford University Press, Oxford 2012.

z powodzeniem i jednocześnie wskazując na te rekomendacje, które najczęściej nie były stosowane. Z wcześniejszych raportów wynikało, iż główne trudności w przestrzeganiu dobrych praktyk dotyczyły<sup>47</sup>:

- polityki informacyjnej i przejrzystości – raporty GPW wskazywały na początkowy brak raportów ze stosowania dobrych praktyk i słabej jakości informacji zamieszczanych na stronach internetowych (np. pytania akcjonariuszy dotyczących spraw objętych porządkiem obrad WZA wraz z odpowiedziami, powiązania członka rady nadzorczej z akcjonariuszem posiadającym ponad 5%),
- funkcjonowania i struktury rady nadzorczej w tym głównie niechęci spółek do tworzenia komitetów, braku członków niezależnych w radzie, braku sprawozdania z działalności rady.

Niestety GPW zaprzestała tych działań (a przynajmniej publikacji wyników tych raportów), przez co obecnie brakuje analiz dotyczących stopnia stosowania dobrych praktyk. Wstępne analizy wskazują na to, iż strukturalne problemy polskiego *corporate governance* utrzymują się w czasie. Wciąż ponad połowa polskich spółek giełdowych nie przestrzega dobrych praktyk odnośnie udziału członków niezależnych w radzie nadzorczej, ok. 25% nie przestrzega standardów co do przejrzystości i polityki informacyjnej (mierzonych głównie jakością informacji zamieszczanych na stronie internetowej), większość spółek nie tworzy komitetów w ramach rady nadzorczej innych niż komitet audytu działający kolektywnie w formie całej rady, co jest pewnym uproszczeniem tej rekomendacji<sup>48</sup>.

## 5. Podsumowanie

Niniejszy artykuł miał na celu analizę zmian wprowadzonych w dokumencie *Dobre praktyki spółek notowanych na GPW* w okresie między 2010 na 2012 r. Prze-

<sup>47</sup> K. Campbell, M. Jerzemowska, K. Najman, *Corporate governance challenges in Poland: Evidence from „comply or explain” disclosures*, *Corporate Governance*, 2009 vol. 9, no. 5, s. 623–634; A. Gontarek, *Dobre praktyki – raport ze stosowania zasad*, GPW, Warszawa 2008, [http://www.corp-gov.gpw.pl/assets/photo/wydarzenia/konferencje/2008\\_12\\_6\\_pierwszyrokfunkcjonowania/agontarek\\_stastyka.pdf](http://www.corp-gov.gpw.pl/assets/photo/wydarzenia/konferencje/2008_12_6_pierwszyrokfunkcjonowania/agontarek_stastyka.pdf); B. Jarosz, *Główne doświadczenia po pierwszym roku obowiązywania Dobrych praktyk spółek notowanych na GPW*, GPW, Warszawa 2008, [http://www.corp-gov.gpw.pl/assets/photo/wydarzenia/konferencje/2008\\_12\\_6\\_pierwszyrokfunkcjonowania/bjarosz\\_podsumowanie.pdf](http://www.corp-gov.gpw.pl/assets/photo/wydarzenia/konferencje/2008_12_6_pierwszyrokfunkcjonowania/bjarosz_podsumowanie.pdf); J. Kuchenbeker, *Dobre praktyki 2008: Zbiór zasad czy raczej lista pobożnych życzeń*, 2008, [www.bankier.pl/wiadomosci/print.html?article\\_id=1747027](http://www.bankier.pl/wiadomosci/print.html?article_id=1747027) (5 maja).

<sup>48</sup> M. Aluchna, *Pyramidal structures and corporate governance. The initial research results from Polish listed companies*, referat na międzynarodową konferencję European Academy of Management, Galatasaray University 2013.

prowadzona analiza wskazuje, iż w badanym okresie wprowadzono wiele zmian, większość w pierwszym etapie, czyli w roku 2010. Większość tych zmian dotyczyła kilku kluczowych obszarów, a zatem polityki informacyjnej, wykonywania praw akcjonariuszy oraz struktury i funkcjonowania rady nadzorczej. Wprowadzone zmiany były głównie wynikiem działań GPW mających na celu harmonizację zapisów dobrych praktyk z rekomendacjami Unii Europejskiej, porządkowanie zapisów dokumentu oraz aktualizację niektórych rekomendacji. Choć dokument *Dobre praktyki spółek notowanych na GPW* zawiera zapisy, które w większości odpowiadają standardom międzynarodowym, otwartym pytaniem pozostaje rzeczywiste stosowanie sformułowanych rekomendacji. Brak publikacji analiz prowadzonych przez GPW utrudnia poznanie głównych wyzwań i kierunków rozwoju praktyk *corporate governance* w Polsce. Publikowane opracowania natomiast wskazują, iż wyznania te pozostają stałe w czasie i obejmują kwestie polityki informacyjnej, struktury i funkcjonowania rady nadzorczej oraz wykonywania praw akcjonariuszy.

## Bibliografia

1. Aluchna M., *Pyramidal structures and corporate governance. The initial research results from Polish listed companies*, referat na międzynarodową konferencję European Academy of Management (EURAM), Galatasaray University 2013.
2. Aluchna M., *Implementation of best practice code. Practical implications from Warsaw Stock Exchange*, „Social Responsibility Journal” 2009, vol. 5, s. 123–140.
3. Aluchna M., Koładkiewicz I., *Guidelines for corporate behavior. The case of Polish corporate governance code*, w: *Culture and corporate governance*, eds. G. Aras, D. Crowther, Social Responsibility Network, Leichesther, s. 77–98.
4. Baker K., Anderson R., *Corporate governance. A synthesis of theory, research and practice*, John Willey & Sons 2010.
5. Bauer R., Gunster N., Otten R., *Empirical evidence on corporate governance in Europe: The effect on stock returns, firm value and performance*, „Journal of Asset Management” 2004, vol. 5, no. 2, s. 91–104.
6. Berglöf, E., Claessens, S., *Enforcement and good corporate governance in developing countries and transition economies*, „World Bank Research Observer” 2006, vol. 21 (1), s. 123–150.
7. Bistrowa J., Iace N., *Corporate governance best practice and stock performance: Case of CEE companies*, „Systemics, Cybernetics and Informatics” 2012, vol. 10, no. 3, s. 63–69.

8. Campbell K., Jerzemowska M., Najman K., *Corporate governance challenges in Poland: Evidence from „comply or explain” disclosures*, „Corporate Governance” 2009, vol. 9, no. 5, s. 623–634.
9. Clarke T., Chanlat J.F., *Introduction: A new order? The recurring crisis in Anglo-American corporate governance and the increasing impact on European economies and institutions*, w: *European corporate governance. Readings and perspectives*, eds. T. Clarke, J.F. Chanlat, Routledge, London 2009, s. 1–42.
10. Davies M., *The impracticality of an international ‘one size fits all’ corporate governance code of best practice*, „Managerial Auditing Journal” 2008, vol. 23, no. 6, s. 532–544.
11. Gill A., *Corporate governance as social responsibility: A research agenda*, „Berkley Journal of International Law” 2008, vol. 26, no. 2, s. 452–478.
12. Gontarek A., *Dobre praktyki – raport ze stosowania zasad*, GPW, Warszawa 2008, [http://www.corp-gov.gpw.pl/assets/photo/wydarzenia/konferencje/2008\\_12\\_6\\_pierwszyrokfunkcjonowania/agontarek\\_statystyka.pdf](http://www.corp-gov.gpw.pl/assets/photo/wydarzenia/konferencje/2008_12_6_pierwszyrokfunkcjonowania/agontarek_statystyka.pdf)
13. GPW, *Dobre praktyki w spółkach publicznych*, GPW, <http://www.corp-gov.gpw.pl/assets/library/polish/dp2005.pdf>
14. GPW, *Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW*, Załącznik do Uchwały Nr 12/1170/2007 Rady Giełdy z dnia 4 lipca 2007 r., <http://www.corp-gov.gpw.pl/assets/library/polish/dobrepraktyki2007.pdf>, s. 1.
15. GPW, *Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW*, Załącznik do Uchwały Nr 17/1249/2010 Rady Giełdy z dnia 19 maja 2010 r., <http://www.corp-gov.gpw.pl/assets/library/polish/publikacje/dpsn2010.pdf>
16. GPW, *Ład korporacyjny na GPW*, [http://www.corp-gov.gpw.pl/lad\\_corp.asp](http://www.corp-gov.gpw.pl/lad_corp.asp)
17. GPW, *O nas. Dobre praktyki spółek notowanych na GPW*, [http://www.corp-gov.gpw.pl/about\\_us.asp](http://www.corp-gov.gpw.pl/about_us.asp)
18. GPW, Uchwała Nr 17/1249/2010 Rady Giełdy z dnia 19 maja 2010 w sprawie uchwalenia zmian *Dobrych praktyk spółek notowanych na GPW*, [http://www.corp-gov.gpw.pl/assets/library/polish/publikacje/uch\\_rg\\_17\\_1249.pdf](http://www.corp-gov.gpw.pl/assets/library/polish/publikacje/uch_rg_17_1249.pdf)
19. GPW, *Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW*, Załącznik do Uchwały Nr 20/1287/2011 Rady Giełdy z dnia 19 października 2011 r., [http://www.corp-gov.gpw.pl/assets/library/polish/regulacje/dobre\\_praktyki\\_19\\_10\\_2011\\_final.pdf](http://www.corp-gov.gpw.pl/assets/library/polish/regulacje/dobre_praktyki_19_10_2011_final.pdf)
20. GPW, Uchwała Nr 15/1282/2011 Rady Nadzorczej Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 31 sierpnia 2011 roku w sprawie uchwalenia zmian *Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW*, [http://www.corp-gov.gpw.pl/assets/photo/wydarzenia/konferencje/2011/uch\\_rg\\_15\\_1282\\_2011.pdf](http://www.corp-gov.gpw.pl/assets/photo/wydarzenia/konferencje/2011/uch_rg_15_1282_2011.pdf)
21. GPW, Uchwała Nr 20/1287/2011 Rady Nadzorczej Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 19 października 2011 r. w sprawie uchwalenia zmian *Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW*, [http://www.corp-gov.gpw.pl/assets/library/polish/regulacje/uchwala\\_dobre\\_praktyki\\_19\\_10\\_2011\\_final.pdf](http://www.corp-gov.gpw.pl/assets/library/polish/regulacje/uchwala_dobre_praktyki_19_10_2011_final.pdf)



22. GPW, Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW, Załącznik do Uchwały Nr 19/1307/2012 Rady Giełdy z dnia 21 listopada 2012 r., [http://www.corp-gov.gpw.pl/assets/library/polish/regulacje/dobre\\_praktyki\\_16\\_11\\_2012.pdf](http://www.corp-gov.gpw.pl/assets/library/polish/regulacje/dobre_praktyki_16_11_2012.pdf)
23. GPW, Uchwała Nr 19/1307/2012 Rady Nadzorczej Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 21 listopada 2012 r. w sprawie uchwalenia zmian *Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW*, [http://www.corp-gov.gpw.pl/assets/library/polish/regulacje/uch\\_rn\\_19\\_2012.pdf](http://www.corp-gov.gpw.pl/assets/library/polish/regulacje/uch_rn_19_2012.pdf)
24. Hermes N., Postma T., Zivkov O., *Corporate governance codes and their contents: An analysis of Eastern European codes*, „Journal for East European Management Studies” 2007 vol. 12, no. 1, s. 53–74.
25. Jamali, D., Safieddine, A., Rabbath, M., *Corporate governance and corporate social responsibility synergies and interrelationship*, „Corporate Governance: An International Review” 2008, vol. 16, s. 443–459.
26. Jarosz B., *Główne doświadczenia po pierwszym roku obowiązywania Dobrych praktyk spółek notowanych na GPW*, GPW, Warszawa 2008, [http://www.corp-gov.gpw.pl/assets/photo/wydarzenia/konferencje/2008\\_12\\_6\\_pierwszyrokfunkcjonowania/bjarosz\\_podsumowanie.pdf](http://www.corp-gov.gpw.pl/assets/photo/wydarzenia/konferencje/2008_12_6_pierwszyrokfunkcjonowania/bjarosz_podsumowanie.pdf)
27. Jerzemowska M., *Nadzór korporacyjny*, PWE, Warszawa 2002.
28. Jeżak J., *Ład korporacyjny. Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju*, Wydawnictwo C.H. Beck, 2010, s. 164–196.
29. Koładkiewicz I., *Historia kołem się toczy – czas reform w sferze nadzoru korporacyjnego ponownie się zaczął*, „Master of Business Administration” 2010, no. 3 (104), s. 86–95.
30. Kostyuk A., Kostyuk H., *Minority shareholders vs. The state: the case of JSC “UKRNEFT”*, „Corporate Ownership and Control Journal” 2005, vol. 2, s. 106–111.
31. Kuchenbeker J., *Dobre praktyki 2008: Zbiór zasad czy raczej lista pobożnych życzeń*, 2008, [www.bankier.pl/wiadomosci/print.html?article\\_id=1747027](http://www.bankier.pl/wiadomosci/print.html?article_id=1747027) (dostęp: 5.05.).
32. Larcker D., Tayan B., *Corporate governance matters*, Pearson Education 2011.
33. Lipman F., *Summary of major corporate governance principles and best practices*, „International Journal of Disclosure and Governance” 2007, vol. 4, no. 4, s. 309–319.
34. Mallin Ch.A., *Corporate governance*, Oxford University Press 2004.
35. Mesjasz Cz., *Ład (nadzór) korporacyjny. Geneza, definicje i podstawowe problemy*, w: *Ład korporacyjny*, red. D. Dobija, I. Koładkiewicz, Oficyna Wolters Kluwer, Warszawa 2011, s. 15–52.
36. OECD, *Principles of corporate governance*, 2004, <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>
37. Oplustil K., *Instrumenty nadzoru korporacyjnego (corporate governance) w spółce akcyjnej*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2010, s. 3–12.

38. Regulamin Giełdy, [http://www.gpw.pl/pub/files/PDF/regulacje/regulamin\\_gpw.pdf](http://www.gpw.pl/pub/files/PDF/regulacje/regulamin_gpw.pdf)
39. Roe M., *Strong managers, weak owners – the political roots of American corporate finance*, Princeton University Press, Princeton 1994.
40. Shleifer A., Vishny R., *A survey of corporate governance*, „Journal of Finance” 1997, vol. 52, s. 737–783.
41. Strandberg C., *The convergence of corporate governance and corporate social responsibility, Thought-leaders study*, Standberg Consulting 2005.
42. Tricker B., *Corporate governance. Principles, policies and practices*, Oxford University Press, Oxford 2012.
43. Urbanek P., *Ewolucja funkcji rad nadzorczych w polskich spółkach publicznych*, w: *Rola nadzoru korporacyjnego w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa*, red. S. Rudolf, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008, s. 177–199.
44. Vander Bauwhede H., *On the relation between corporate governance compliance and operating performance*, „Accounting and Business Research” 2009, vol. 39, no. 5, s. 497–513.

*Michał Rogatko*

Kolegium Zarządzania i Finansów

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

# Rola i pozycja rady nadzorczej w spółkach giełdowych w Polsce

## 1. Wprowadzenie

Nadzór korporacyjny jest tematem poruszonym w Polsce od lat 90. minionego stulecia. Zaczęto o nim mówić wraz z powstaniem Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie i generalnie rynku kapitałowego w Polsce, a tym samym wraz z pojawieniem się spółek giełdowych. Oczywiście nadzór korporacyjny poza giełdą istnieje również, jednak w niniejszym artykule, o ile nie zaznaczono inaczej, będzie oznaczał nadzór korporacyjny w polskich spółkach publicznych (giełdowych).

Celem niniejszego artykułu jest zwrócenie uwagi na to, iż faktyczna rola rady nadzorczej i jej wpływ na kształt nadzoru korporacyjnego zależy od wielu czynników. Są to czynniki bardziej uniwersalne, dotyczące większej liczby spółek (np. przepisy prawa czy przygotowanie zawodowe kandydatów na członków rad nadzorczych) oraz czynniki związane z pojedynczymi spółkami (np. struktura akcjonariatu danej spółki).

W punkcie drugim artykułu, w podpunkcie 2.1. przeanalizowano definicje nadzoru korporacyjnego i to jak jest określany przez różnych autorów, jakie ma synonimy. W drugim podpunkcie (2.2.) opisano różne systemy nadzoru korporacyjnego na świecie, pokazano, że istnieje wiele modelowych systemów nadzoru korporacyjnego, jest wiele rozwiązań pośrednich, dowodzących procesów harmonizacji między rozwiązaniami w różnych krajach. W trzecim podpunkcie (2.3.) opisano organy spółki zaangażowane w realizację nadzoru korporacyjnego ze szczególnym uwzględnieniem sytuacji w Polsce. W trzecim punkcie przedstawiono czynniki, które wpływają na funkcjonowanie nadzoru korporacyjnego w spółce, analizując je

z perspektywy rady nadzorczej. W czwartym rozdziale przeanalizowano przypadki czterech spółek i pozycję w nich rady nadzorczej.

## 2. Systemy nadzoru korporacyjnego

### 2.1. Definicja

Definicji nadzoru korporacyjnego (ang. *corporate governance*) w literaturze można znaleźć wiele i różnią się one między sobą w zależności od zainteresowań badawczych ich autorów (ekonomia, finanse, zarządzanie, prawo, nauki polityczne – każda dziedzina ma swoje definicje) czy też w zależności od kraju, w którym sformułowane stale ewoluują<sup>1</sup>.

Niektóre definicje koncentrują się bardziej na zagadnieniu nadzoru w aspekcie organizacji wewnętrznej spółki i pojęcie to zostaje sprowadzone do unormowań prawnych dotyczących alokacji kompetencji i wzajemnych relacji pomiędzy organami spółki, czy akcjonariuszami a spółką<sup>2</sup>. Ujęcie takie charakterystyczne jest dla rynków rozwijających się<sup>3</sup>. Inne definicje poruszają szerszy aspekt funkcjonowania przedsiębiorstwa w otoczeniu społecznym i ekonomicznym, a także kulturowym. W szerokim ujęciu nadzór korporacyjny można postrzegać jako system (zbiór) współzależnych i komplementarnych instytucji prawnych i ekonomicznych, mających na celu zapewnienie prawidłowego (z prawnego punktu widzenia) i efektywnego (z perspektywy ekonomicznej i finansowej) funkcjonowania spółek akcyjnych ze szczególnym uwzględnieniem spółek giełdowych<sup>4</sup>. Jeszcze szerzej o *corporate governance* traktuje definicja OECD, dotycząc problematyki nie tylko efektywności funkcjonowania spółki, lecz również kwestii zaufania rynku, aż do problemów związanych z aktywnością inwestorów na danym rynku, innymi słowy im lepszy system nadzoru korporacyjnego, tym lepsze warunki do rozwoju dla inwestorów<sup>5</sup>.

---

<sup>1</sup> M. Aluchna, *Mechanizmy corporate governance w spółkach giełdowych*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2007, s. 15–19; *Zarządzanie japońskie. Ciągłość i zmiana*, red. M. Aluchna, P. Płoszajski, Oficyna SGH, Warszawa 2008, s. 114–118.

<sup>2</sup> K. Oplustil, *Instrumenty nadzoru korporacyjnego (corporate governance) w spółce akcyjnej*, C.H. Beck, Warszawa 2010, s. 3–12.

<sup>3</sup> K.A. Lis, H. Sterniczuk, *Nadzór korporacyjny*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005, s. 25–39.

<sup>4</sup> K. Oplustil, op.cit., str. XIX–XXIX.

<sup>5</sup> „Corporate governance deals with the rights and responsibilities of a company’s management, its board, shareholders and various stakeholders. How well companies are run affects market confidence as well as company performance. Good corporate governance is therefore essential for companies that want access to capital and for countries that want to stimulate private sector investment. If companies

Inne spojrzenia zawierające się pomiędzy wyżej przedstawionymi skrajnymi ujęciami definicji koncentrują się na relacjach pomiędzy różnymi instytucjami prawnymi, ekonomicznymi oraz na strukturze zarówno formalnej, jak i nieformalnej. Istotą jest zapewnienie zgodności i równowagi pomiędzy wszystkimi podmiotami, czyli interesariuszami (ang. *stakeholders*) zaangażowanymi w funkcjonowanie i rozwój spółki<sup>6</sup>. Ważne jest podkreślenie, że nadzór korporacyjny składa się z jednej strony z mechanizmów nadzorczych (kontrolnych, motywacyjnych i wiążących) oraz z instytucji (organy spółki, intresariusze). Dopiero te mechanizmy i instytucje stanowią strukturę nadzorczą, która wraz z otoczeniem prawnym i kulturowym tworzy system nadzoru korporacyjnego właściwy dla danego rynku<sup>7</sup>. Ważny w tym podejściu jest aspekt efektywnościowy, a więc uświadomienie sobie istotności nadzoru korporacyjnego w procesie tworzenia wartości dla akcjonariuszy, a więc tych, którym w pierwszej kolejności nadzór korporacyjny powinien służyć, gdyż taka jest jego geneza<sup>8</sup>. W takim rozumieniu można przyjąć, iż nadzór korporacyjny to „struktura, która ma zapewnić, by właściwe pytania zostały zadane, niezbędna kontrola została przeprowadzona, a otrzymane odpowiedzi informowały o najlepszych działaniach, które zapewnią długoterminowe tworzenie wartości dla akcjonariuszy”<sup>9</sup>.

Warto wspomnieć o pojęciu ładu korporacyjnego. Określenie to występuje w wielu dokumentach Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie<sup>10</sup> i dotyczy zbioru zasad i norm kształtowania relacji przedsiębiorstw giełdowych z otoczeniem. Podejście to ma charakter idealizujący, wskazujący na pewien stan, który nazwać by można idealnym, czy harmonijnym i próbuje określać pewien preferowany model zachowań uczestników relacji korporacyjnych. Podejście to ma charakter zbyt życzeniowy („miękki”), a jednocześnie prawniczy, aby mogło stanowić odpowiednik

---

are well run, they will prosper. This in turn will enable them to attract investors whose support can help to finance faster growth. Poor corporate governance on the other hand weakens a company's potential and at worst can pave the way for financial difficulties and even fraud” (strona internetowa Organizacji Rozwoju Gospodarczego i Współpracy, zakładka: Zasady nadzoru korporacyjnego, dostęp: 28.04.2013).

<sup>6</sup> *Ład korporacyjny*, red. D. Dobija, I. Koładkiewicz, Wolters Kluwer, Warszawa 2011, s. 15–23.

<sup>7</sup> M. Aluchna, op.cit., s. 175–178.

<sup>8</sup> O konieczności istnienia nadzoru korporacyjnego, jako instrumentu neutralizującego problem agencji, pisał już w roku 1776 A. Smith w *Badania nad naturą i przyczynami bogactwa narodów*: „Nie można oczekiwać od dyrektorów przedsiębiorstw, zarządzających nieswoimi pieniędzmi, że będą ich doglądać z taką samą pieczołowitością, z jaką troszczą się o własny majątek” (parafraza za: B. Tricker, *Corporate Governance. Principles, Policies and Practices*, Oxford University Press, Oxford 2012, s. 58).

<sup>9</sup> R.A. Monks, N. Minow, *Corporate Governance*, Blackwell Business 2004, za: *Zarządzanie japońskie*, op.cit., s. 114.

<sup>10</sup> Np. Załącznik do Uchwały Nr 19/1307/2012 Rady GPW z dnia 21 listopada 2012 r.: *Dobre praktyki spółek notowanych na GPW*, dostępne na stronie [www.corp-gov.gpw.pl](http://www.corp-gov.gpw.pl).

nadzoru korporacyjnego i być przydatnym do jego analizy<sup>11</sup>. Warto jednak przywołać to podejście, gdyż określenie „ład korporacyjny” stosowane jest nierzadko jako synonim określenia „nadzór korporacyjny”, a oba łącznie traktowane są jako zamienniki tłumaczenia angielskiego „*corporate governance*”<sup>12</sup>.

## 2.2. Zróżnicowanie systemów nadzoru korporacyjnego na świecie ze względu na umiejscowienie rady nadzorczej (dyrektorów niewykonawczych)

Na świecie z punktu widzenia organizacji nadzoru korporacyjnego w spółkach publicznych (giełdowych) można wyróżnić dwa główne jego modele: jednopoziomowy oraz dwupoziomowy. Systemy (modele) zwane są również analogicznie: angloamerykańskim (anglosaskim) i niemieckim<sup>13</sup>, a także monistycznym i dualistycznym<sup>14</sup>. Dualistyczny ponadto bywa nazywany kontynentalnym lub nadreńskim<sup>15</sup>. Oczywiście nie byłoby prawdziwe stwierdzenie, że sama organizacja organów spółki określa system nadzoru korporacyjnego w danym kraju. Oba systemy nadzoru korporacyjnego w swym modelowym ujęciu wyznaczają dwa skrajne bieguny, stwarzając coś w rodzaju formalnych ram dla osób realizujących w praktyce nadzór korporacyjny. Wpływ czynników historycznych, kulturowych czy własnościowych, rozwijających się wraz z rozwojem rynku, jest niesłychanie istotny i kształtuje ostatecznie to, co nazwiemy nadzorem korporacyjnym.

W literaturze opisuje się jeszcze inne modele czy inne ich klasyfikacje. Obok wymienionych wyżej systemów wyróżnia się jeszcze: model łański<sup>16</sup>, model japoński<sup>17</sup>. Model anglosaski bywa dzielony na dwa oddzielne typy: brytyjski i amerykański<sup>18</sup>. Można spotkać się z podziałem wszystkich modeli na dwie grupy: system anglosa-

---

<sup>11</sup> K. Oplustil, op.cit., s. 8.

<sup>12</sup> Polskie tłumaczenie książki J.L. Colley, Jr., J.L. Doyle, G.W. Logan, W. Stettinius, *Corporate governance*, McGraw-Hill Companies, New York 2003 nosi tytuł: *Ład korporacyjny*, K.E. Liber, Warszawa 2005.

<sup>13</sup> K.A. Lis, H. Sterniczuk, op.cit., str. 129–135.

<sup>14</sup> J. Jeżak, *Ład korporacyjny. Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju*, C.H. Beck, Warszawa 2012, s. 171.

<sup>15</sup> *Ład korporacyjny*, red. D. Dobija, I. Koładkiewicz, op.cit., s. 25.

<sup>16</sup> K.A. Lis, H. Sterniczuk, op.cit., s. 136; J. Jeżak, op.cit., s. 173.

<sup>17</sup> *Zarządzanie japońskie*, op.cit., s. 113–139; K.A. Lis, H. Sterniczuk, op.cit., s. 138; Jeżak J., op.cit., s. 175.

<sup>18</sup> B. Tricker, op.cit., s. 153–157.

ski i system europejsko-japoński, nazywany również kontynentalno-japońskim<sup>19</sup>. Ważne jest, aby zrozumieć, że dojrzałe pojmowanie systemów *corporate governance* nie ogranicza się do analizy liczby organów kodeksowych spółki, a koncentruje się na filozofii sprawowania nadzoru i analizie relacji między spółką a poszczególnymi interesariuszami. Pogłębianie tego kierunku rozważań nie jest przedmiotem niniejszego artykułu<sup>20</sup>.

W praktyce, w różnych krajach występują rozwiązania ładu korporacyjnego generujące rozmaite modele, może nie tyle pośrednie, ile obfitujące w rozmaite modyfikacje odróżniające je od modeli opisanych powyżej. Jako przykład tych modyfikacji niżej przedstawiono szkice systemów obowiązujących we Francji i Japonii.

We Francji (również w Belgii, we Włoszech i Hiszpanii), gdzie funkcjonuje model zwany łańciskim, spółki mają możliwość – na etapie tworzenia statutu spółki lub w wyniku jego zmiany w trakcie istnienia spółki – dokonania wyboru systemu nadzoru korporacyjnego<sup>21</sup>. Wyboru dokonywać spółka może między dwoma modelami ściśle opisanymi we francuskim kodeksie handlowym (*Code de commerce*): modelem dwupoziomowym (franc. *système dualiste*), a modelem jednopoziomowym (franc. *système moniste*)<sup>22</sup>. Struktura dwupoziomowa jest we Francji jednak stosowana tak marginalnie<sup>23</sup>, że po niemal 40 latach od wprowadzenia (w 1966 r.) możliwości wyboru oceniano, że mniej niż 2% spółek akcyjnych wybrało tę formę organizacyjną<sup>24</sup>. Dodatkowo, na skuteczność systemu nadzoru korporacyjnego we Francji ma ogromny wpływ to, że wiele przedsiębiorstw, nawet dużych, pozostaje przez dekady w rękach tej samej rodziny. Ocenia się, że przez cały wiek XX aż do dzisiaj decydujący wpływ na gospodarkę Francji wywierało nie więcej niż 200 rodzin<sup>25</sup>.

W Japonii konflikt między akcjonariuszem (pryncypałem) a menedżerem (agentem) nie jest tak silny jak np. w gospodarce amerykańskiej. Różnice kulturowe

<sup>19</sup> *Ład korporacyjny*, red. D. Dobija, I. Koładkiewicz, op.cit., s. 27; S. Raynal, *Gouvernance et développement durable*, La Revue des Sciences de Gestion, nr 239–240, s. 17–28, Direction et Gestion (La RSG), Epinay-Sur-Orge (Francja) 2009.

<sup>20</sup> Tematykę można podłębić, zapoznając się m.in. z pracami: K.A. Lis, H. Sterniczuk, op.cit. oraz *Ład korporacyjny*, red. D. Dobija, I. Koładkiewicz, op.cit.

<sup>21</sup> *Ład korporacyjny*, red. D. Dobija, I. Koładkiewicz, op.cit., s. 26.

<sup>22</sup> I. Kuska-Żak, M. Żak, *Odpowiedzialność zarządców we francuskich spółkach kapitałowych*, „Problemy Współczesnego Prawa Międzynarodowego, Europejskiego i Porównawczego”, Instytut Europeistyki Uniwersytetu Jagiellońskiego, Kraków 2008, vol. VI, s. 69–91.

<sup>23</sup> D. Lamèthe, *L'approche française du «Gouvernement d'entreprise»*, „Revue internationale de droit comparé” październik – grudzień 1999, vol. 51, no. 4, s. 1075–1108 (biuletyn Ministerstwa Szkolnictwa Wyższego i Badań Republiki Francuskiej), Paryż 1999.

<sup>24</sup> P. Le Cannu, *Droit des sociétés*, wyd. 2, Monchrestien, Paryż 2002.

<sup>25</sup> F. Labégorre, *Le modèle de corporate governance: principes et portée en France*, „Finance & Bien Commun” 2010/1, no. 36, s. 147–155.

między Japonią a Europą czy Stanami Zjednoczonymi są na tyle duże, że wpływają skutecznie na obraz systemu nadzoru korporacyjnego. Japońską gospodarkę (i nie tylko gospodarkę) cechuje dążenie do konsensusu pomiędzy wszystkimi osobami i organami nadzoru korporacyjnego. Jeśli do tego dołożymy różnice w systemach prawnych, ogromną rolę powiązań kapitałowych i zjawisko powstawania *keiretsu* (wielkich grup kapitałowych o zdywersyfikowanej działalności), jasne jest, że model nadzoru korporacyjnego w Japonii, pomimo pewnych podobieństw do europejskich rozwiązań dwupoziomowych, jest oddzielnym modelem, zwanym również sieciowym<sup>26</sup>.

Warto zaznaczyć, że zauważalna jest w ostatnich kilkunastu latach tendencja do upodabniania się różnych systemów nadzoru korporacyjnego i wykorzystywania najlepszych rozwiązań niezależnie od ich pochodzenia<sup>27</sup>. Z pewnością wpłynęły na to przypadki dostrzeżenia zawodności funkcjonujących rozwiązań (np. Enron)<sup>28</sup>. Z drugiej strony w Europie ogromny wpływ mają zalecenia Komisji Wspólnot Europejskich, szczególnie w obszarze roli dyrektorów niewykonawczych i członków rad nadzorczych.

### 2.3. Organy spółek akcyjnych w różnych systemach nadzoru korporacyjnego

Wspólne dla obu skrajnych systemów nadzoru korporacyjnego jest to, iż najwyższym organem nadzoru korporacyjnego jest walne zgromadzenie akcjonariuszy<sup>29</sup>. Walne zgromadzenie ma pełnię możliwości decyzyjnych dotyczących spółki, aczkolwiek komunikuje się z nią w sposób ściśle określony i mocno sformalizowany.

<sup>26</sup> Zarządzanie japońskie, op.cit., s. 121–124.

<sup>27</sup> K.J. Hopt, P.C. Leyens, *Board Models in Europe. Recent Developments of Internal Corporate Governance Structures in Germany, the United Kingdom, France, and Italy*, w: *The Verenigde Oostindische Compagnie 1602–400 Years of Company Law*, ed. L. Timmermann, Kluwer Law International, Haga 2004.

<sup>28</sup> Przypadek Enronu stał się klasyczny i jest przywoływany praktycznie w każdym opracowaniu dotyczącym *corporate governance* na świecie. Zwięzłe i kompletne *case study* można znaleźć w B. Tricker, *Corporate Governance...*, Appendix 2. Szersze opracowanie w K.A. Lis, H. Sterniczuk, op.cit., s. 148–178 oraz w artykule K.G. Palepu, P.M. Healy, *The Fall of Enron*, „Harvard Negotiation, Organizations and Markets Research Paper” Cambridge (USA) 2003, no. 03–38.

<sup>29</sup> W polskim Kodeksie Spółek Handlowych, Dział II, Rozdział 1, Oddział 3 (2000) występuje określenie „walne zgromadzenie” jako nazwa organu spółki. W sensie ideowym myślimy jednak wyraźnie o „walnym zgromadzeniu akcjonariuszy”, a nie zgromadzeniu przypadkowych osób. W tym samym KSH, w części opisującej spółkę z ograniczoną odpowiedzialnością, analogicznym organem jest „zgromadzenie wspólników”. Naturalnym wydawałoby się więc przyjęcie określenia „zgromadzenie akcjonariuszy” w przypadku spółki akcyjnej.



Zgromadzenie akcjonariuszy podejmuje uchwały, które skutkują określonymi w nich decyzjami dla spółki, a bezpośrednio dla organów niższego szczebla w hierarchii nadzoru korporacyjnego. Z drugiej strony decyzje akcjonariuszy podejmowane są przede wszystkim w oparciu o informacje dostarczone przez owe organy niższego szczebla, ewentualnie wsparte opiniami podmiotów zewnętrznych. Występuje w tej relacji wyraźna asymetria informacyjna<sup>30</sup>, prowadząca do podejmowania decyzji bazujących na informacjach wycinkowych, o ile nie zafałszowanych. Związane to jest z teorią agencji<sup>31</sup>.

Najłatwiejsze do zaobserwowania, bo formalno-prawne, różnice między obydwojema skrajnymi modelami (jedno- i dwupoziomym) wynikają z ulokowania w strukturze nadzoru korporacyjnego osób nie będących zaangażowanymi w bieżące działanie operacyjne spółki, a wykonujących funkcje nadzorcze, kontrolne, opiniujące czy doradcze.

W systemie dwupoziomym istnieje rada nadzorcza powołana przez walne zgromadzenie akcjonariuszy. Jej członkowie, np. w polskim systemie mają określone w odpowiednich ustawach obowiązki, kompetencje i zadania, nie reprezentują jednak spółki (wyjątek stanowi reprezentowanie spółki w kwestiach osobowych z poszczególnymi członkami zarządu). Zakres zadań rady nadzorczej jest doprecyzowany w statucie spółki, ustala on zwykle kompetencje rady nadzorczej, ograniczające swobodę zarządu spółki.

Kolejnym organem w systemie dwupoziomym jest zarząd, który reprezentuje spółkę, podejmuje wszystkie operacyjne decyzje, buduje i realizuje strategię, a wreszcie ponosi największą, bezpośrednią odpowiedzialność za podejmowane decyzje.

Zadania trzech organów nadzoru korporacyjnego spółki przedstawione są w poniższej tabeli.

Model jednopoziomowy nie ma oddzielnej rady nadzorczej ani zarządu. Spółką kieruje rada dyrektorów, do której powoływani są dyrektorzy wykonawczy (w uproszczeniu odpowiednik zarządu w modelu dwupoziomym) oraz dyrektorzy niewykonawczy (w uproszczeniu odpowiednik rady nadzorczej w modelu dwupoziomym). Dyrektorzy wykonawczy (ang. *executive directors*) reprezentują spółkę i zarządzają nią na poziomie operacyjnym, czyli wykonują zadania zbieżne z zadaniami zarządu w modelu dualistycznym. Dyrektorzy niewykonawczy (ang. *non-executive directors*)

<sup>30</sup> *Europejskie prawo spółek. Tom III. Corporate governance*, red. M. Cejmer, J. Napierała, T. Sójka, Wolters Kluwer, Kraków 2006, s. 38–39; M. Garbicz, Z. Staniek, *Mikroekonomia. Problemy zawodności rynku*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Menedżerskiej w Warszawie, Warszawa 2010, s. 125–141.

<sup>31</sup> Teoria agencji jest szeroko omawiana w literaturze, np.: M. Aluchna, op.cit.; *Europejskie prawo spółek...*, op.cit.; J. Jeżak, op.cit.; S. Rudolf, T. Janusz, D. Stos, P. Urbanek, *Efektywny nadzór korporacyjny*, PWE, Warszawa 2002; B. Tricker, op.cit.

pełnią funkcje zbliżone do zadań stawianych przed członkami rad nadzorczych w modelu dwupoziomym<sup>32</sup>, aczkolwiek ich zaangażowanie w kwestie określenia wizji i misji przedsiębiorstwa jest dużo większe niż członków rad nadzorczych np. w Polsce czy Niemczech. Sytuacja ta bywa postrzegana jako niekorzystna i np. w Niemczech, od początku XXI w. wprowadza się zmiany wzmacniające rolę rady nadzorczej w zakresie strategii przedsiębiorstwa<sup>33</sup>.

**Tabela 1. Wybrane obszary działania i czynności organów spółek publicznych (giełdowych) w Polsce ze szczególnym uwzględnieniem zadań rady nadzorczej**

	Walne zgromadzenie	Rada nadzorcza	Zarząd
Reprezentowanie spółki	Nie dotyczy	Tylko w sprawach personalnych względem członków zarządu	Tak, we wszelkich sprawach
Zawieranie umów handlowych	Nie dotyczy	Opiniowanie lub wyrażanie zgody na zawarcie (od określonego poziomu wartości umowy)	Zawarcie transakcji
Zaciąganie zobowiązań finansowych	Możliwe zastrzeżenie prawa do wyrażenia zgody powyżej pewnego limitu	Opiniowanie lub wyrażanie zgody na zawarcie (od określonego poziomu wartości umowy)	Zawarcie transakcji, zaciągnięcie zobowiązania
Zbycie/nabycie nieruchomości	Raczej nie dotyczy (rzadkie przypadki zaangażowania bezpośredniego akcjonariuszy)	Wyrażenie zgody	Zawarcie transakcji
Zbycie/nabycie części przedsiębiorstwa	Wyrażenie zgody lub brak działania	Wyrażenie zgody lub opiniowanie	Zawarcie i realizacja transakcji
Zmiana statutu spółki	Akceptacja, podjęcie decyzji poprzez podjęcie uchwały	Opiniowanie	Ewentualne wnioskowanie
Sprawozdanie roczne	Akceptacja poprzez podjęcie uchwały	Opiniowanie	Przygotowanie i wnioskowanie o akceptację
Udzielenie absolutorium członkom zarządu	Podjęcie uchwały (decyzja)	Opiniowanie	Nie dotyczy

<sup>32</sup> B. Tricker, op.cit., s. 173–193.

<sup>33</sup> K.J. Hopt, P.C. Leyens, op.cit. s. 5–6.

	Walne zgromadzenie	Rada nadzorcza	Zarząd
Udzielenie absolutorium członkom rady nadzorczej	Podjęcie uchwały (decyzja)	Nie dotyczy	Nie dotyczy
Podział zysku/dywidenda	Podjęcie uchwały (decyzja)	Opiniowanie	Przygotowanie wniosku
Powołanie/odwołanie oraz ustalenie wynagrodzenia/systemu premiowania członka zarządu	Nie dotyczy	Decyzja (w drodze uchwały)	Ewentualne wnioskowanie
Powołanie/odwołanie członka rady nadzorczej	Decyzja (w drodze uchwały) <sup>34</sup>	Nie dotyczy	Nie dotyczy
Ustalenie wynagrodzenia członka rady nadzorczej	Decyzja (w drodze uchwały)	Nie dotyczy	Nie dotyczy
Opracowywanie misji, wizji, strategii spółki	Otrzymanie informacji od zarządu.	Wpływ w praktyce ograniczony do konsultacji z zarządem, formalnie brak wymogów akceptacji <sup>35</sup>	Pełna odpowiedzialność za przygotowanie i realizację
Transakcje z podmiotem powiązanym	Nie dotyczy	Akceptacja transakcji na podstawie wniosku zarządu	Negocjacje, przygotowanie i realizacja transakcji
Nadzór na bieżącą działalnością spółki	Monitorowanie w ograniczonym zakresie, koncentracja na wynikach	Monitorowanie na podstawie informacji od zarządu lub firm zewnętrznych (audytorskich)	Pełny nadzór i odpowiedzialność

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Kodeks cywilny (KC), Dz.U. z 23 kwietnia 1964, nr 16, poz. 93; Kodeks Spółek Handlowych (KSH), Dz.U. z 15 września 2000, nr 94, poz. 1037; Załącznik do Uchwały Nr 19/1307/2012 Rady GPW z dnia 21 listopada 2012: *Dobre praktyki spółek notowanych na GPW*, dostępne na stronie [www.corp-gov.gpw.pl](http://www.corp-gov.gpw.pl) oraz statutów wybranych spółek giełdowych, a także K.A. Lis, H. Sterniczuk, *Nadzór korporacyjny*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005, s. 64–71; L. Bohdanowicz, *Profesjonalizm w funkcjonowaniu rad nadzorczych spółek akcyjnych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2009, s. 34–38.

<sup>34</sup> Możliwe są rozwiązania wprowadzane statutem spółki dające np. jednemu z akcjonariuszy posiadającemu określony pakiet akcji dokonywania uzupełnień w składzie rady nadzorczej (bez podejmowania uchwał przez walne zgromadzenie).

<sup>35</sup> Statuty niektórych spółek (szczególnie spółek w udziale Skarbu Państwa lub jego agencji) wymagają akceptacji przez radę nadzorczą planów techniczno-ekonomicznych (np. rocznych). W niektórych krajach, np. w Niemczech, rola rady nadzorczej w tym zakresie zwiększa się (Hopt, Leyens, 2004).

### 3. Czynniki warunkujące pozycję rady nadzorczej w systemie nadzoru korporacyjnego spółki giełdowej w Polsce

Rada nadzorcza ma do spełnienia określone funkcje i działa w określony sposób. Jak wspomniano wyżej jej miejsce i zadania, a także narzędzia do ich realizacji określone są ustawowo<sup>36</sup>, a doprecyzowane w statutach oraz w regulaminach<sup>37</sup> organów spółek. Zgodnie z art. 382 KSH (2000) „rada nadzorcza sprawuje stały nadzór nad działalnością spółki we wszystkich dziedzinach jej działalności” z czego wynika, że rada pełni funkcje nadzorcze i kontrolne, pozostawiając zarządzanie operacyjne innym organom spółki, w tym przypadkiem zarządowi<sup>38</sup>. Dodatkowo Rada Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. przygotowała cały pakiet rekomendacji i zaleceń w postaci dokumentu *Dobre praktyki spółek notowanych na GPW*<sup>39</sup>. Dokument ten nie jest zbiorem bezwzględnie obowiązujących przepisów prawa (brak sankcji), ale ma charakter zgodny z zasadą *comply or explain*: jeżeli spółka nie stosuje się do określonego zalecenia powinna to wyraźnie ogłosić i wyjaśnić przyczynę. Nie są to rzadkie przypadki, jednak nie należy tego traktować jako coś szczególnego tym bardziej, że cały dokument wyraźnie taką możliwość przewiduje, gdyż „Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie dążąc do stworzenia warunków dla powszechnego i pełnego stosowania Dobrych Praktyk, będzie zwracać uwagę na to, aby Dobre Praktyki dotyczyły spraw należących do sfery żywotnych interesów uczestników rynku kapitałowego, tak aby stosowanie Dobrych Praktyk było zjawiskiem naturalnym, a nie wymuszonym lub fikcyjnym”<sup>40</sup>. Dobre Praktyki, zgodnie z przyjętą w nich konwencją, mówią o „ładzie korporacyjnym”, a więc – jak zaznaczono wyżej – obszarze opisującym raczej kwestie związane z etyką postępowania

<sup>36</sup> Kodeks Cywilny (KC), Dz.U. z 23 kwietnia 1964, nr 16, poz. 93; Kodeks Spółek Handlowych (KSH), Dz.U. z 15 września 2000, nr 94, poz. 1037; Ustawa o biegłych rewidentach i ich samorządzie, podmiotach uprawnionych do badania sprawozdań finansowych oraz o nadzorze publicznym (Ustawa o biegłych rewidentach), Dz.U. z 7 maja 2009, nr 77, poz. 649; Ustawa o rachunkowości, Dz.U. z 29 września 1994, nr 121, poz. 591; por. również: *Ład korporacyjny*, red. D. Dobija, I. Koładkiewicz, op.cit., s. 36–38.

<sup>37</sup> W publicznych spółkach akcyjnych przygotowywane są regulaminy pracy zarząd, regulamin rady nadzorczej, regulamin walnego zgromadzenia, a również regulamin komitetu audytu lub innych komitetów, o ile takie występują.

<sup>38</sup> K.A. Lis, H. Sterniczuk, op.cit., s. 106–121.

<sup>39</sup> Załącznik do Uchwały Nr 19/1307/2012 Rady GPW z dnia 21 listopada 2012: *Dobre praktyki spółek notowanych na GPW*, dostępne na stronie [www.corp-gov.gpw.pl](http://www.corp-gov.gpw.pl). Dalej w tekście jako: Dobre Praktyki.

<sup>40</sup> Ibidem, preambuła.

organów spółki i ich członków, a tym samym jest dokumentem, którego stosowanie ma charakter fakultatywny. Spółka giełdowa może podać w komunikacie bieżącym informację, że nie będzie stosować określonej praktyki ładu korporacyjnego ze względu np. na specyfikę branży, w której funkcjonuje. Nie istnieją żadne sankcje<sup>41</sup>, które przewidywałyby w sposób bezpośredni kary dla spółki, jednak w sposób pośredni można oczekiwać reakcji rynku kapitałowego. Samodzielne uchylanie dużej liczby zasad ładu korporacyjnego może prowadzić wśród akcjonariuszy, a także potencjalnych akcjonariuszy do przeświadczenia, że sposób działania spółki jest nietransparentny, a zaangażowanie się kapitałowe w spółkę obarczone jest większym ryzykiem, niż miałyby to miejsce w przypadku pełniejszego przestrzegania przez spółkę zasad ładu korporacyjnego. Np. w części noszącej tytuł: „Dobre praktyki stosowane przez członków rad nadzorczych”<sup>42</sup>, już na samym wstępie zaznaczone jest wyraźnie, że dotyczy ona kwestii, które nie są objęte przepisami prawa.

Na pozycję rady nadzorczej w spółce giełdowej wpływa również struktura akcjonariatu: od rozproszonej po silnie skoncentrowaną z dominującym akcjonariuszem (instytucjonalnym lub osobą fizyczną). Struktura własności ma – poza stanowionym prawem – najsilniejszy wpływ na charakter zarządzania spółką, na faktycznie powstające koszty agencji, a nawet na rentowność<sup>43</sup>. Tym samym struktura właścicielska będzie miała wpływ na faktyczną w danej spółce rolę rady nadzorczej.

Liczne badania<sup>44</sup> pokazują, iż struktura akcjonariatu w Polsce jest skoncentrowana i nie podlega procesowi rozproszenia. Skoncentrowana własność może przyczyniać się do poprawy kontroli działania menedżerów, obniżenia kosztów agencji i podniesienia rentowności<sup>45</sup>. Można więc postawić tezę, że właśnie procesy zmierzające do koncentracji własności są akceptowane, czy wręcz pożądane przez akcjonariuszy. Więksi akcjonariusze biorą na siebie ciężar nadzoru właścicielskiego, a mniejsi – wykorzystują efekt gapowicza<sup>46</sup> – czerpią również korzyści z oczekiwanego wzrostu wartości spółki czy wypłacanych dywidend.

---

<sup>41</sup> Nie istnieją żadne sankcje bezpośrednie związane z nieprzebrzeganiem przez spółkę zaleceń zamieszczonych w Dobrych praktykach, jednak spółka – zgodnie z Rozporządzeniem Ministra Finansów z 19 lutego 2009 (Dz.U. nr 33, poz 259) jest zobowiązana do zamieszczenia w raporcie rocznym informacji na temat nieprzebrzegania zaleceń ładu korporacyjnego.

<sup>42</sup> Załącznik *Dobre praktyki spółek notowanych na GPW*, op.cit., część III.

<sup>43</sup> M. Aluchna, op.cit., s. 42–53.

<sup>44</sup> Za: *Ład korporacyjny*, red. D. Dobija, I. Koładkiewicz, op.cit. s. 66–72.

<sup>45</sup> L.D. Brown, M.L. Caylor, *Corporate Governance and Firm Performance*, 2004, dostępne: <http://ssrn.com/abstract=586423> (dostęp 24.04.2013); M. Aluchna, op.cit., s. 42–53.

<sup>46</sup> M. Aluchna, op.cit., s. 70–79.

Rola rady nadzorczej będzie tym większa im bardziej rozdrobniony jest akcjonariat. Dominujący akcjonariusz ma tendencję do marginalizowania roli rady nadzorczej, gdyż najczęściej sam przejmuje zarządzanie spółką, szczególnie gdy dodatkowo jest członkiem zarządu lub rady nadzorczej. W takim układzie mniejsi akcjonariusze mogą być dyskryminowani, gdyż dominujący akcjonariusz może realizować własne cele<sup>47</sup>, będąc w stanie przegłosować każdą decyzję walnego zgromadzenia. Świadomość tego wśród członków zarządu i rady nadzorczej sprawia, że mają oni tendencję do wykonywania poleceń dominującego akcjonariusza. Wydawałoby się, że ten fakt powinien inspirować mniejszych akcjonariuszy do wzmocnienia rady nadzorczej i sprawowania nadzoru w imieniu całego akcjonariatu, okazuje się jednak, że często mała istotność mniejszościowych pakietów akcji nie uzasadnia zwiększonej aktywności. Łatwiejszą i szybszą reakcją na wyrażenie niezadowolenia (np. z jakości nadzoru korporacyjnego w spółce) jest spadek zainteresowania spółką i sprzedaż akcji, zwane „głosowaniem nogami”<sup>48</sup>. Powodować to może spadek notowań akcji, zmniejszenie kapitalizacji, a to prowadzić może nawet do poważniejszych konsekwencji, np. brak możliwości spełnienia kowenantów bankowych (z powodu obniżonej kapitalizacji spółki) i postawienie kredytów w stan natychmiastowej wymagalności, a co za tym idzie zachwiania płynności spółki czy nawet zagrożenia złożeniem wniosku o ogłoszenie upadłości. W ten sposób realizowany jest wpływ na kształt nadzoru korporacyjnego, w tym roli rady nadzorczej, kolejnego czynnika, jakim jest presja rynku kapitałowego<sup>49</sup>.

Pojęciem zbliżonym i jednocześnie kolejnym czynnikiem wpływającym na rolę rady nadzorczej jest presja społeczna, czy raczej łagodniej: społeczne uwarunkowania nadzoru korporacyjnego. Problem polega na tym, że pojęcie nadzoru czy ładu korporacyjnego jest stosunkowo młode i w świadomości społecznej, szczególnie w Polsce, słabo zakorzenione<sup>50</sup>. Trudno więc oczekiwać świadomego i ukierunkowanego wpływu czynników społecznych na *corporate governance*, a tym bardziej na radę nadzorczą. Dla ogółu społeczeństwa, a nawet dla organizacji społecznych rola rady nadzorczej w spółce giełdowej nie jest jasna. Nie ma jednak wątpliwości, że presja społeczna i wpływ organizacji o charakterze społecznym występują i wraz z rozwojem rynku kapitałowego w Polsce, wzrostem poziomu jego dojrzałości należy oczekiwać, że wpływ ten będzie coraz większy<sup>51</sup>.

<sup>47</sup> Ibidem, s. 80–82.

<sup>48</sup> *Europejskie prawo spółek...*, op.cit., s. 45.

<sup>49</sup> Ibidem, s. 30–35 i 52–53.

<sup>50</sup> K.A. Lis, H. Sterniczuk, op.cit., s. 53–85.

<sup>51</sup> Ibidem, s. 61; L. Bohdanowicz, *Profesjonalizm w funkcjonowaniu rad nadzorczych spółek akcyjnych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2009, s. 211–213.

Niezwykle duży wpływ na pozycję rady nadzorczej mają jej relacje z zarządem spółki. Kształt tych relacji wynika przepływu informacji od zarządu do rady, ale również zależy od przygotowania merytorycznego, w szczególności członków rady<sup>52</sup>. Zarządy wielu spółek giełdowych są radom nadzorczym i ich działalności bardzo niechętnie, nie widząc korzyści dla spółki<sup>53</sup>. Sytuacja w zakresie przygotowania członków rady nadzorczej do pełnionych funkcji ulega jednak stałej poprawie, co wynika m.in. z raportów największych firm audytorskich<sup>54</sup> oraz badań naukowych. Wynika z nich, że w Polsce członkowie rad nadzorczych mają – co zrozumiałe wobec stosunkowo krótkiej historii nadzoru korporacyjnego – coraz większe doświadczenie<sup>55</sup>, coraz lepsze przygotowanie, a także pojawia się wśród akcjonariuszy świadomość konieczności doboru właściwych kandydatów na członków rad nadzorczych. Nie ma wątpliwości, że występuje korelacja między profesjonalnym przygotowaniem członków rady a jej rolą i skutecznością. Bardzo obszernie i pod różnym kątem temat ten omawia Leszek Bohdanowicz<sup>56</sup>.

Wpływ na rolę rady nadzorczej poprzez relacje z zarządem ma też postawa etyczna i cechy osobowe członków rady<sup>57</sup>. Trudno nie zgodzić się, że takie cechy, jak uczciwość, pracowitość, rzetelność, a z drugiej strony asertywność, umiejętność prowadzenia dyskusji i trafnej argumentacji sprawiają, że dany członek rady nadzorczej będzie pożądanym kandydatem do realizacji zadań, jakie przed radą są stawiane.

Bardzo istotny wpływ na rolę i funkcjonowanie członków rad nadzorczych ma ich niezależność. W polskim systemie prawnym pojęcie niezależności członka rady jest definiowane niejasno, a ponadto w oparciu o przepisy o charakterze zaleceń<sup>58</sup>. W praktyce chodzi głównie o niezależność od zarządu i spółki. Dyskusje

---

<sup>52</sup> Przypadku niekompetentnego członka zarządu nie rozważamy, gdyż taka osoba powinna być, i w praktyce jest, odwoływana ze stanowiska. Zarząd natomiast nie ma żadnego wpływu na skład rady nadzorczej i ewentualna niekompetencja członków rady musi być w pewnym sensie akceptowana przez zarząd.

<sup>53</sup> W. Rozłucki, *Rada nadzorcza nie musi być gorsetem zarządu!*, Harvard Business Review Polska, maj 2005, nr 27, s. 50–58.

<sup>54</sup> PwC, *Komitety audytu w Polsce w roku 2011. Badanie spółek publicznych notowanych na GPW*, PricewaterhouseCoopers, Warszawa 2012; PwC, *Rady Nadzorcze 2013. Skuteczność rad nadzorczych w spółkach publicznych notowanych na GPW*, PricewaterhouseCoopers, Warszawa 2013; Deloitte, *Raport „Współczesna rada nadzorcza 2012”*. Praktyka ładu korporacyjnego w Polsce, Deloitte Advisory, Warszawa 2012.

<sup>55</sup> K.A. Lis, H. Sterniczuk, op.cit., s. 356–384.

<sup>56</sup> L. Bohdanowicz, op.cit.

<sup>57</sup> B. Tricker, op.cit., s. 390–397; L. Bohdanowicz, op.cit., s. 130–158; J.L. Colley Jr., J.L. Doyle, G.W. Logan, W. Stettinius, *Ład korporacyjny*, K.E. Liber, Warszawa 2005, s. 55–78.

<sup>58</sup> Zalecenie Komisji Wspólnot Europejskich, 2005/162/WE, z dnia 15 lutego 2005 r. *dotyczące roli dyrektorów niewykonawczych lub będących członkami rady nadzorczej spółek giełdowych i komisji rady*

wśród praktyków i przedstawicieli środowisk naukowych są żywe na ten temat. Coraz częściej mówi się o konieczności wprowadzenia bardzo wysokich kryteriów niezależności, nawet takich jak kryterium istotności przychodów członka rady nadzorczej z jednego źródła. Innymi słowy, jeżeli dochód osoby z tytułu członkostwa w radzie nadzorczej danej spółki stanowi istotny<sup>59</sup> odsetek jej dochodów, to osobę taką trudno będzie uznać za „niezależnego członka rady”. Z innej strony patrząc, członkowie rady nadzorczej reprezentują akcjonariuszy i są przez nich wybierani, delegowani do pewnych zadań. Jeżeli w taki sposób spojrzymy na rolę członka rady, to okaże się, że niezależność od akcjonariusza nie jest wcale pożądana. Inaczej wygląda to w sytuacji istnienia akcjonariusza dominującego: przedstawiciele desygnowani przez niego mogą być postrzegani – z punktu widzenia akcjonariuszy mniejszościowych – jako członkowie zależni i niereprezentujący interesów ogółu akcjonariatu. Członek rady nadzorczej nie jest jednak niczym pełnomocnikiem w sensie prawnym (swoją pracę wykonuje jako osoba fizyczna, osobiście), nie ma też możliwości udzielania mu w sensie formalnym jakichkolwiek instrukcji. Nie oznacza to jednak, że akcjonariusz nie może z członkiem rady omawiać spraw spółki, gdyż członek rady jest związany z akcjonariuszem swoistym mandatem<sup>60</sup>. Jak widać z tej krótkiej analizy, złożoność tej problematyki utrudnia ustalenie właściwego poziomu niezależności członka rady nadzorczej.

Na jakość pracy rady nadzorczej ma wpływ jakość dostarczanych do niej informacji. Informacje dostarczane są przede wszystkim przez zarząd i w tym przypadku mamy wspomniane wyżej zjawisko asymetrii informacji. Zarząd, będący przecież przedmiotem przez radę może mieć skłonność do ukrywania złych wiadomości, a ogólną sytuację spółki będzie starał się idealizować. Uzyskiwaniu informacji o wyższym stopniu obiektywizmu służy zamawianie różnego rodzaju raportów (na czele z obowiązkowym corocznym badaniem sprawozdań finansowych przez niezależnego audytora) od przedsiębiorstw zewnętrznych pomagających ocenić sytuację spółki<sup>61</sup>.

Na kształt nadzoru korporacyjnego mogą też mieć wpływ pracownicy spółki poprzez członkostwo w radzie nadzorczej przedstawicieli załogi. Rozwiązanie takie możliwe jest w wielu krajach Europy Zachodniej realizujących nadzór korporacyjny

---

(nadzorczej), Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej z 25 lutego 2005; Załącznik *Dobre praktyki spółek notowanych na GPW*, op.cit.

<sup>59</sup> Pojęcie istotności w tym przypadku trudno jest określić, opinie są różne wśród praktyków. Granica ta stawiana jest zwykle między 20 a 50% ogółu dochodów.

<sup>60</sup> K.A. Lis, H. Sterniczuk, op.cit., s. 116–118.

<sup>61</sup> S. Rudolf, T. Janusz, D. Stos, P. Urbanek, *Efektywny nadzór korporacyjny*, PWE, Warszawa 2002, s. 47–96.



w modelu dwupoziomowym, np. Niemcy, Holandia, kraje skandynawskie, a także w Polsce w spółkach z udziałem Skarbu Państwa lub jego agencji (np. Agencji Rozwoju Przemysłu). W Polsce dwie piąte składu rady nadzorczej w takich spółkach są osobami wybranymi przez pracowników. Pozostałe, o ile rozkład akcjonariatu na to pozwala, mogą być przedstawicielami Skarbu Państwa. Kandydaci tacy powinni być odpowiednio przygotowani, mieć zdany egzamin i znajdować się w bazie kandydatów prowadzonej przez Biuro Ministra Skarbu Państwa<sup>62</sup>. Zasada ta nie dotyczy członków załogi, co nierzadko sprawia, że są oni słabo przygotowani do pełnienia funkcji członka rady nadzorczej<sup>63</sup> i najczęściej po prostu reprezentując załogę, dbają o jej interesy, a ciężar sprawowania faktycznego nadzoru korporacyjnego spada na pozostałą część rady, to sprawia, że faktycznie rada jest niejako mniej liczna, co zmniejsza jej siłę.

Na funkcjonowanie rady nadzorczej mają wpływ powiązania wewnątrz rady między jej członkami<sup>64</sup>. Nie ma do końca jednoznacznych wskazań jak te powiązania powinny wyglądać, jaki ich układ jest optymalny. Jeżeli członkowie rady są bliskimi znajomymi, to istnieje zagrożenie niemerytorycznego wspierania się „kolegów”, a także koncentracji zarządzania wokół wąskiej grupy osób. Z drugiej strony inne badania pokazują, że przyjazna wewnętrznie rada nadzorcza pracuje efektywniej, dyskusja na wszystkie istotne tematy jest bardziej otwarta i pełniejsza, co wpływa pozytywnie na jakość nadzoru korporacyjnego.

Na pozycję rady nadzorczej wpływ ma również branża, w której dana spółka funkcjonuje. Banki i inne instytucje finansowe działają w tej części gospodarki, która opisana jest dużo większą liczbą przepisów niż np. przedsiębiorstwa produkcyjne. Poszczególne branże mają natomiast pewne uwarunkowania specyficzne dla danej dziedziny i rady nadzorcze muszą je brać pod uwagę<sup>65</sup>.

Na rysunku pokazano czynniki wpływające na funkcjonowanie rady nadzorczej.

---

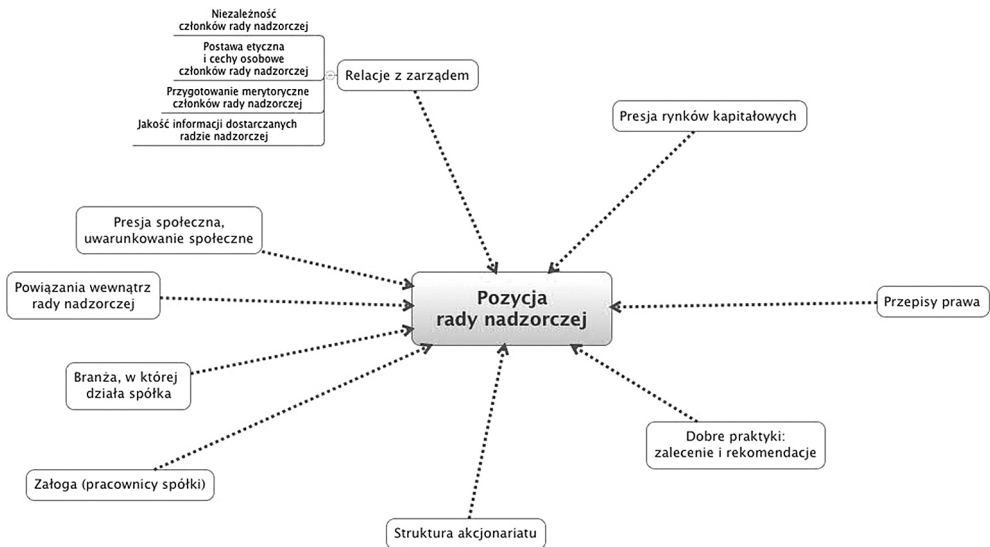
<sup>62</sup> I. Postula, *Nadzór korporacyjny w spółkach Skarbu Państwa*, Wolters Kluwer, Warszawa 2013, s. 160–163.

<sup>63</sup> K.A. Lis, H. Sterniczuk, op.cit., s. 363–365.

<sup>64</sup> M. Aluchna, op.cit., s. 116–117.

<sup>65</sup> L. Bohdanowicz, op.cit., s. 171–178.

Rysunek 1. Czynniki wpływające na funkcjonowanie rady nadzorczej



Źródło: opracowanie własne.

## 4. Studium przypadków

Poniżej przedstawiono tabelę, w której omówiono kilka przypadków układu sił działających wokół rady nadzorczej w czterech spółkach giełdowych. Nazwy tych spółek zostały pominięte, jako że nie było zgody na ich publikację. Są to spółki giełdowe notowane na GPW, trzy z głównego parkietu, a jedna notowana na rynku równoległym NewConnect. Spółki działają w branży budowy maszyn lub w budownictwie przemysłowym.

Badanie poniższe ma charakter pilotażowy. Pełne badanie będzie przygotowywane na podstawie poniższych wyników i dalszych studiów, a jego przeprowadzenie planowane jest na przełom lat 2013 i 2014. Aktualne badanie pilotażowe przeprowadzono w okresie od listopada 2012 r. do kwietnia 2013 r. metodą wywiadów indywidualnych. Łącznie przeprowadzono 12 wywiadów z wybranymi członkami rad nadzorczych oraz zarządów wspomnianych spółek. Ponadto wykorzystano informacje pochodzące z serwisów internetowych spółek. Dane te zostały pobrane na przełomie marca i kwietnia 2013 r.

Tabela 2. Analiza pozycji rady nadzorczej w wybranych spółkach giełdowych

	Obrót roczny	Charakterystyka akcjonariatu	Skład rady nadzorczej	Faktyczna pozycja rady nadzorczej względem akcjonariuszy	Faktyczna rola rady nadzorczej względem zarządu
Spółka A	2000 mln PLN	Akcjonariusz dominujący, większościowy, osoba prywatna, będąca członkiem rady nadzorczej; obecne dwa fundusze inwestycyjne; reszta akcji w rozproszeniu	Rada o dość dużej liczebności (powyżej minimalnej możliwej) o szerokiej łącznej sumie kompetencji (od branżowej, poprzez marketing, finanse po relacje inwestorskie); są dwaj członkowie niezależni od akcjonariusza dominującego	Względem akcjonariusza dominującego rada pełni funkcję doradczą, stanowcze dyskuje pomiędzy członkami i rady są częste, rada bardzo merytoryczna, dobrze przygotowana, niezapominająca o mniejszych akcjonariuszach, obecność dominującego akcjonariusza w radzie odciska duże piętno na stylu jej pracy (doradcza rola rady)	Ze względu na obecność w radzie akcjonariusza dominującego oraz wysokie kompetencje członków rady zarząd ma duży respekt wobec rady, wszelkie wnioski zarządu są wnikliwie analizowane, rozmowy stanowcze, merytoryczne, aczkolwiek wysoki stopień zażyłości między zarządem a członkami rady prowadzi do upraszczania niektórych procedur czy wręcz bagatelizowania ich znaczenia
Spółka B	800 mln PLN	Akcjonariusz dominujący, ale nie większościowy, osoba prywatna będąca członkiem rady nadzorczej; obecny jeden fundusz inwestycyjny oraz istotny mniejszy akcjonariusz; reszta akcji w rozproszeniu	Rada o minimalnym możliwym składzie, o doświadczeniu menedżerskim, w składzie jest dwóch członków niezależnych od akcjonariusza dominującego	Akcjonariusz dominujący, ze względu na członkostwo w radzie nadzorczej ma lepsze rozeznanie w sprawach spółki niż pozostali akcjonariusze, rada służy głosem doradczym, ale nie ma faktycznie wielkiego wpływu na podejmowane decyzje, praktycznie decyduje akcjonariusz dominujący (doradcza rola rady)	Zarząd wskazywany przez akcjonariusza dominującego, formalnie wybrany przez radę. Dzięki wysokim kompetencjom rady, rada wypracowała sobie dobrą pozycję w zakresie pozyskiwania informacji istotnych dla opiniowania czy podejmowania decyzji

	Obrót roczny	Charakterystyka akcjonariatu	Skład rady nadzorczej	Faktyczna pozycja rady nadzorczej względem akcjonariuszy	Faktyczna rola rady nadzorczej względem zarządu
Spółka C	100 mln PLN	Akcjonariusz dominujący, większościowy, instytucjonalny, dwaj niezależni od siebie akcjonariusze mniejszościowi (osoby prywatne) każdy powyżej 5% akcji; reszta akcji w rozproszeniu	Członkowie rady reprezentujący akcjonariusza dominującego w przewadze, akcjonariusze mniejszościowi po jednym przedstawicielu. Rada dość liczna – jedna osoba powyżej minimum	Akcjonariusz instytucjonalny dominuje w realizacji polityki spółki i dominuje w radzie nadzorczej poprzez swoich przedstawicieli. Praktycznie on podejmuje wszystkie istotne decyzje, rada ma małe znaczenie opiniotwórcze (komunikacyjna rola rady)	Relacje z zarządem dobre, bardzo formalne, profesjonalne, aczkolwiek niewiele z tych relacji wynika, ze względu na dominację akcjonariusza instytucjonalnego
Spółka D	30 mln PLN	Akcjonariusz dominujący (nie będący członkiem organów spółki); drugi istotny akcjonariusz mniejszościowy; reszta akcji w rozproszeniu	Rada w minimalnym możliwym składzie reprezentująca akcjonariusza dominującego (4/5) oraz mniejszościowego (1/5). Brak niezależnych członków.	Rada kontaktuje się z dominującym akcjonariuszem (i ewentualnie z innymi akcjonariuszami) poza formalnymi obradami, natomiast sama ma dużą swobodę w zakresie tworzenia swojego stylu pracy, ma dużą niezależność, dobrze współpracuje z zarządem (rada o charakterze właścicielskim)	O ile rada w przewadze obsadzona jest przez akcjonariusza dominującego, o tyle zarząd prowadzony jest przez akcjonariusza mniejszościowego. Wydaje się to ciekawym rozwiązaniem dla dwóch głównych akcjonariuszy, kontrolujących się nawzajem, ale mniejszych na pewno spycha na dalszy plan. Wspólne obrady zarządu i rady nadzorczej przyniosą na myśl obrady rady dyrektorów w systemie jednopozycyjnym

Źródło: opracowanie własne, raporty roczne spółek.

Widać, że pozycja rady nadzorczej w obserwowanych spółkach nie jest taka sama, aczkolwiek wykazuje pewne podobieństwa. Wynikać to będzie z jeszcze jednego – ogólnego – czynnika kształtującego pozycję rady nadzorczej, a mianowicie dojrzałości rynku kapitałowego. Jest to jednak czynnik, który w ramach jednego kraju, jednego rynku, nie różnicuje warunków dla poszczególnych spółek, dlatego też nie był uwzględniany we wcześniejszych teoretycznych rozważaniach. Oczekiwać jednak należy, że wraz z rozwojem rynku kapitałowego w Polsce, który niezawodnie nastąpi, pozycja rady nadzorczej będzie się zmieniać.

W większości analizowanych przypadków widać wyraźnie, że obecność dominującego akcjonariusza w radzie nadzorczej sprawia, że staje się on czymś w rodzaju „super-prezesa” i bierze na siebie ciężar prowadzenia spraw spółki, chociaż odbywa to się – z punktu widzenia kodeksu spółek handlowych – w sposób nieformalny. Zarząd ponosi formalną odpowiedzialność za operacyjną działalność spółki, jednak konsultuje – często poza obradami całej rady nadzorczej – kluczowe decyzje z akcjonariuszem dominującym. Sprawia to osłabienie pozycji pozostałych członków rady, a nawet słabszy dostęp do informacji. Od postawy akcjonariusza dominującego zależeć będzie w tym przypadku rola całej rady nadzorczej. W badanych spółkach A i B akcjonariusz dominujący w różnym stylu, ale korzysta z wiedzy członków rady, traktując ich jako gremium doradcze.

W przypadku dominacji akcjonariusza instytucjonalnego (spółka C) rola rady nadzorczej wyraźnie ulega osłabieniu względem sytuacji w spółkach A i B. Instytucja mająca udziały w spółce posiada w swoich zasobach kadrowych wysokiej klasy analityków, doświadczonych menedżerów, którzy podejmują wszystkie istotne i postawione przed radą nadzorczą decyzje. Nawet przedstawiciele akcjonariusza instytucjonalnego w radzie nie mają dużej swobody, działając wyłącznie w granicach udzielonych im instrukcji. Ponieważ w sensie liczby głosów przeważają w radzie, są w stanie przegłosować każdą decyzję. Rolę rady w tym przypadku można by określić jako zapewniającą komunikację pomiędzy spółką (zarządem) a akcjonariuszami.

W spółce D zaobserwowano ciekawą sytuację pozostawienia przez akcjonariusza dominującego dużej swobody radzie nadzorczej, przy obecności w zarządzie drugiego pod względem liczby akcji akcjonariusza. Dzięki temu, że relacje między tymi dwoma akcjonariuszami są bardzo dobre, kluczowe decyzje podejmowane są wspólnie na dość częstych posiedzeniach rady nadzorczej i zarządu. Rada praktycznie reprezentuje akcjonariusza dominującego i kieruje się w realizowanej polityce jego interesem, ale – jak wspomniano – z dużym zakresem swobody. Rola rady nadzorczej w tym układzie polega na realizacji idei nadzoru właścicielskiego. Spotkania rady i zarządu są bardzo ciekawe, bardzo merytoryczne, są niejako spotkaniami właścicieli. Pewnym problemem jest brak członków niezależnych w radzie

nadzorczej, a tym samym brak dostępu spółki do niezależnych opinii czy pomysłów. Spółka w sensie nadzorczym jest w rękach zamkniętego kręgu osób, co w krótkim okresie jest korzystne (dobra znajomość spółki przez wszystkich członków rady), ale w długim okresie budzi obawę o otwartość na nowe idee i dalszy rozwój spółki.

## 5. Podsumowanie

Pozycja rady nadzorczej w polskim systemie *corporate governance* może być badana z wielu perspektyw, ale przede wszystkim podlega ciągłym zmianom. Ponadto w skali świata systemy nadzoru korporacyjnego ulegają harmonizacji. W sytuacji jaka panuje w Polsce, a mianowicie dużej koncentracji kapitału, największy wpływ na funkcjonowanie nadzoru korporacyjnego, a w tym rad nadzorczych, mają – obok przepisów prawa – akcjonariusze dominujący. Fakt ten trudno jest ocenić jednoznacznie jako korzystny, ale też trudno poddać zdecydowanej krytyce. Z pewnością wymaga to dalszych badań.

## Bibliografia

1. Kodeks cywilny (KC), Dz.U. z 23 kwietnia 1964, nr 16, poz. 93.
2. Kodeks Spółek Handlowych (KSH), Dz.U. z 15 września 2000, nr 94, poz. 1037.
3. Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 lutego 2009 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim, Dz.U. z 28 lutego, nr 33, poz. 259.
4. Ustawa o biegłych rewidentach i ich samorządzie, podmiotach uprawnionych do badania sprawozdań finansowych oraz o nadzorze publicznym (Ustawa o biegłych rewidentach), Dz.U. z 7 maja 2009, nr 77, poz. 649.
5. Ustawa o rachunkowości, Dz.U. z 29 września 1994, nr 121, poz. 591.
6. Zalecenie Komisji Wspólnot Europejskich, 2005/162/WE, z dnia 15 lutego 2005 r. dotyczące roli dyrektorów niewykonawczych lub będących członkami rady nadzorczej spółek giełdowych i komisji rady (nadzorczej), Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej z 25 lutego 2005.
7. Załącznik do Uchwały Nr 19/1307/2012 Rady GPW z dnia 21 listopada 2012: *Dobre praktyki spółek notowanych na GPW*, dostępne na stronie [www.corp-gov.gpw.pl](http://www.corp-gov.gpw.pl)
8. Aluchna M., *Mechanizmy corporate governance w spółkach giełdowych*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2007.

9. Bohdanowicz L., *Profesjonalizm w funkcjonowaniu rad nadzorczych spółek akcyjnych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2009.
10. Brown L.D., Caylor M.L., *Corporate Governance and Firm Performance*, 2004, dostępne: 23.04.2013, dostępne: <http://ssrn.com/abstract=586423>
11. Le Cannu P., *Droit des sociétés*, wyd. 2, Monchrestien, Paryż 2002.
12. Colley J.L., Jr., Doyle J.L., Logan G.W., Stettinius W., *Ład korporacyjny*, K.E. Liber, Warszawa 2005.
13. Deloitte, *Raport „Współczesna rada nadzorcza 2012”*. Praktyka ładu korporacyjnego w Polsce, Deloitte Advisory, Warszawa 2012.
14. *Europejskie prawo spółek. Tom III. Corporate governance*, red. Cejmer M., Napierała J., Sójka T., Wolters Kluwer, Kraków 2006.
15. Garbicz M., Staniek Z., *Mikroekonomia. Problemy zawodności rynku*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Menedżerskiej w Warszawie, Warszawa 2010.
16. Hopt K.J., Leyens P.C., *Board Models in Europe. Recent Developments of Internal Corporate Governance Structures in Germany, the United Kingdom, France, and Italy*, w: *The Verenigde Oostindische Compagnie 1602–400 Years of Company Law*, red. L. Timmermann, Kluwer Law International, Haga 2004.
17. Jeżak J., *Ład korporacyjny. Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju*, C.H. Beck, Warszawa 2012.
18. Kuska-Żak I., Żak M., *Odpowiedzialność zarządców we francuskich spółkach kapitałowych*, „Problemy Współczesnego Prawa Międzynarodowego, Europejskiego i Porównawczego” Instytut Europeistyki Uniwersytetu Jagiellońskiego, Kraków 2008, vol. VI.
19. Labégorre F., *Le modèle de corporate governance: principes et portée en France*, „Finance & Bien Commun” 2010/1, no. 36.
20. Lamèthe D., *L'approche française du „Gouvernement d'entreprise”*, „Revue internationale de droit comparé” październik – grudzień 1999, vol. 51, no. 4 (biuletyn Ministerstwa Szkolnictwa Wyższego i Badań Republiki Francuskiej).
21. Lis K.A., Sterniczuk H., *Nadzór korporacyjny*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2005.
22. *Ład korporacyjny*, red. D. Dobija, I. Kołodkiewicz, Wolters Kluwer, Warszawa 2011.
23. Mesjasz C., *Ład (nadzór) korporacyjny. Geneza, definicje i podstawowe problemy*, w: K. Oplustil, *Instrumenty nadzoru korporacyjnego (corporate governance) w spółce akcyjnej*, C.H. Beck, Warszawa 2010.
24. Oplustil K., *Instrumenty nadzoru korporacyjnego (corporate governance) w spółce akcyjnej*, C.H. Beck, Warszawa 2010.
25. Palepu K.G., Healy P.M., *The Fall of Enron*, Harvard Negotiation, Organizations and Markets Research Paper No. 03–38, Cambridge (USA), 2003.
26. Postula I., *Nadzór korporacyjny w spółkach Skarbu Państwa*, Wolters Kluwer, Warszawa 2013.

27. PwC, *Komitety audytu w Polsce w roku 2011. Badanie spółek publicznych notowanych na GPW*, PricewaterhouseCoopers, Warszawa 2012.
28. PwC, *Rady Nadzorcze 2013. Skuteczność rad nadzorczych w spółkach publicznych notowanych na GPW*, PricewaterhouseCoopers, Warszawa 2013.
29. Raynal S., *Gouvernance et développement durable*, „La Revue des Sciences de Gestion” 2009, nr 239–240.
30. Rozłucki W., *Rada nadzorcza nie musi być gorsetem zarządu!*, „Harvard Business Review Polska” maj 2005, nr 27.
31. Rudolf S., Janusz T., Stos D., Urbanek P., *Efektywny nadzór korporacyjny*, PWE, Warszawa 2002.
32. Tricker B., *Corporate Governance. Principles, Policies and Practices*, Oxford University Press, Oxford 2012.
33. Zalega K., *Systemy corporate governance a efektywność zarządzania spółką kapitałową*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2003.
34. *Zarządzanie japońskie. Ciągłość i zmiana*, red. M. Aluchna, P. Płoszajski, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2008.



*Przemysław Pater*

Kolegium Zarządzania i Finansów

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

# Konglomerat marek luksusowych w czasach kryzysu. Analiza działań grupy LVMH Moet Hennessey Louis Vuitton w latach 2007–2010

## 1. Wprowadzenie

LVMH Moet Hennessey Louis Vuitton (LVMH) jest jednym z największych graczy na rynku dóbr luksusowych. Jego przychody w roku 2012 wyniosły 28 103 mln EUR. Posiada w swoim portfelu ponad czterdzieści marek z branż: moda i akcesoria, perfumy, kosmetyki, alkohole, biżuteria i zegarki, sieci sprzedaży. Przez ponad dwadzieścia lat koncern przejmował i rewitalizował marki luksusowe, wyznaczając tym samym paradygmat działania dla konkurentów (m.in. dla grupy PPR, w skład której wchodzi marka Gucci).

Inteligentna restrukturyzacja przejmowanych firm/marek, w której prominentną rolę odgrywały działania marketingowe, pozwoliła grupie utrzymywać dynamikę wzrostu. Jednak szczególnie trudnym testem siły marek okazał się globalny kryzys, który rozpoczął się w roku 2007 i którego reperkusje są nadal odczuwalne (m.in. debata o kondycji euro i dyscyplinie finansowej krajów członkowskich UE).

W niniejszym artykule autor przedstawi i skomentuje wyniki konglomeratu LVMH w trudnych dla światowej gospodarki latach 2007–2010, referencyjnie zostaną również przedstawione wyniki grupy za lata 2011 i 2012.

Kryzys finansowy zapoczątkowany w roku 2007 spowodowany został przez pożyczki hipoteczne udzielane w warunkach wysokiego ryzyka i zaatakował najpierw amerykańskie instytucje finansowe (symbolem tych kłopotów był upadek banku inwestycyjnego Lehman Brothers we wrześniu 2008 r.), a następnie znalazł swoje odzwierciedlenie w braku zaufania inwestorów po drugiej stronie Atlantyku.

Emanacją ich nastrojów był poziom indeksów na najważniejszych giełdach świata. Na poniższych wykresach przedstawione są poziomy dwóch indeksów giełdowych: amerykańskiego Dow Jones oraz francuskiego CAC 40 (w jego skład wchodzi grupa LVMH).

**Wykres 1. Poziom indeksu Dow Jones od stycznia 2004 r. do grudnia 2012 r.**



Źródło: [www.tradingeconomics.com](http://www.tradingeconomics.com)

**Wykres 2. Poziom indeksu CAC 40 od stycznia 2004 r. do grudnia 2012 r.**



Źródło: [www.tradingeconomics.com](http://www.tradingeconomics.com)

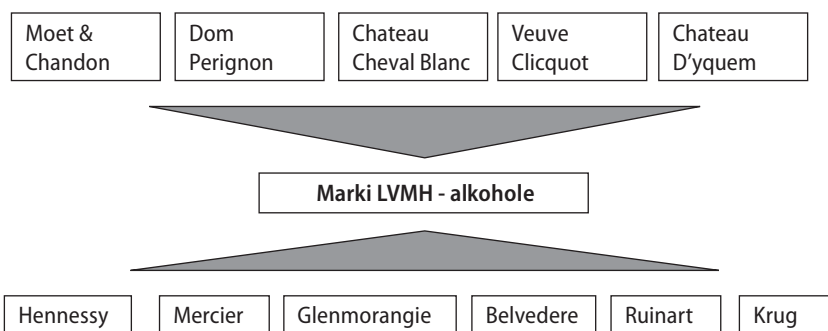
Patrząc na fluktuację indeksów w okresie 2007–2010, widzimy symetrię pomiędzy rynkiem amerykańskim a europejskim – najcięższe dla obu regionów były lata 2008 i 2009. Warto przy tym pamiętać, że dla Europy rok 2010 to również czas rozpoczęcia pomocy finansowej dla Grecji i Irlandii oraz obaw dotyczących kondycji

gospodarek Hiszpanii i Portugalii. Strefa euro, podobnie jak cała Unia Europejska, stoi przed wyzwaniami związanymi z utrzymaniem równowagi budżetowej oraz kondycji wspólnej waluty. Tak więc w kontekście Europy oprócz słowa „kryzys” będzie uprawnione sformułowanie „nowa rzeczywistość ekonomiczna”, przy czym „nowa” niekoniecznie oznacza „lepsza”. Nie zmienia to faktu, że Europa była i jest ojczyzną największych marek luksusowych. LVMH umiejętnie operuje zarówno na rynkach macierzystych (Francja, Europa), jak również stara się być w awangardzie graczy obecnych w Państwach Środka i Europy Środkowo-Wschodniej. O skali operacji LVMH dużo może nam powiedzieć lista marek, którymi operuje koncern.

Aktualne portfolio marek należących do grupy LVMH prezentują rysunki 1–5 (opracowanie własne).

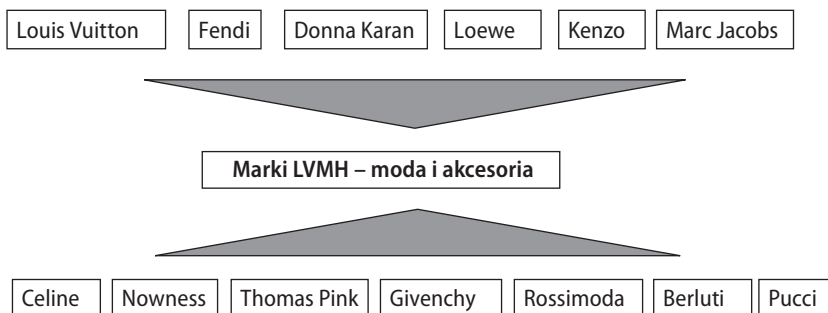
Marki pogrupowane zostały w pięciu kategoriach: alkohole, moda i akcesoria, perfumy i kosmetyki, zegarki i biżuteria oraz sieci sprzedaży detalicznej.

### Rysunek 1. Portfolio marek alkoholowych

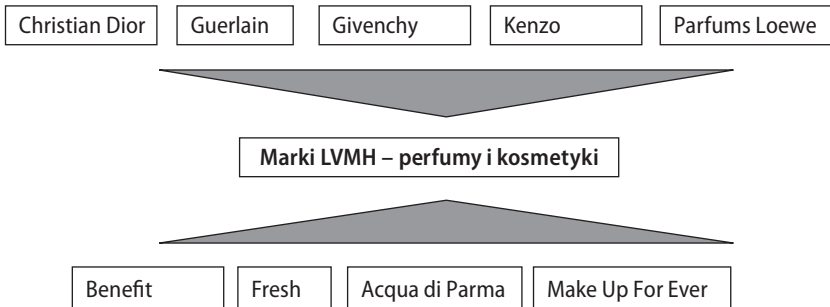


Źródło: opracowanie własne.

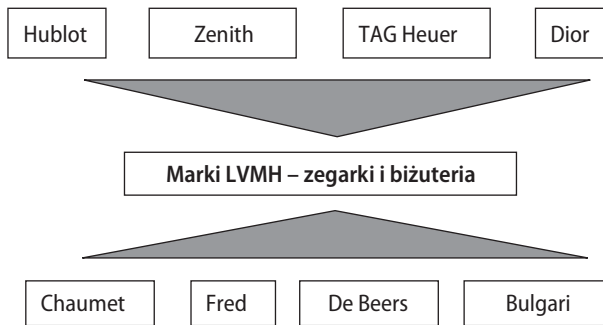
### Rysunek 2. Portfolio marek modowych



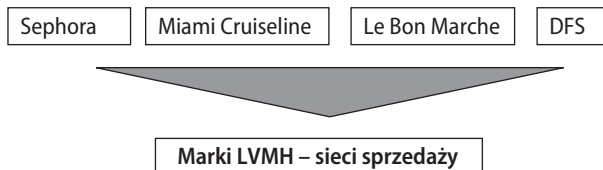
Źródło: opracowanie własne.

**Rysunek 3. Portfolio marek perfumeryjnych i kosmetycznych**

Źródło: opracowanie własne.

**Rysunek 4. Portfolio marek zegarmistrzowskich i biżuteryjnych**

Źródło: opracowanie własne.

**Rysunek 5. Portfolio sieci sprzedaży detalicznej**

Źródło: opracowanie własne.

Dysponując ponad czterdziestoma markami, LVMH jest liderem na rynku dóbr luksusowych w zajmowanych przez siebie sektorach. Diagnozując przyczyny sukcesu LVM, warto zaznaczyć, że w kontekście *stricte* produktowym, koncern operuje na różnych rynkach, jednak adresatami jego dóbr są w większości osoby o wysokim

statusie majątkowym, stąd też wiedza o zachowaniach konsumenckich oraz siła marek pozwalająca na firmowanie nimi różnych produktów (np. Dior – moda, Dior – perfumy, Dior – zegarki) zwiększająca efektywność działań konglomeratu.

W przypadku LVMH możemy mówić o dywersyfikacji pokrewnej dla następujących branż: moda i wyroby skórzane, perfumy i kosmetyki, sieci sprzedaży oraz zegarki i biżuteria.

W wymienionych wyżej przypadkach koncern wykorzystuje synergii marketingową (marka oraz wspólna grupa docelowa) i handlową (sieci sprzedaży dystrybuujące kosmetyki wielu marek należących do LVMH – np. Sephora oraz butik firmowe sprzedające pełną ofertę danej marki np. Louis Vuitton, Fendi, Donna Karan).

Skalkulowany według powyższej metodologii wskaźnik pokrewieństwa dla lat 2007–2010 przedstawia się następująco:

RR (2007) = 82%, RR (2008) = 75%, RR (2009) = 81%, RR (2010) = 82%

LVMH jest więc przedsiębiorstwem zdywersyfikowanym pokrewnie.

Czy jednak przyjęta metoda rozwoju okazała się skuteczna w konfrontacji z globalnym kryzysem? Aby odpowiedzieć na to pytanie, warto przeanalizować kluczowe działania konglomeratu LVMH w latach 2007–2010.

## 2. Operacje grupy LVMH w latach 2007–2010

Rok 2007 to okres mocnej rewitalizacji marki Fendi – pokaz mody zorganizowany na Chińskim Murze (!) był mocnym sygnałem dla klientów i inwestorów – w portfolio grupy pojawiła się kolejna wyrazista marka. W tym samym roku Fendi otworzyło 25 nowych sklepów, inaugurując swoją obecność w Hiszpanii, Turcji, Szwajcarii i Bahrajnie. Łącznie, na koniec roku liczba sklepów tej marki to 160 obiektów. Marka Louis Vuitton w roku 2007 zaprezentowała nową kampanię reklamową, w której udział wzięli: Catherine Deneuve, Michał Gorbaczow, Steffi Graf i Andre Agassi. Otwarto także 22 nowe sklepy, rozbudowując tym samym sieć sprzedaży do 390 obiektów. Motywem przewodnim kampanii były podróże – dzięki czemu marka mocno nawiązała do swoich korzeni. Podjęte aktywności dały Louis Vuitton stabilny wzrost w Europie i USA oraz znaczną poprawę wyników w Chinach i Korei Południowej. Z kolei dla Moët&Chandon był to rok znacznego wzrostu przychodów w Rosji, Europie Centralnej, Chinach oraz Indiach. Druga ważna marka alkoholowa koncernu – Hennessy – umocniła prowadzenie w swojej kategorii w Stanach Zjednoczonych i Chinach. Także w Chinach otwarto pierwszy sklep perfumeryjny marki Givenchy. Flagowa marka zegarmistrzowska – Tag Heuer – również prowadziła ekspansywne działania marketigowe. Otworzyła bowiem

nowe sklepy w Hong Kongu, Chinach, Wietnamie, Malezji, Singapurze, Bahrajnie i RPA. Do grona ambasadorów Tag Heuer zaproszono m.in. Marię Sharapową, Umę Thurman, Brada Pitta oraz przyszłego mistrza Formuły 1 – Lewisa Hamiltona. W efekcie marka ta zanotowała kolejny rekordowy rok.

Rok 2008 to okres mocnego uderzenia fali kryzysu i testu sprawności podmiotów gospodarczych. Czy w związku z tym LVMH zareagowało pasywnie? Zdecydowanie nie. Koncern zintensyfikował działania zmierzające do wzrostu reputacji swoich marek. Marka Louis Vuitton nawiązała współpracę z artystami – Richardem Princem i Takashi Murakamim, którzy zaprojektowali autorskie linie akcesoriów skórzanych. Rok 2008 to także wzrost prominentności rynku chińskiego – największego dla marki Hennessy i drugiego co do wielkości dla Louis Vuitton. Otwarty w tym samym roku nowy sklep Louis Vuitton w Hong Kongu stał się drugim, co do wielkości, po paryskim. Marka weszła także na rynki w Finlandii, Rumunii, Katarze i Bahrajnie. Efektem powyższych działań był rekordowo dobry rok, bezprecedensowy jeśli uwzględnimy globalne realia makroekonomiczne. Wśród ambasadorów marki pojawili się Keith Richhards, Sofia Coppola, Francis Ford Coppola oraz Sean Connery. Z kolei do marek Celine i Pucci zatrudniono nowych dyrektorów kreatywnych – Phoebe Philo i Petera Dundasa.

Na rynek perfum koncern wprowadził nowe produkty (Dior Homme Sport, Guerlain Homme, Play de Givenchy). Pozostałymi działaniami na innych polach było m.in. przejście przez LVMH firmy Hublot Genewa (zegarki) i otwarcie butików tej marki w Genewie, Szanghaju i Kuala Lumpur.

Głównymi założeniami grupy na rok 2009 była obrona pozycji na rynkach dojrzałych oraz silna ekspansja na rynkach wschodzących. Marka Moët&Chandon umocniła swoją pozycję na rynku alkoholowym poprzez partnerstwo ze spektakularnymi wydarzeniami artystycznymi (Oskary, Złote Globy) oraz kampanię reklamową z udziałem Scarlett Johansson. Z kolei marka Hennessy utrzymała pozycję lidera na rynku koniaków, w czym bardzo pomogła sprzedaż na rynku chińskim (ponownie najważniejszym dla Hennessy). Jednym z najbardziej spektakularnych działań była premiera Hennessy VS 44, celebrowana wyborem Baracka Obamy na 44. Prezydenta Stanów Zjednoczonych. W sektorze modowym marka Louis Vuitton otworzyła kolejne sklepy w Hong Kongu, Makao, Singapurze, Las Vegas, Seulu, Jekaterynburgu i Ułan Bator. Ponadto marka ta zorganizowała w Hong Kongu wystawę zatytułowaną „Louis Vuitton – pasja kreowania”. Nową ambasadorką LV została Madonna, co podkreśliło globalną pozycję Louis Vuitton. Chcąc skupić największe gwiazdy show biznesu do reklamy perfum Givenchy Play zaproszono Justina Timberlake’a, a zapach J’adore Dior reklamowała laureatka Oscara – Charlize Theron. Rok 2009 oznaczał również 40. rocznicę legendarnego zegarka Tag Heuer Monaco.

Z tej okazji dzięki możliwościom współczesnej techniki w jednym filmie wystąpili: Steve McQueen i Lewis Hamilton. Kolejnym ambasadorem Tag Heuer'a został również Leonardo DiCaprio, marka otworzyła także nowe sklepy na kluczowych dla siebie rynkach: Tokio, Osaka, Pekin, Szanghaj, Singapur, Seul, Sofia, Moskwa, Jekaterynburg i Abu Dhabi.

W roku 2010 koncern wprowadził na rynek szampan Moet Ice Imperial. Marka Hennessy umocniła swoją pozycję na tradycyjnych rynkach europejskich (Irlandia, Niemcy, Rosja i Wielka Brytania) jednak to Azja, trzeci raz z rzędu, zagwarantowała jej wzrost (w Chinach był on dwucyfrowy). Marka Louis Vuitton otworzyła nowy sklep w Londynie – budynek został zaprojektowany jak mieszkanie kolekcjonera sztuki, ponadto zaprezentowała kolekcję biżuterii składającą się z 80 elementów. Na płaszczyźnie działań charytatywnych Louis Vuitton nawiązał współpracę z Ali Hewson i Bono, przekazując im całość zysków z modelu Keepall. Ponadto otworzyła nowy sklep w Szanghaju i była partnerem World Expo. Akcentem wieńczącym rok była wystawa poświęcona Louis Vuitton, zorganizowana w Carnavalet Museum, w Paryżu. W sektorze perfumeryjnym koncern stworzył w swoich strukturach sekcję LVMH Fragrance Brands, integrującą działania dystrybucyjne marek Givenchy, Kenzo, Pucci, Fendi przy jednoczesnej ochronie tożsamości każdej z wymienionych marek. W roku 2010 swoje 150. urodziny obchodziła marka Tag Heuer – uczciła je cyklem wystaw organizowanych na całym świecie oraz otwarciem 20 nowych sklepów m.in. w Chinach, Japonii, Rosji i Paryżu. Jak ważnym rynkiem jest Azja świadczył chociażby fakt zaproszenia do grona ambasadorów Chen Dao Minga – gwiazdy chińskiego kina.

Spójrzmy teraz na rezultaty działań LVMH – poniżej przedstawiona została struktura przychodów i zysków na przestrzeni lat 2007–2010. Analizy dokonano w oparciu o dane z raportów rocznych publikowanych przez LVMH.

**Tabela 1. Struktura przychodów grupy LVMH w latach 2007–2010 (mln EUR)**

	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Alkohole	4 137	3 524	3 261	2 740	3 126	3 226
Moda i akcesoria	9 926	8 712	7 581	6 302	6 010	5 628
Perfумы i kosmetyki	3 613	3 195	3 076	2 741	2 868	2 731
Zegarki i biżuteria	2 836	1 949	985	764	879	833
Sieci sprzedaży	7 879	6 436	5 378	4 533	4 376	4 164
Inne działania i potrącenia	(288)	(157)	39	(27)	(66)	(101)
<b>RAZEM</b>	<b>28 103</b>	<b>23 659</b>	<b>20 320</b>	<b>17 053</b>	<b>17 193</b>	<b>16 481</b>

Źródło: opracowanie własne.

**Tabela 2. Struktura zysków grupy LVMH 2007–2010 (mln EUR)**

	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Alkohole	1 260	1 101	930	760	1 060	1 058
Moda i akcesoria	3 264	3 075	2 555	1 986	1 927	1 829
Perfumy i kosmetyki	408	348	332	291	290	256
Zegarki i biżuteria	334	265	128	63	118	141
Sieci sprzedaży	854	716	536	388	388	426
Inne działania i potrącenia	(199)	(242)	(160)	(136)	(155)	(155)
<b>RAZEM</b>	<b>5 921</b>	<b>5 263</b>	<b>4 321</b>	<b>3 352</b>	<b>3 628</b>	<b>3 555</b>

Źródło: opracowanie własne.

**Tabela 3. Zysk netto grupy LVMH 2007–2010 (mln EUR)**

	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Zysk netto	3 909	3 465	3 319	1 973	2 318	2 331

Źródło: opracowanie własne.

Obserwując dynamikę przychodów LVMH, możemy jednoznacznie stwierdzić, że globalny kryzys nie zachwiał pozycją konglomeratu. Z wyjątkiem roku 2009, kiedy przychody były nieco niższe niż w 2008, lata 2007–2010 przyniosły konsekwentny wzrost przychodów. Koncern może pochwalić się wzrostami we wszystkich sektorach, w których operuje. Największy wzrost odnotowały „moda i akcesoria” – o prawie 2 mld EUR – oraz sieci sprzedaży (m.in. Sephora) o ponad 1,2 mld EUR. Możemy zatem stwierdzić, że przyjęta strategia rozwoju oraz inwestycje w marki okazały się skutecznym antidotum w czasach osłabienia gospodarczego. Jednak konstatacja ta nie byłaby pełna bez zbadania geolokacji przychodów oraz zbadania ich struktury walutowej.

**Tabela 4. Struktura geograficzna przychodów grupy LVMH (%)**

	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Francja	11	12	13	14	14	14
Europa (bez Francji)	20	21	21	21	24	23
USA	23	22	23	23	23	25
Japonia	8	8	9	10	10	11
Azja (bez Japonii)	28	27	25	23	20	19
Inne	10	10	9	9	9	8

Źródło: opracowanie własne.



**Tabela 5. Struktura walutowa przychodów grupy LVMH (%)**

	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Euro	24	26	28	30	32	31
USA Dolar	28	27	27	27	28	30
Japoński Jen	8	8	9	10	10	11
Hong Kong Dolar	6	6	6	5	4	4
Inne waluty	34	33	30	28	26	24

Źródło: opracowanie własne.

Zmiany struktury przychodów, które możemy zauważyć w pozycjach „Europa” oraz „Azja bez Japonii” sygnalizują nieznaczne zmniejszenie potencjału rynku europejskiego przy jednoczesnej ekonomicznej emancypacji Hong Kongu oraz kontynentalnych Chin i Korei Południowej. Jak prominentny jest to rynek świadczą chociażby inwestycje w sklepy, a raczej pałace, flagowej marki koncernu – Louis Vuitton. Otwarty w 2008 r. sklep w Hong Kongu jest drugim, co do wielkości, sklepem obok sklepu w Paryżu. Ekspansja w Azji pozwoliła koncernowi nie tylko uniknąć recesji, lecz także zagwarantowała silne przyrosty sprzedaży. Wartościami dobrze ilustrującymi kondycję LVMH w dobie kryzysu są również takie dane, jak liczba sklepów oraz poziom zatrudnienia.

**Tabela 6. Liczba sklepów grupy LVMH**

	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Liczba sklepów	3 204	3 040	2 545	2 423	2 314	2 048

Źródło: opracowanie własne.

**Tabela 7. Liczba pracowników LVMH**

	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Menedżerowie	17 851	16 009	13 913	13 022	12 809	11 233
Technicy i nadzór techniczny	9 960	9 078	8 141	8 075	8 036	7 050
Sprzedaż i administracja	65 415	60 070	50 055	45 075	44 616	43 667
Robotnicy	13 122	12 402	11 431	11 130	11 626	9 935
<b>RAZEM</b>	<b>106 348</b>	<b>97 559</b>	<b>83 542</b>	<b>77 302</b>	<b>77 087</b>	<b>71 885</b>

Źródło: opracowanie własne.

Na przestrzeni lat 2007–2010 LVMH otworzył niemal 500 nowych punktów sprzedaży oraz zwiększył zatrudnienie o prawie 12 000 osób – przy rozwoju sieci dystrybucji naturalny jest wyraźny wzrost liczby pracowników zatrudnionych w sprzedaży i administracji. Tak więc skala prowadzonej działalności nie tylko nie zmalała, lecz znacznie się zwiększyła.

Efektom ekspansji LVMH jest konsekwentny wzrost wartości aktywów – różnica między rokiem 2007 a 2010 wyniosła prawie 7 mld EUR, w tym marki i aktywa niematerialne wzrosły o ponad 1 mld EUR, a majątek trwały o 1,3 mld EUR.

**Tabela 8. Aktywa LVMH w mln EUR**

	2012	2011	2010	2009	2008	2007
Wartość aktywów	49 930	47 069	37 164	32 106	31 483	30 290

Źródło: opracowanie własne.

Syntetycznym obrazem pozycji LVMH jest również coroczny ranking najbardziej wartościowych marek, publikowany przez Interbrand.

W poniższym zestawieniu ujęta została nie tylko marka Louis Vuitton, lecz też jej najpoważniejsi rywale, jak np. Gucci (należące do konkurencyjnego PPR).

**Tabela 9. Wartość marek konglomeratu LVMH oraz bezpośredniej konkurencji według rankingu Interbrand w latach 2007–2009 (miliony USD)**

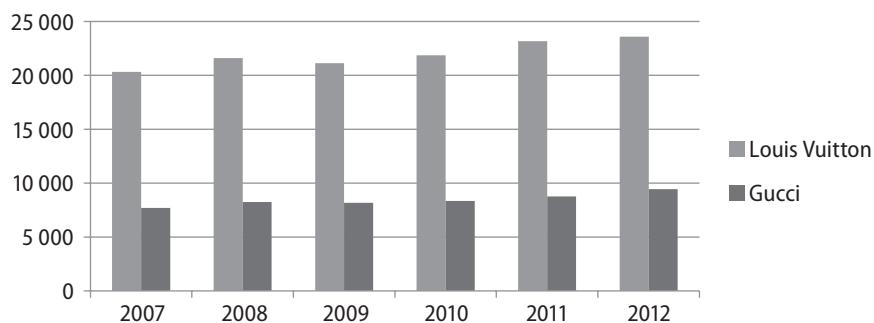
Rok 2009			Rok 2008			Rok 2007		
L.P.	Marka	Wartość	L.P.	Marka	Wartość	L.P.	Marka	Wartość
16	Louis Vuitton	21 120	16	Louis Vuitton	21 602	17	Louis Vuitton	20 321
41	Gucci	8 182	45	Gucci	8 254	46	Gucci	7 697
59	Chanel	6 040	60	Chanel	6 335	58	Chanel	5 830
68	Rolex	4 609	71	Rolex	4 956	71	Rolex	4 589
70	Hermes	4 598	76	Hermes	4 575	73	Hermes	4 255
76	Tiffany&Co	4 000	79	Cartier	4 236	79	Tiffany&Co	4 003
77	Cartier	3 968	80	Tiffany&Co	4 208	83	Cartier	3 852
82	Moet&Chandon	3 754	83	Moet&Chandon	3 951	85	Moet&Chandon	3 739
87	Prada	3 530	91	Prada	3 585	87	Hennessy	3 638
89	Armani	3 303	94	Armani	3 526	94	Prada	3 286
98	Burberry	3 095	95	Hennessy	3 513	95	Burberry	3 221
99	Ralph Lauren	3 094				99	Ralph Lauren	3 046

Źródło: opracowanie własne wg rankingu Interbrand.

**Tabela 10. Wartość marek konglomeratu LVMH oraz bezpośredniej konkurencji według rankingu Interbrand w latach 2010–2012 (miliony USD)**

2012			2011			2010		
L.P.	Marka	Wartość	L.P.	Marka	Wartość	L.P.	Marka	Wartość
17	Louis Vuitton	23 577	18	Louis Vuitton	23 172	16	Louis Vuitton	21 860
38	Gucci	9 446	39	Gucci	8 763	44	Gucci	8 346
63	Hermes	6 182	66	Hermes	5 356	69	Hermes	4 782
68	Cartier	5 495	70	Cartier	4 781	76	Tiffany&Co	4 127
70	Tiffany&Co	5 159	73	Tiffany&Co	4 498	77	Cartier	4 052
81	Jack Daniels	4 352	77	Moet&Chandon	4 383	78	Jack Daniels	4 036
82	Burberry	4 342	78	Jack Daniels	4 319	79	Moet&Chandon	4 021
83	Johnnie Walker	4 301	88	Johnnie Walker	3 842	92	Johnnie Walker	3 557
84	Prada	4 271	93	Armani	3 794	95	Armani	3 343
91	Ralph Lauren	4 038	95	Burberry	3 732	100	Burberry	3 110
98	Moet&Chandon	3 824						

Źródło: opracowanie własne wg rankingu Interbrand.

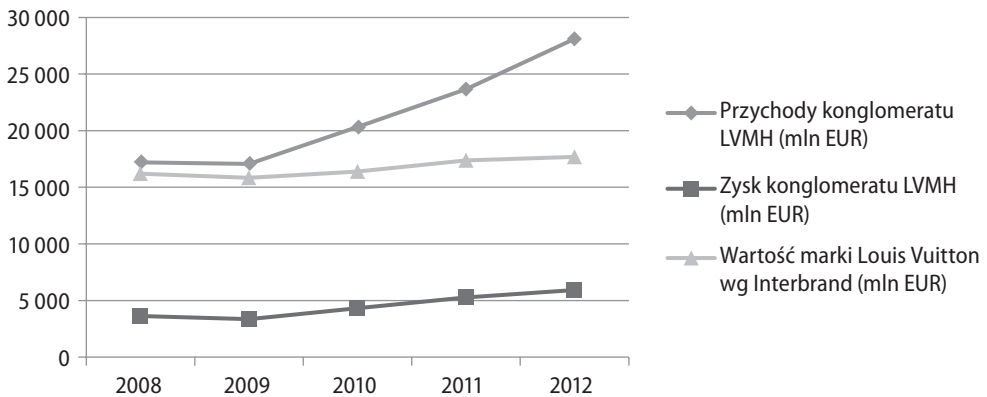
**Rysunek 6. Wartość marek Louis Vuitton i Gucci według rankingu Interbrand (w mln USD)**

Źródło: opracowanie własne wg rankingu Interbrand.

Raporty Interbrand jednoznacznie pokazują dominującą pozycję marki Louis Vuitton w luksusowym sektorze mody. Wiodąca marka największego rywala – konglomeratu PPR – Gucci – plasuje się konsekwentnie za liderem. Na przestrzeni 2007–2010 wartość obu marek wzrosła odpowiednio: Louis Vuitton o 1,539 mld USD, Gucci o 0,649 mld USD. Tak więc flagowe marki obu największych graczy oparły się trendom kryzysowym i umocniły swoje pozycje w sektorze dóbr luksusowych.

Warto również nadmienić, iż koncern LVMH w zestawieniu 100 marek Interbrand 2012 posiada dwie marki – jego drugim reprezentantem jest Moët&Chandon (w 2012 sklasyfikowana na pozycji 98.). Rysunek 7 ilustruje pozytywny trend wyników zarówno całej grupy, jak i jego najbardziej prominentnej marki.

**Rysunek 7. Zyski i przychody grupy LVMH. Wartość marki Louis Vuitton**



Źródło: opracowanie własne.

### 3. Strategia grupy LVMH

Koncern LVMH realizuje połączenie dywersyfikacji branżowej/pokrewnej z elementami strategii konglomeratowej. Operuje wyłącznie w atrakcyjnych sektorach, w których na wysokość marży wpływają nie tylko użyteczne cechy produktu, lecz także wartość emocjonalna/aspiracyjna marki. Sektor alkoholowy, pomimo że odrębny w stosunku do pozostałych, stanowi bardzo silne źródło zysków. Koncern posiada w swoim portfelu marek najbardziej prestiżowe marki koniaków i szampanów, co również wpływa na wysokość marż i w konsekwencji, zysków. Warto podkreślić, że LVMH obecne jest w sektorach o dużym stopniu dojrzałości, w których ryzyko pojawienia się nowych graczy jest relatywnie małe.

Jednocześnie, koncentrując się na pozyskiwaniu najbardziej luksusowych marek, koncern konsekwentnie stosował i stosuje strategię rozwoju zewnętrznego. Wykreowanie marki luksusowej jest bowiem niezwykle kosztowne i czasochłonne, łatwiej więc przejąć i zrewitalizować markę już obecną w świadomości konsumentów – LVMH jest specjalistą od przejmowania i rewitalizacji marek, preferując zewnętrzny sposób rozwoju. Traktując markę jako kluczowy zasób, LVMH bardzo umiejętnie

konfiguruje go z pozostałymi aktywami spółki Dlatego analizując sposób działania LVMH, możemy zidentyfikować rozwiązania szkoły zasobowej.

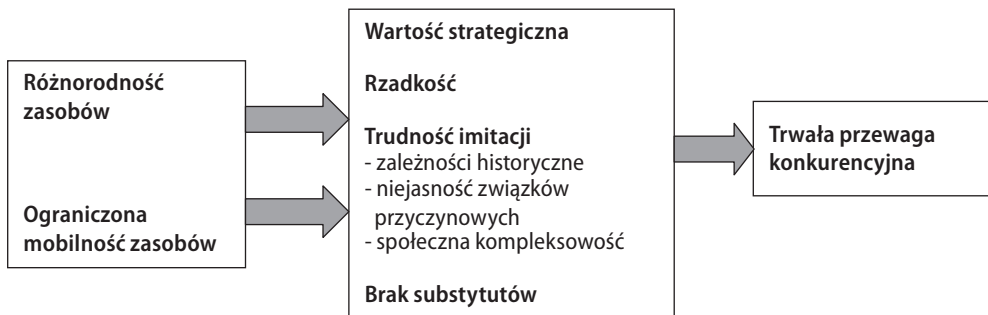
W tym modelu to właśnie zasoby determinują:

- możliwości przedsiębiorstwa – rozumiane jako zdolność do działania i realizowania określonych celów,
- kompetencje przedsiębiorstwa – rozumiane jako umiejętność wykorzystywania wszystkich posiadanych zasobów zależnych m.in. od stosowanych metod działania,
- kompetencje wyróżniające – pozwalające przedsiębiorstwu na, lepsze od konkurentów, wykorzystanie zasobów.

Fundamentalną rolę odgrywają oczywiście zasoby strategiczne. Ich podstawowe parametry zostały zdefiniowane przez J. Barneya. Według tego autora możliwość konstruowania oraz trwałość przewagi konkurencyjnej związane są z następującymi parametrami zasobów: różnorodność, ograniczona mobilność, wartość strategiczna, rzadkość, trudność imitacji oraz brak substytutów.

Graficzne ujęcie powyższych kryteriów i zależności między nimi ilustruje rysunek 8.

**Rysunek 8. Uwarunkowania przewagi konkurencyjnej**



Źródło: J.B. Barney, D.N. Clark, *Resource based theory. Creating and sustaining competitive advantage*, Oxford University Press 2007, s. 69.

Klasyczne koncepcje zarządzania szukały przewagi konkurencyjnej w takich aktywach, jak kapitał, lokalizacja, dostęp do surowców. Obecnie nastąpiła zmiana atrybucji i badacze koncentrują się na zasobach niematerialnych – ludzie, wiedza, systemy informacyjne, marki.

Na rynku dóbr luksusowych to właśnie marki decydują o pozycji przedsiębiorstwa – LVMH posiada ich kilkadziesiąt i tym samym, pomimo osiągniętej pozycji, wciąż reprezentuje duży potencjał rozwoju. Posiadając doskonałe kompetencje, jest więc podmiotem klasyfikowanym jako „władca skarbów”.

„Władca skarbów” to przedsiębiorstwo, które posiada cenne i strategiczne zasoby, jak również potrafi nimi zarządzać. Efektem tego jest zbudowanie kluczowych kompetencji, a te z kolei stanowią silną bazę dla strategii rozwoju. Istotnym aspektem jest nie tylko rozmiar zasobów, lecz przede wszystkim optymalizacja ich struktury, ochrona i umiejętność pomnażania. „Władca skarbów” może przyjąć strategię przywódcy jakościowego – pozwala mu na to silne zaplecze technologiczne, wiedza, marki i zasoby ludzkie. W celu maksymalnego wykorzystania zasobów „władca skarbów” może również przyjąć strategię dywersyfikacji branżowej lub integracji pionowej. Będąc silnym kapitałowo, przejmuje inne przedsiębiorstwa i ich cenne zasoby. Przykładem konglomeratu realizującego tę właśnie strategię jest LVMH.

### Rysunek 9. Klasyfikacja podmiotów dysponujących zasobami

Własność zasobów	obce	„Chłopiec na posyłki”	„Architekt biznesu”
	własne	„Bogaty dyletant”	„Władca skarbów”
		mała	duża
Umiejętność zarządzania zasobami			

Źródło: M. Romanowska, *Dostosowanie strategii przedsiębiorstwa do jego zasobów*, w: *Zarządzanie strategiczne. Ujęcie zasobowe*, red. R. Krupski, WWSZIP, Wałbrzych 2006, s. 93.

Konkludując, warto przytoczyć opinię K. Oblója dotyczącą zasobów strategicznych: „Nie da się szybko i tanio zbudować takich aktywów strategicznych, jak marki firmy i wyrobów, lojalności odbiorców, sprawnych kanałów dystrybucji, lojalnych i produktywnych pracowników z inicjatywą, wiedzy o konkurencji i funkcjonowaniu rynku, cierpliwości i determinacji firmy itd. Raczej trzeba zacząć i powoli rozbudowywać każdy z zasobów, budując ich unikatowe konfiguracje na rynku”<sup>1</sup>.

## 4. Podsumowanie

Utrzymując pozycję lidera na rynku dóbr luksusowych, koncern LVMH nie konkuruje w sektorach, w których najpoważniejsi gracze również są silni kapitałowo

<sup>1</sup> K. Oblój, *Ewolucja myślenia o strategii organizacyjnej*, *Krytyczna Teoria Organizacji*, Wyższa Szkoła Przedsiębiorczości i Zarządzania, zeszyt 1, Warszawa 1997.

i mogą wykorzystać swoje kompetencje oraz efekt dźwigni. Dlatego LVMH unika konfrontacji np. w sektorze kosmetyków popularnych, tradycyjnie zdominowanym przez L’Oreal i jego marki oraz koncerny niemieckie (m.in. Nivea, Schwarzkopf). Natomiast w sektorze odzieżowym wśród marek popularnych dominują Zara i H&M (odpowiednio miejsce 37. i 23. na liście Interbrand 2012). Firmy te zbudowały swoją pozycję, łącząc dobre wzornictwo (najlepsze marki modowe pokazują swoje wzory m.in. pół roku przed sezonem, więc np. nawiązanie do tych trendów nie jest trudne) z niskimi cenami i intensywnym marketingiem. Dodatkowo firma H&M wzmacnia swój wizerunek, zapraszając do współpracy najlepszych projektantów, aby zaprojektowali linie specjalne (np. Karla Lagerfelda z firmy Chanel). LVMH dysponuje zarówno kapitałem, jak i kluczowymi kompetencjami, aby rzucić im wyzwanie, pytanie brzmi: jak zareagowałiby klienci marek premium na wieść, że projektant Louis Vuitton pracuje także dla marki ekonomicznej? Dotychczasowy brak działań adresowanych do konsumenta masowego pokazuje, że grupa LVMH nie chce angażować zasobów i wizerunku w tym segmencie i dlatego najbardziej prawdopodobnym kierunkiem ekspansji może być zakup kolejnych luksusowych marek modowych, takich jak np. Prada lub Dolce&Gabbana. W tym obszarze okazję do korzystnych przejęć może stworzyć kryzys sektora lub pojedynczej firmy, a o to nie jest łatwo – najsilniejsi gracze wprowadzili już bowiem nowoczesne metody zarządzania – epoka dużych firm modowych będących przedsięwzięciami *stricte* rodzinnymi odchodzi do przeszłości, pomimo, że to właśnie marki-nazwiska są ich największym atutem marketingowym. Dlatego trudniej dziś o spektakularne fuzje i przejęcia. Ostatnim ważnym nabytkiem koncernu LVMH jest właśnie włoska, niegdyś rodzinna, firma Bulgari.

Jednak nawet jeżeli proponowane działania zmierzające do rozszerzenia portfela marek nie zostaną podjęte, to dotychczasowa koncentracja LVMH na dobrach luksusowych daje grupie stabilne przychody, a perspektywa wzbogacania się społeczeństw krajów Europy Środkowej i Wschodniej oraz Azji tworzy dla LVMH perspektywę kolejnego zwiększenia zysków.

Można więc stwierdzić, iż przyjęta ponad 20 lat temu strategia ekspansji okazała się słuszna zarówno w okresie globalnej hossy, jak i recesji, a Bernard Arnault jako lider firmy skutecznie konfiguruje i wykorzystuje zasoby konglomeratu.

## Bibliografia

1. Barney J.B., Clark D.N., *Resource based theory. Creating and sustaining competitive advantage*, Oxford University Press 2007.

2. Detrie J.P., Ramanantsora B., *Diversification – the Key factors for Success*, „Long Range Planning” 1986.
3. Godziszewski B., *Zasobowe uwarunkowania strategii przedsiębiorstw*, Toruń 2001.
4. Interbrand raport 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012.
5. LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton annual report 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012.
6. PPR annual report 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012.
7. Obłój K., *Ewolucja myślenia o strategii organizacyjnej*, *Krytyczna Teoria Organizacji*, Wyższa Szkoła Przedsiębiorczości i Zarządzania, Warszawa 1997.
8. Romanowska M., *Dostosowanie strategii przedsiębiorstwa do jego zasobów*, w: *Zarządzanie strategiczne. Ujęcie zasobowe*, red. R. Krupski, WWSZIP, Wałbrzych 2006.
9. Romanowska M., *Planowanie strategiczne w przedsiębiorstwie*, Warszawa 2009.
10. [www.tradingeconomics.com](http://www.tradingeconomics.com)



# Summary

*Krzysztof Borowski*

## **Analiza wybranych efektów sezonowości stóp zwrotu na przykładzie ceny złota w okresie 02.01.1990–31.01.2013**

W pracy przedstawione zostały badania dotyczące występowania wybranych efektów sezonowości w przypadku ceny złota. Badania przeprowadzone zostały dla ceny złoty na LME w okresie od 02.01.1990 1999 do 31.01.2013 r. – tj. na bazie 5973 obserwacji. Uzyskane wyniki jednoznacznie wskazują na występowanie wybranych efektów sezonowości w przypadku tego surowca. Niektóre z uzyskanych wyników potwierdzają wyniki innych autorów dla badań przeprowadzonych dla innych par walutowych.

*Piotr Misztal*

## **Optymalny poziom rezerw walutowych w Polsce. Teoria i praktyka**

Dynamiczny wzrost oficjalnych rezerw walutowych w ostatnich kilkunastu latach przyczynił się do wzrostu zainteresowania problematyką optymalnego poziomu rezerw walutowych i ich ewentualnym wpływem na gospodarkę. Zgodnie z obowiązującą definicją Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW) rezerwy walutowe to wszystkie oficjalne aktywa rezerwowe, tworzące płynne aktywa walutowe, które pozostają w dyspozycji władzy monetarnej kraju. Celem niniejszego opracowania jest analiza problematyki optymalnego poziomu rezerw walutowych banku centralnego w Polsce. W pracy wykorzystano metodę badawczą opartą na studiach literaturowych z zakresu bankowości i finansów międzynarodowych oraz metody ekonometryczne (metoda Cochrane'a – Orcutta). Wszystkie dane statystyczne wykorzystane w pracy miały częstotliwość roczną, obejmowały okres od 1990 roku do 2011 roku i pochodziły z bazy statystycznej Banku Światowego – *World Development Indicators (WDI)*. W teorii ekonomii i w praktyce gospodarczej wykorzystuje się wiele różnych wskaźników odzwierciedlających różne aspekty zapotrzebowania kraju na rezerwy walutowe. Jednakże wykorzystywanie każdego ze wskaźników oddzielnie dla określenia optymalnego poziomu rezerw walutowych może być

ograniczone, stąd wszystkie wskaźniki powinny być łącznie brane pod uwagę przy określaniu zapotrzebowania kraju na rezerwy walutowe. Badania przeprowadzone w niniejszej pracy ujawniły, że prawie w całym okresie 1990–2011 wartość rezerw walutowych w Polsce była wyższa od wartości optymalnych, sugerowanych przez wskaźniki adekwatności rezerw walutowych. Ponadto, wyniki przeprowadzonej analizy wskazywały, że zmiany wartości rezerw walutowych w Polsce były w największym stopniu zdeterminowane zmianami wydatków z tytułu importu i zmianami wartości krótkookresowego zadłużenia zagranicznego Polski. Uzyskane wyniki badań są więc w pełni zgodne z rezultatami analiz przeprowadzonych przez MFW, które potwierdziły, że około 50% krajów członkowskich MFW określa optymalny poziom rezerw walutowych w stosunku do wartości importu oraz wartości krótkoterminowego zadłużenia zagranicznego kraju.

*Monika Czerwonka, Rafał Buczkowski*

## **Finanse kulturowe**

Celem artykułu jest przedstawienie koncepcji finansów kulturowych oraz pokazanie wpływu uwarunkowań kulturowych na różne aspekty działalności finansowej. Na początku wyjaśnione zostanie pojęcie finansów kulturowych oraz przedstawienie dwóch głównych modeli kulturowych Hofstede i Schwartza. Następnie zaprezentowane zostaną przykłady wpływu czynników kulturowych na strukturę rynków finansowych oraz zachowanie się jednostek w otoczeniu finansowym. Artykuł pokazuje, że różnice międzykulturowe w istotny sposób wpływają na takie aspekty finansów jak struktura kapitałowa przedsiębiorstw, środowisko finansowe krajów, planowanie finansowe oraz zarządzanie portfelem inwestycyjnym i ryzykiem.

*Michał Ostaszewski*

## **Anioły biznesu jako oferenci kapitału dla finansowania przedsiębiorzeń o podwyższonym ryzyku**

Globalizacja gospodarek światowych wymusza na poszczególnych krajach zwiększenie innowacyjności ich systemów gospodarczych. Miarą poziomu innowacyjności gospodarek może być udział kapitałów podwyższonego ryzyka w PKB. Polska w zakresie omawianego tematu ma duże zaległości w stosunku do systemów gospodarek rozwiniętych. Dlatego konieczne jest określenie czynników, które stymulowałyby rozwój oferentów kapitałów podwyższonego ryzyka tj. funduszy *Private Equity* oraz

Aniołów Biznesu. Prezentowany artykuł opisuje stan obecny Aniołów Biznesu w Polsce jak i niezbędne przedsięwzięcia, które powinny być podjęte w celu stymulowania rozwoju oferentów kapitałów podwyższonego ryzyka a tym samym stymulowaniu innowacyjności polskiej gospodarki.

*Paulina Łaski-Spodar*

### **Teoretyczne podstawy koncepcji tożsamości przedsiębiorstwa**

W artykule zaprezentowano teoretyczne podstawy koncepcji tożsamości przedsiębiorstwa podejmując próbę ich uporządkowania i oceny. Dokonana analiza potwierdziła fakt, że tożsamość przedsiębiorstwa to pojęcie wieloznaczne, które do tej pory było w literaturze przedstawiane w sposób niejednolity. Badając definicje z różnych obszarów geograficznych oraz okresów czasowych zaobserwowano odwołania do różnych perspektyw i stanowisk poznawczych, które co innego uznawały za istotę problemu. Przegląd i analiza sposobów rozumienia pojęcia „tożsamość przedsiębiorstwa” i wyodrębnione na tej podstawie czterech wiodących grup poglądów nazwanych perspektywami, skłoniło do przyjęcia stanowiska, że tożsamość to zbiór unikalnych cech przedsiębiorstwa, których trzon stanowią: kultura, komunikacja i symbolika. Dodatkowo, w kontekście polskich realiów biznesowych i akademickich uznano, że polski termin „tożsamość przedsiębiorstwa” najlepiej ukazuje istotę anglojęzycznej koncepcji *corporate identity*.

*Maria Aluchna*

### **Dobre praktyki spółek notowanych na GPW w Warszawie. Analiza zmian wprowadzonych w latach 2010–2012**

Dynamiczne zmiany na rynku kapitałowym, przekształcenia w sektorze finansowym oraz wyzwania związane z trudną sytuacją ekonomiczną mają wpływ na kształt praktyki gospodarczej. Podejmowane przez regulatorów działania mają na celu poszukiwanie nowych szans na rozwój gospodarczy, poprawę konkurencyjności i zwiększenie bezpieczeństwa inwestycji. Wiele z tych założeń przyświeca zmianom w zakresie dobrych praktyk ładu korporacyjnego, które stanowią przykład miękkiego prawa i kodów środowiskowych, mają na celu poprawę standardów przejrzystości i polityki informacyjnej, funkcjonowania rady czy wykonywania praw głosów przez akcjonariuszy. Celem niniejszego artykułu jest analiza zmian w dokumencie „Dobre praktyki spółek notowanych na GPW” wprowadzonych

w latach 2010–2012, który zawiera rekomendacje sugerowane spółkom giełdowym w zakresie ładu korporacyjnego. Dobre praktyki zostały w Polsce sformułowane po raz pierwszy w 2002 roku w odpowiedzi na ówczesne problemy i słabości corporate governance. Wraz z rozwojem spółek giełdowych, poprawą standardów ładu korporacyjnego, wdrażaniem nowych regulacji, w tym również regulacji unijnych, oraz pojawianiem się nowych wyzwań dokument zawierający dobre praktyki także ulegał zmianom, by jak najlepiej odpowiadać na potrzeby rynku kapitałowego. Przeprowadzona analiza zmian zapisów w dokumencie „Dobre praktyki spółek notowanych na GPW” wskazuje, iż wprowadzone w latach 2010–2012 zmiany były głównie wynikiem działań GPW mających na celu harmonizację zasad dobrych praktyk z rekomendacjami Unii Europejskiej, porządkiem zapisów dokumentu oraz aktualizacją niektórych rekomendacji.

*Michał Rogatko*

### **Rola i pozycja rady nadzorczej w spółkach giełdowych w Polsce**

W artykule opisano kształt nadzoru korporacyjnego w polskich spółkach giełdowych, ze szczególnym uwzględnieniem roli rady nadzorczej. Pokazane są różne systemy nadzoru korporacyjnego na świecie i różne umiejscowienie w nich rad nadzorczych i dyrektorów niewykonawczych. Następnie analizie poddane są czynniki, jakie wpływają na faktyczną pozycję rady nadzorczej na podstawie studium przypadku czterech spółek giełdowych. Wnioskami z analizy jest stwierdzenie, że obok czynników prawnych związanych z formalnym umocowaniem rady nadzorczej, ogromny wpływ na jej pozycję i funkcjonowanie ma układ akcjonariatu. Najczęściej występującym w Polsce jest układ z akcjonariuszem dominującym (instytucjonalnym lub osobą prywatną) i charakter jego aktywności ma wpływ na rolę, jaką rada nadzorcza jest w stanie odegrać w spółce. Temat wymaga dalszych badań prowadzących do określenia stopnia i charakteru tego wpływu.

*Przemysław Pater*

### **Conglomerate of Luxury Brands in Times of Crisis. Analysis of LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton Operations in 2007–2010**

The article describes operations realized by one of the leading luxury groups: LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton. Despite economic slowdown, LVMH consequently boosted incomes during global economic crisis in 2007–2010. Key factors were:

consequent investing in brands (spectacular stores design, advertising campaigns, ambassadors, new creative directors, new products) and expansionism on Asian markets (new stores opened in China, Hong Kong, Vietnam and others). It is also worth mentioning that Louis Vuitton brand is permanently placed among top 20 global brands ranked by Interbrand. Other LVMH brands also have strong, timeless values, which reinforce its leadership of the worldwide luxury goods market.