

STUDIA I PRACE

Kolegium
Zarządzania
i Finansów

ZESZYT NAUKOWY 139

STUDIA I PRACE

Kolegium
Zarządzania
i Finansów

ZESZYT NAUKOWY 139



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 hab. Piotr Wachowiak – vice przewodniczący

prof. dr hab. inż. Jan Adamczyk

dr hab. Stefan Doroszewicz, prof. SGH

prof. dr hab. Jan Gluchowski

prof. dr hab. Małgorzata Iwanicz-Drozdowska

prof. dr hab. Jan Kaja

dr hab. Jan Komorowski, prof. SGH

prof. dr hab. Tomasz Michalski

prof. dr hab. Zygmunt Niewiadomski

prof. dr hab. Jerzy Nowakowski

prof. dr hab. Janusz Ostaszewski

dr hab. Wojciech Pacho, prof. SGH

dr hab. Piotr Płoszajski, prof. SGH

prof. dr hab. Maria Romanowska

dr hab. Anna Skowronek-Mielczarek, prof. SGH

prof. dr hab. Teresa Słaby

prof. dr hab. Marian Żukowski

Redakcja językowa

Julia Konkołowicz-Pniewska

Redakcja statystyczna

Tomasz Michalski

Redakcja tematyczna

Małgorzata Iwanicz-Drozdowska (Finanse)

Wojciech Pacho (Ekonomia)

Piotr Płoszajski (Zarządzanie)

Sekretarz redakcji

Marcin Jakubiak

© Copyright by Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2014

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 95 46

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

Aktualizacja okładki

Monika Trypuz

Skład i łamanie

Gemma

Druk i oprawa

QUICK-DRUK s.c.

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

Zamówienie 135/X/14

Spis treści

Od Rady Naukowej	7
<i>Tomasz Michalski</i> Kapitał intelektualny – wiedza, nauka, ryzyko	9
<i>Jan Kaja</i> Gospodarka Japonii jako źródło inspiracji narodzin metodologii deskryptywnej. Od czasów cudu gospodarczego do kryzysu	27
<i>Adam Jabłoński</i> Wieloparadygmatyczność w zarządzaniu a trwałość modelu biznesu przedsiębiorstwa	51
<i>Ewa Dobija</i> Geneza i istota funkcjonowania zwrotnych instrumentów finansowania małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce ze środków unijnych: przypadek Jeremie	73
<i>Sylwia Bomba</i> EMIR – potencjalne korzyści oraz negatywne konsekwencje dla obrotu na rynku OTC	91
<i>Anna Rutkowska-Ziarko, Marek Sochoń</i> Rentowność inwestycji giełdowych w branży budowlanej na tle wybranych wskaźników rynkowych	107

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, finansów i nauk o zarządzaniu. Stanowią wynik studiów teoretycznych, a także badań empirycznych. Artykuły zostały napisane przez pracowników i doktorantów Kolegium Zarządzania i Finansów oraz przedstawicieli innych wiodących ośrodków akademickich w Polsce.

Tomasz Michalski w swoim artykule przedstawił związki kapitału intelektualnego z takimi kategoriami, jak wiedza, nauka i ryzyko. Zaprezentował też trzy metody kwantyfikacji kapitału intelektualnego oraz autorską propozycję jego pomiaru, w której wykorzystano taksonomiczne miary podobieństwa obiektów.

Gospodarka Japonii stanowi temat artykułu Jana Kai. Jest to dalsza część publikacji zaprezentowanej w Zeszytach Naukowym 137. Obejmuje okres od 1952 r. do czasów kryzysu roku 1989.

Wieloparadygmatyczność w zarządzaniu a trwałość modelu biznesu przedsiębiorstwa to tematyka artykułu Adama Jabłońskiego. Celem artykułu jest przedstawienie autorskich założeń zastosowania wieloparadygmatyczności zarządzania jako platformy konstruowania modeli biznesu przedsiębiorstw zdolnych do ciągłej odnowy strategicznej.

Ewa Dobija opisała w swoim artykule genezę i istotę funkcjonowania zwrotnych instrumentów finansowania małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce ze środków unijnych. Szczegółowo został omówiony przypadek Jeremie.

Celem artykułu Sylwii Bomby jest analiza potencjalnych korzyści oraz negatywnych konsekwencji na rynku instrumentów pochodnych w Polsce spowodowanych dostosowaniem rynku OTC do Rozporządzenia EMIR. Autorka podjęła próbę odpowiedzi na pytanie, czy regulacje będą remedium na powtórkę kryzysu.

Anna Rutkowska-Ziarko i Marek Sachoń w swoim artykule podjęli próbę odpowiedzi na pytanie, czy portfele zbudowane z akcji spółek o niskich lub średnich wartościach wskaźników rynkowych przynosiły w przeszłości wyższe stopy zwrotu w porównaniu z portfelami zbudowanymi z akcji spółek o wysokich wartościach tych wskaźników.

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

Życzymy Państwu przyjemnej lektury.

W imieniu Rady Naukowej

Ryszard Bartkowiak

Piotr Wachowiak

Tomasz Michalski

Kolegium Zarządzania i Finansów
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

Kapitał intelektualny – wiedza, nauka, ryzyko

1. Wprowadzenie

Ewolucyjny charakter rozwoju systemu gospodarczego sprawia, że ekonomia staje się dziedziną wiedzy, w której zaczynamy operować pojęciami istotnymi z punktu widzenia rozwoju teorii, a jednocześnie charakteryzującymi się tym, że trudno sformułować ich jednoznaczną definicję. Przykładami takich powszechnie stosowanych pojęć są: ryzyko, kapitał, kapitał intelektualny. Wypada zaznaczyć, że nie są to jedyne pojęcia teorii ekonomii, których jednoznaczne zdefiniowanie sprawia trudności. Każde z wymienionych pojęć można analizować oddzielnie, jednak świadomie wymieniono je właśnie w takim zestawie, jako że staną się one obiektem zainteresowań nie tylko przez wzgląd na niejednoznaczności definicji, lecz także z uwagi na fakt, iż można dostrzec pewne interesujące związki między nimi.

System gospodarczy znajduje się obecnie w fazie rozwoju określanej jako gospodarka postindustrialna lub, uwzględniając raport OECD z 1996 r., w fazie określanej jako GOW – Gospodarka Oparta na Wiedzy. Cechą charakterystyczną tej fazy jest to, że gospodarka wskazuje na rosnące znaczenie globalizacji, przy jednoczesnym ukierunkowaniu na wiedzę i rozwój technik informacyjnych. Jest to faza zdeterminowana przez rozwój sieci cyfrowych i internetu. Rozwój gospodarczy w tej fazie stawia wysokie wymagania zarówno ludziom, jak i państwu w tworzeniu warunków administracyjno-prawnych i instytucjonalnych sprzyjających rozwojowi nauki i przedsiębiorczości. Nowe technologie przyczyniają się do wzbogacenia oferty produktowej. Dzięki internetowi podnosi się efektywność biznesu, skrócony zostaje

czas przekazywania informacji, zaś odległość przestaje odgrywać decydującą rolę w kontaktach biznesowych. Cechą charakterystyczną gospodarki jest fakt, iż przedsiębiorstwa opierają na wiedzy swoją przewagę konkurencyjną¹, tzn. uruchamiane są mechanizmy prowadzące do wykorzystania wiedzy w celu zwiększenia konkurencyjności przedsiębiorstwa. W działalności podmiotów (przedsiębiorstw, organizacji) wzrasta znaczenie takich mechanizmów wewnętrznych, jak transfer wiedzy, promocja, innowacje, kształtowanie infrastruktury. Na pierwszy plan wysuwa się wiedza jako zasób decydujący o efektach działalności podmiotu (organizacji), zwłaszcza o szybkim rozwoju przedsiębiorstwa. W dobie GOW klasyczne zasoby (kapitałowe, techniczno-technologiczne, materialne) nie odgrywają już roli głównego czynnika szybkiego rozwoju. Wiedza staje się tym specyficznym zasobem, który decyduje o poziomie i efektywności wykorzystania pozostałych zasobów (kapitału, maszyn, urządzeń, pracy, ziemi). Celem artykułu jest podkreślenie znaczenia wiedzy oraz procesów kształcenia ustawicznego, a tym samym kapitału intelektualnego, w obszarze działalności gospodarczej, mającej, jak wiadomo, złożony charakter i nierozzerwalnie związanej z ryzykiem.

2. Nauka i wiedza a poziomy niepewności

Wiedza jest jednym z najważniejszych pojęć, którym zajmuje się człowiek na przestrzeni dziejów. Wypada zauważyć, że podobnie jak dla wspomnianych we wstępie pojęć nie możemy podać jednej definicji wiedzy. Istnieje wiele definicji wiedzy, poczynając od klasycznej, podanej przez Platona: *Wiedza to prawdziwe uzasadnione przekonanie* (wypowiedź Sokratesa w dialogu „Teajtet”), poprzez definicję powszechnie stosowaną: *Ogół wiarygodnych informacji o rzeczywistości wraz z umiejętnością ich wykorzystywania*, aż po dwie definicje wiedzy stosowane w ekonomii:

- 1) *Wiedza to zdolność do efektywnego i twórczego wykorzystywania informacji*²;
- 2) *Wiedza to dobro ekonomiczne, które może być prywatną własnością i jako towar może być przedmiotem obrotu rynkowego*³.

W rozważaniach dotyczących kapitału intelektualnego zwrócimy uwagę na definicję powszechnie stosowaną oraz pierwszą definicję stosowaną w ekonomii,

¹ A. Koźmiński, *Jak tworzyć gospodarkę opartą na wiedzy*, w: *Strategia rozwoju Polski u progu XXI wieku*, Kancelaria Prezydenta RP i Komitet Prognoz Polska 2000 Plus, PAN, Warszawa 2001, s. 87.

² R.W. Griffin, *Podstawy zarządzania organizacjami*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.

³ S. Łobejko, *Systemy informacyjne w zarządzaniu wiedzą i innowacją przedsiębiorstwa*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2004, s. 33.

tn. na powiązanie informacji i wiedzy. Należy wyraźnie zaznaczyć różnicę między wiedzą a informacją. Informacja sprowadza się jedynie do znajomości rzeczy, gdy tymczasem wiedza polega na przetwarzaniu skumulowanych informacji przy wykorzystaniu możliwości, jakie uzyskujemy dzięki znajomości znanych reguł, praw oraz wszystkich wcześniejszych odkryć i udowodnionych twierdzeń, tzn. twórczym wykorzystaniu informacji oraz wszystkiego, co już odkryto i udowodniono. W przypadku biznesu wiedzę wykorzystujemy w celu podnoszenia efektywności funkcjonowania podmiotu (organizacji). Mając na uwadze specyfikę każdego zasobu, w szczególności takiego zasobu, jakim jest wiedza, należy podkreślić charakterystyczne zjawisko starzenia się wiedzy (starzenia się zasobu). Należy o nim wspomnieć w aspekcie zasobowego charakteru wiedzy.

Już starożytni zdawali sobie sprawę, że strumieniem zasileniowym dla wiedzy jest nauka, która pomnaża zasoby wiedzy poprzez tworzenie nowych wartości i dołączanie ich do istniejącego zasobu. Co ciekawe, starożytni otwarcie głosili pokorę wobec wiedzy i konieczność stałej dbałości o strumień zasilający zasób wiedzy poprzez rozwój szkół mistrzów, tzn. naukę (Sokrates – *Scio me nihil scire*). Obecnie w Polsce sokratejska pokora wobec wiedzy jest odbierana jako słabość i brak przygotowania. W efekcie coraz częściej mamy do czynienia ze zjawiskiem występowania aroganta pseudospecjalisty, który „zna się na wszystkim”, „wie wszystko” i nie potrafi przyznać się do błędu, a przede wszystkim nie potrafi rozwiązać problemu. Efektem jest nie tylko odwrócenie się od nauki, ale również od zasobów wiedzy (dyletanctwo i głupota podbudowane tupetem, chamstwem i arogancją). Taki model dominuje w krajach, w których standardy odbiegają od światowych, np. tam gdzie 70% studentów przychodzi na uczelnie po dyplom, nie po wiedzę, a przecież w przyszłości to oni będą stanowić jedną z głównych składowych kapitału intelektualnego, jakim jest kapitał ludzki.

Nauka jako strumień zasilający zasób wiedzy stanowi istotny element w procesie rozwoju gospodarczego, zwłaszcza jeśli chodzi o gospodarkę postindustrialną (GOW). W tym aspekcie wspomniano o konieczności zaangażowania państwa w tworzenie warunków administracyjno-prawnych i instytucjonalnych sprzyjających rozwojowi nauki, a szczególnie nauki, która nie znajduje obecnie zastosowań praktycznych. Musimy zdawać sobie sprawę, że *wynajmujemy dom od swoich dzieci i wnuków*, a więc musimy rozwijać naukę nie tylko w kierunku wiedzy praktycznej (wykorzystania zasobów wiedzy do bieżących problemów). Niezbędne dla zapobiegania procesom starzenia się zasobów wiedzy staje się postawienie na kształcenie *stricte* akademickie (abstrakcyjne myślenie – tworzenie nowych teorii, rozwój nauk podstawowych), nie tylko szkolnictwo zawodowe. Nauka to strumień zasilający zasób, który będzie wykorzystywany w przyszłości. Okazuje się, że obok problemu demograficznego warto zauważyć i ten problem, mając na uwadze fazy rozwoju gospodarki.

Przejdźmy do problemów gospodarczych, a konkretnie do działalności przedsiębiorstwa (organizacji). Funkcjonowanie przedsiębiorstwa nierozzerwalnie wiąże się z ryzykiem będącym konsekwencją decyzji oraz działań, których skutki nie mogą być precyzyjnie przewidziane. Brak pewności co do przewidywanych skutków decyzji i działań (rozwoju wydarzeń) wiąże się z nieodłączną dla każdego ryzyka niepewnością (rozpoznane scenariusze i prawdopodobieństwa ich realizacji – wiedza lub nierozpoznane scenariusze i prawdopodobieństwa ich realizacji – nauka). Problemy związane z identyfikacją, analizą i oceną ryzyka oraz obniżaniem poziomu niepewności uzyskują rozwiązanie na gruncie determinizmu filozoficznego głoszącego, że istnieje jednoznaczna zależność między zjawiskami. Poziomy niepewności wynikają z przewidywanej liczby/ilości możliwych scenariuszy (rozpoznanych/nierozpoznanych) oraz prawdopodobieństw ich realizacji (tablica 1). Zgodnie z prawami determinizmu filozoficznego każde zdarzenie (zjawisko) wyznaczone jest przez ogół charakterystyk sytuacji, w jakiej występuje, tzn. wszystkie zjawiska podlegają jakimś prawidłowościom (jednoznacznym lub przyczynowym). Rozpoznanie tych prawidłowości powoduje, że pojawia się możliwość obniżenia poziomu niepewności związanej z rozważanym ryzykiem, tzn. wzrasta zaufanie do prognozowanego wyniku. Dokonujemy tego poprzez poszerzanie obszarów wiedzy (nauka). Można tego dokonywać, wykorzystując dostępne zasoby wiedzy – niepewność subiektywna (2. poziom niepewności) bądź poprzez nowe odkrycia – zdobywanie nowej wiedzy (nauka; 3. poziom niepewności). Ekstremalne rozwiązania, jeśli chodzi o podejście deterministyczne w procesie obniżania poziomu niepewności, prezentował tzw. skrajny determinizm mechanistyczny P.S. Laplace'a (XIX w). Przedstawiciele tego kierunku sformułowali hipotezę mówiącą, że znając prawa mechaniki klasycznej, działające siły i warunki początkowe oraz bogactwo narzędzi, jakie do modelowania zjawisk dostarczają równania różniczkowe, jesteśmy w stanie opisać historię zdarzenia oraz jego przebieg w przyszłości. Tym samym dzięki stosowaniu tego typu modeli obniżamy poziom niepewności (podnosimy skuteczność przewidywania działań). Tego typu modele z sukcesem zastosowano do opisu szerokiej klasy zjawisk, głównie w obszarze techniki. Teoria względności A. Einsteina wykazała, że hipoteza sformułowana przez zwolenników determinizmu mechanistycznego nie jest prawdziwa.

Skrajnie odmienną postawę reprezentują ci, którzy z założenia odrzucają model matematyczny w procesie badania zależności zjawisk, tzn. eliminują z zasobu wiedzy modele matematyczne, które mogą być wykorzystywane obok informacji jako istotne narzędzie w procedurach obniżania poziomu niepewności. Wygląda na to, że świadomie zubażają dostępny zasób wiedzy. Wypada w tym miejscu zaznaczyć, że matematyka i jej narzędzia to ta część zasobu wiedzy, którego cechą charakterystyczną jest wysoka użyteczność oraz powolne starzenie się.

Tablica 1. Poziomy niepewności

Poziom niepewności	Cechy	Przykłady
POZIOM 1 Niepewność obiektywna	Rezultaty są przewidywalne, a prawdopodobieństwa są znane	Gry hazardowe, karty, gra w kości
POZIOM 2 Niepewność subiektywna	Rezultaty są przewidywalne, lecz prawdopodobieństwa nie są znane	Pożar, wypadek samochodowy, wielokrotna inwestycja
POZIOM 3	Rezultaty nie są w pełni przewidywalne, a prawdopodobieństwa nie są znane	Badania kosmiczne, inżynieria genetyczna

Źródło: opracowanie własne na podstawie C.A. Williams, M.L. Smith, C. Young, *Zarządzanie ryzykiem a ubezpieczenia*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.

3. Kapitał intelektualny

Pojęcie kapitału intelektualnego wiąże się z pojęciem wiedzy, która jako zasób jest wykorzystywana w obniżaniu poziomu niepewności towarzyszącej każdemu ryzyku pojawiającemu się w związku z decyzją/działaniem, które stanowią realizację pięciu podstawowych funkcji procesu zarządzania przedsiębiorstwem (planowanie, organizowanie, przekazywanie poleceń, koordynacja i kontrola). Poza wspomnianymi już pojęciami ryzyka, niepewności, wiedzy oraz nauki wypada, wprowadzając pojęcie kapitału intelektualnego, wspomnieć o istotnym z punktu widzenia identyfikacji i interpretacji tego pojęcia składniku (tzw. reszcie) U , który pojawia się w formule wzrostu M. Kaleckiego⁴:

$$g = \frac{i}{k} - \delta + U \quad (1)$$

gdzie:

g – stopa wzrostu dochodu narodowego (dzisiejszym odpowiednikiem jest PKB (Y)),

k – przyrostowy współczynnik kapitałochłonności ($I/\Delta Y$),

i – stopa inwestycji I/Y ,

δ – współczynnik ubytku stopy wzrostu PKB z tytułu zużycia kapitału trwałego,

U – współczynnik przyrostu stopy wzrostu PKB z tytułu usprawnień produkcyjnych.

Występująca w tej formule tzw. reszta U związana jest z pozainwestycyjnymi czynnikami wzrostu dochodu narodowego, które spowodowane są dwoma istotnymi elementami stanowiącymi składowe kapitału intelektualnego. Są to:

- postęp organizacyjny,
- wzrost kwalifikacji pracowników.

⁴ M. Kalecki, *Zarys teorii wzrostu w gospodarce socjalistycznej*, PWN, Warszawa 1963, s. 18.

Niewątpliwą zasługą Kaleckiego było zwrócenie uwagi na społeczne uwarunkowania teorii wzrostu, co skutkowało dalszym rozwojem teorii kapitału intelektualnego ze szczególnym zwróceniem uwagi na wspomniane powyżej składowe.

Jak sygnalizowano, kapitał intelektualny nie jest jednoznacznie definiowany. Niektórzy badacze, propagując tzw. szerokie ujęcie kapitału intelektualnego, utożsamiają kapitał intelektualny z wiedzą lub rezultatami jej transformacji. Nie jest to zbyt szczęśliwa propozycja z uwagi na składniki obu zasobów. Czytelna i zrozumiała dla szerokiego kręgu odbiorców jest definicja odwołująca się do modelu prof. L. Edvinssona⁵, pierwszego w świecie dyrektora ds. kapitału intelektualnego, powołanego w 1991 r. w szwedzkiej grupie ubezpieczeniowej SKANDIA AFS. W modelu tym wyraźnie wyróżniono trzy podstawowe składowe kapitału intelektualnego, które poprzez współdziałanie przyczyniają się do wzrostu wartości przedsiębiorstwa (organizacji).

Definicja

Kapitał intelektualny – niematerialne zasoby organizacji, które możemy podzielić na:

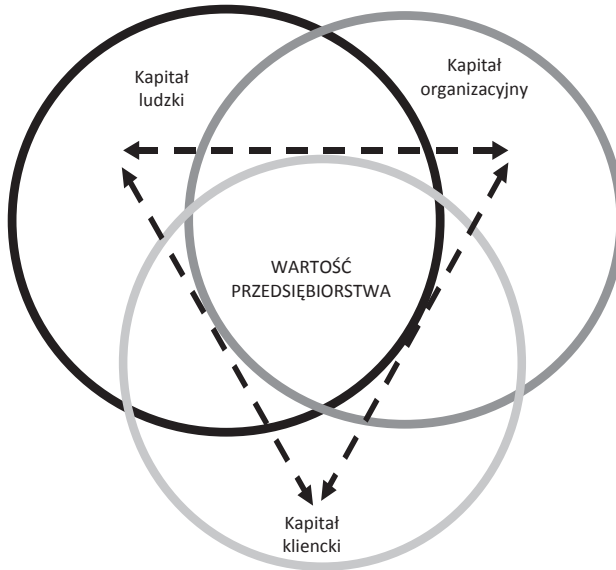
- 1) kapitał ludzki – kompetencje, relacje, zdolności zespołów, wartości,
- 2) kapitał organizacyjny – procesy biznesowe, innowacyjność, kultura organizacyjna,
- 3) kapitał kliencki, tzw. kapitał relacji – bazy klientów, siła i wartość relacji z klientami, potencjał klientów.

Dzięki tej definicji możemy rozróżnić takie kategorie, jak *własność intelektualna* – prawa własności do patentów, znaków towarowych, prawa autorskie oraz „*aktywa intelektualne* – aktywa oparte na wiedzy, które są własnością firmy, które w przyszłości będą źródłem korzyści dla firmy”⁶. Z definicji wynika, że kapitał intelektualny organizacji jest kategorią złożoną, odgrywającą istotną rolę w budowaniu przewagi konkurencyjnej przedsiębiorstwa. Analizując powyższą definicję, można stwierdzić, że kapitałem intelektualnym organizacji (przedsiębiorstwa) są zarówno utalentowani ludzie zatrudnieni w przedsiębiorstwie, lojalni klienci, jak i cała wiedza przedsiębiorstwa związana z systemem funkcjonowania i sposobem zarządzania oraz historią firmy. Warto ten fakt odnotować, mając na uwadze procedury pomiaru (kwantyfikacji) kapitału intelektualnego. W każdej ze znanych definicji podkreśla się powiązanie kapitału intelektualnego z wiedzą, co w aspekcie modelu wzrostu M. Kaleckiego („reszta” *U*) pozwala na wypełnienie luki między rzeczywistą wartością firmy a wartością będącą wynikiem analizy rachunkowej dokonywanej w sposób klasyczny.

⁵ L. Edvinsson, M. Malone, *Intellectual Capital*, Harper Collins Publishers, New York 1997.

⁶ A. Jarugowa, J. Fijałkowska, *Rachunkowość i zarządzanie kapitałem intelektualnym – koncepcje i praktyka*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr Sp. z o.o., Gdańsk 2002.

Rysunek 1. Relacja między kapitałem intelektualnym a wartością przedsiębiorstwa



Źródło: V. Allee, *The art and practise of being revolutionary*, „Journal of Knowledge Management”, t. 3, nr 2/1999, s. 125.

Z rysunku 1 wynika, że wartość przedsiębiorstwa nie jest zależna od jednego składnika kapitału intelektualnego, lecz jest konsekwencją interakcji, jakie zachodzą między wszystkimi składowymi. Słabość jednej ze składowych powoduje, że przedsiębiorstwo traci szanse przekształcenia kapitału intelektualnego w wartość, dlatego istotne jest współdziałanie i wzajemne oddziaływanie poszczególnych składowych. Badania wykazują, że kapitał ludzki stanowi 50% łącznej wartości kapitału intelektualnego, drugie 50% stanowi kapitał organizacyjny i kliencki. Z uwagi na dominację kapitału ludzkiego w kapitale intelektualnym, dużą jego mobilność oraz fakt, iż przedsiębiorstwo nie posiada prawa własności do kapitału ludzkiego, menadżerowie zainteresowani są transformacją kapitału ludzkiego w kapitał strukturalny, poprzez wykorzystanie takich metod zarządzania, które powodują, że pewne elementy (umiejętności, wiedza) pozostają w przedsiębiorstwie (kodyfikowanie wiedzy tak, aby mogła być wykorzystywana przez szersze grono pracowników). Wzmacnianie kapitału ludzkiego sprowadza się do zatrudniania nowych utalentowanych pracowników oraz motywowania do twórczego działania i wymiany doświadczeń, zaś wzmacnianie kapitału strukturalnego odbywa się poprzez inwestycje w kapitał strukturalny organizacji.

4. Pomiar kapitału intelektualnego – metody

W procesie zarządzania zasobami ocena (kwantyfikacja) zasobów pozwala na ich efektywne wykorzystanie w organizacji, dlatego pomiar kapitału intelektualnego staje się niezbędnym z punktu widzenia efektywności wykorzystania tego zasobu organizacji. Wśród licznych metod oceny kapitału intelektualnego wyróżniamy metody bazujące na wskaźnikach charakteryzujących składowe kapitały intelektualnego, metody oparte na kapitalizacji rynkowej oraz metody oparte na zwrocie na aktywach (ROA). Wśród tych ostatnich popularna jest metoda przychodu z kapitału wiedzy KCE (*Knowledge Capital Earnings*), opracowana przez B. Leva. Punktem wyjścia metody KCE jest funkcja produkcji przedsiębiorstwa:

$$EW = a(K_{fiz}) + b(K_{fin}) + c(KI) \quad (2)$$

gdzie:

EW – ekonomiczny wynik przedsiębiorstwa,

K_{fiz} – kapitał fizyczny,

K_{fin} – kapitał finansowy,

KI – kapitał intelektualny,

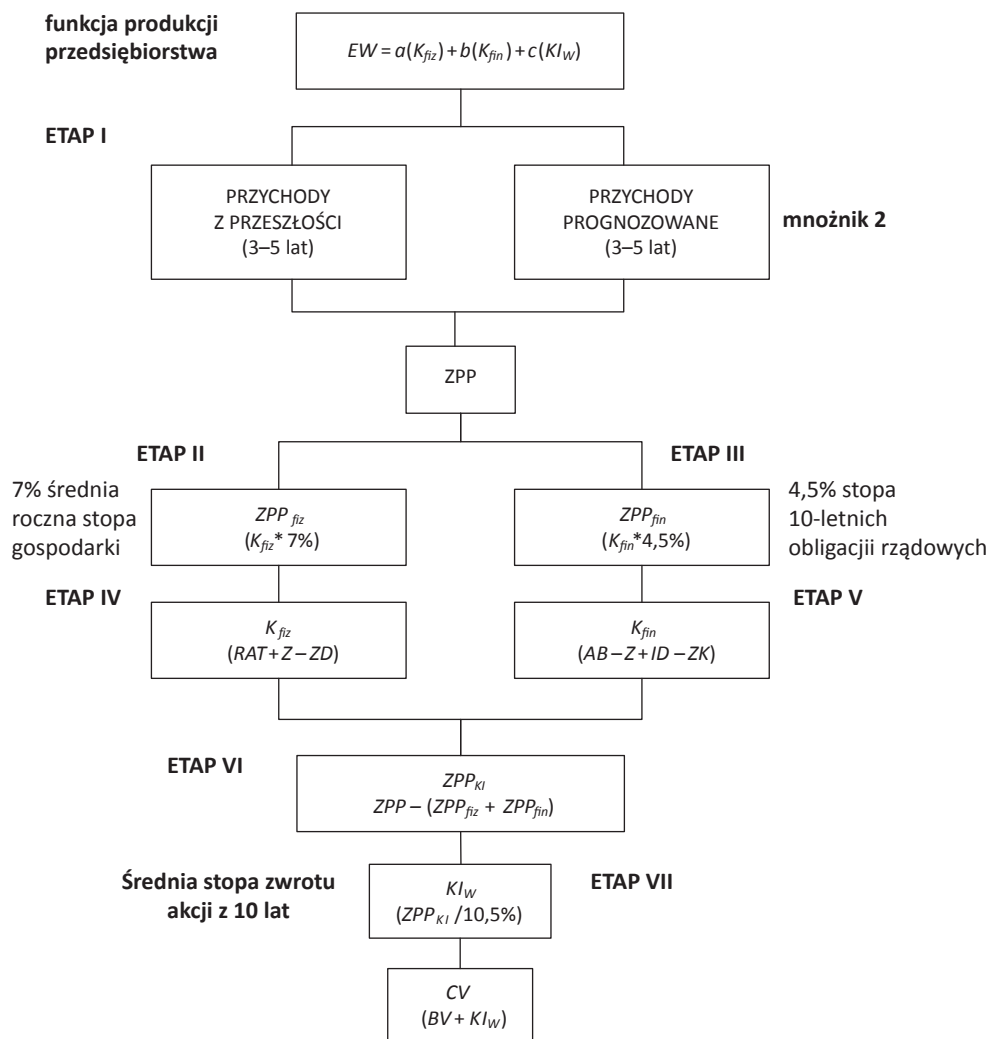
a, b, c – współczynniki produktywności poszczególnych kapitałów.

Po wyznaczeniu, na podstawie danych historycznych oraz prognoz dotyczących przychodów przedsiębiorstwa, znormalizowanych przychodów przedsiębiorstwa (ZPP), wyznaczane są te części znormalizowanych przychodów, które zostały wytworzone przez kapitał fizyczny (ZPP_{fiz}) oraz kapitał finansowy (ZPP_{fin}). Przy wyznaczaniu tych wielkości wykorzystujemy oszacowaną stopę zwrotu kapitału fizycznego – (ROA_{fiz}), stopę zwrotu kapitału finansowego – (ROA_{fin}) oraz wielkości kapitału fizycznego – (K_{fiz}) i finansowego – (K_{fin}). Po wyznaczeniu znormalizowanych przychodów wytworzonych przez kapitał fizyczny oraz kapitał finansowy można wyznaczyć wartość znormalizowanych przychodów przedsiębiorstwa wynikających z wykorzystania kapitału intelektualnego:

$$ZPP_{KI} = ZPP - (ZPP_{fiz} + ZPP_{fin}) \quad (3)$$

Wielkość ta stanowi podstawę do wyznaczenia wartości kapitału intelektualnego KI_W , w której, zgodnie z formułą, wykorzystano stopę dyskonta kapitału intelektualnego S_{KI} . Autor metody przyjmował wartość tej stopy na poziomie średniej stopy zwrotu z akcji za ostatnie 10 lat. Na rysunku 2 zaprezentowano schemat realizacji tej metody przy przyjęciu założeń dotyczących wykorzystywanych stóp zwrotu: $ROA_{fiz} = 7\%$, $ROA_{fin} = 4,5\%$ oraz $S_{KI} = 10,5\%$ (lata 1980–90)

Rysunek 2. Schemat realizacji metody KCE



- RAT* – rzeczowe aktywa trwałe,
- Z* – zapasy,
- ID* – inwestycje długoterminowe,
- ZD* – zobowiązania długoterminowe,
- ZK* – zobowiązania krótkoterminowe.

Źródło: A. Ujwary-Gil, *Kapitał intelektualny a wartość rynkowa przedsiębiorstwa*, C.H. Beck, Warszawa 2009.

Częściej stosowanymi są metody oceny kapitału intelektualnego konstruowane na podstawie kapitalizacji rynkowej. Zaliczamy do tych metod wprowadzony przez T. Stewarta wskaźnik wartości księgowej:

$$\alpha = \frac{MV}{BV} \quad (4)$$

gdzie:

MV – wartość rynkowa,

BV – wartość księgowa.

Jeżeli α jest większe od jedności, to oznacza, że w przedsiębiorstwie występują aktywa niematerialne nieuwzględnione w sprawozdaniach finansowych, które utożsamiane są z jego kapitałem intelektualnym.

Z punktu widzenia szerszej analizy, prognozowania i działań strategicznych (zachowań inwestycyjnych) przedsiębiorstwa równie ciekawą, a nawet bardziej przydatną, propozycją jest wskaźnik Q zaproponowany przez laureata nagrody Nobla, J. Tobina. Wskaźnik ten obrazuje, jaka wartość rynkowa przedsiębiorstwa przypada na jednostkowy koszt odtworzenia aktywów (inwestycję odtworzeniową o wartości 1 j.p.). Formułą oddającą dosyć dokładnie istotę wskaźnika Q jest formuła zaproponowana przez prof. D. Appenzeller⁷:

$$Q = \frac{Wa + Wzd + Wzap - Wzk - WAo}{WA} \quad (5)$$

gdzie:

Wa – wartość rynkowa akcji,

Wzd – wartość księgowa zobowiązań długoterminowych,

$Wzap$ – wartość księgowa zapasów,

Wzk – wartość księgowa zamówień krótkoterminowych,

WAo – wartość księgowa aktywów obrotowych,

WA – wartość księgowa wszystkich aktywów.

Jeżeli wartość wskaźnika Q jest większa od jedności, to oznacza, że występuje w przedsiębiorstwie niewidzialny kapitał intelektualny zwiększający jego wartość rynkową.

⁷ D. Appenzeller, *Wartość kapitału intelektualnego firmy a prognozowanie upadłości*, w: *Prognozowanie*, red. P. Dittmann, Prace Naukowe nr 38 Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Ekonometria 24, Wrocław 2009, s. 115.

5. Taksonomia w pomiarze kapitału intelektualnego

Jedną z metod wskaźnikowych oceny kapitału intelektualnego jest metoda określana jako generator wskaźników pomiaru zaprezentowana przez W.R. Burkowitz i R. Williams⁸. W proponowanej metodzie przyjęto, że sygnalizowane przez autorki tej metody wskaźniki charakterystyczne dla poszczególnych części składowych kapitału intelektualnego tworzą grupy cech, tzn. wskaźniki charakteryzujące kapitał ludzki (Grupa 1.), kapitał kliencki (Grupa 2.) oraz kapitału organizacyjny (Grupa 3.). Pogrupowane wskaźniki będą wykorzystane w analizie porównawczej przedsiębiorstw dokonywanej przez pryzmat poziomu i struktury wskaźników charakteryzujących kapitał intelektualny wybranego zbioru n przedsiębiorstw. Pomocne w takim postępowaniu są metody taksonomiczne. Wyróżnione grupy zawierają następujące wskaźniki:

GRUPA 1. (kapitał ludzki)

1. Odsetek zatrudnionych z wyższym wykształceniem
2. Fluktuacja doświadczonego personelu
3. Średni poziom doświadczenia (staż)
4. Udział dochodów od klientów, których usatysfakcjonowanie wymaga od pracowników ciągłego zdobywania nowych umiejętności i wiedzy (innowacje)
5. Zadowolenie pracowników
6. Nakłady na szkolenia i edukację na zatrudnionego
7. Wartość dodana na zatrudnionego

GRUPA 2. (kapitał kliencki)

1. Udział pracowników poświęcających większość czasu na kontakt z klientem
2. Udział transakcji powtarzających się
3. Udział transakcji z największymi klientami
4. Procentowa zmiana dochodów na jednego klienta
5. Udział dochodów z transakcji z klientami wyrażającymi dobrą opinię
6. Udział umów o współpracę zawartych z klientami
7. Satysfakcja klientów

GRUPA 3. (kapitał organizacyjny)

1. Odsetek dochodów zainwestowanych w system zarządzania wiedzą
2. Udział dochodów ze sprzedaży nowych produktów w dochodach ogółem
3. Udział dochodów uzyskiwanych od wymagających klientów w dochodach ogółem
4. Procent nowo zatrudnionych pracowników

⁸ B. Mikuła, A. Pietruszka-Ortyl, A. Potocki, *Zarządzanie przedsiębiorstwem XXI wieku. Wybrane koncepcje i metody*, Difin, Warszawa 2002, s. 67–68.

5. Średni czas opracowywania nowego produktu
6. Średni czas dostosowywania się do potrzeb klienta
7. Procentowy udział w sprzedaży własnych (opatentowanych) produktów
8. Wiedza bazowa – udział pracownika w tworzeniu wiedzy bazowej (rok)

Prawie wszystkie wskaźniki są stymulantami; jedynie wskaźniki 5. i 6. z grupy 3. są destymulantami, dlatego dokonamy ich transformacji na stymulanty według formuły ilorazowej:

$$x_{ij} = b[x_{ij}^D]^{-1} \quad (b > 0) \quad (6)$$

gdzie:

x_{ij}^D – j -ta destymulanta w i -tym obiekcie,

b – stała przyjmowana arbitralnie (np. $b = \min_i \{x_{ij}^D\}$, $b = 1$).

W efekcie otrzymujemy macierz wskaźników (stymulant) w poszczególnych obiektach (przedsiębiorstwach):

$$X = [x_{ij}] = \begin{bmatrix} x_1 \\ x_2 \\ \vdots \\ x_n \end{bmatrix} = [X^{(1)}, X^{(2)}, \dots, X^{(k)}] \quad (7)$$

gdzie:

x_{ij} – wartość j -tego wskaźnika w i -tym przedsiębiorstwie (obiekcie),

x_i – wektor (wiersz) wartości wskaźników dla i -tego przedsiębiorstwa (obektu),

$X^{(j)}$ – wektor (kolumna) realizacji j -tego wskaźnika w rozważanych przedsiębiorstwach.

W procedurach obliczeniowych wygodnie jest posługiwać się macierzą Z – standaryzowanych wartości wskaźników (standaryzacja obserwacji w kolumnach macierzy X).

$$Z = [z_{ij}] = \begin{bmatrix} z_1 \\ z_2 \\ \vdots \\ z_n \end{bmatrix} = [Z^{(1)}, Z^{(2)}, \dots, Z^{(k)}] \quad (8)$$

Wiersze z_i ($i = 1, 2, \dots, n$) macierzy Z , podobnie jak wiersze macierzy X są identyfikowane z przedsiębiorstwami (obiektami) rozważanej zbiorowości.

W analizie porównawczej, jeśli chcemy ustalić ranking obiektów (przedsiębiorstw), należy zdefiniować obiekt, do którego będziemy porównywali poszczególne obiekty badania (przedsiębiorstwa). Tym obiektem będzie tzw. obiekt wzorcowy W . Ponieważ

wskaźniki rozważane jako cechy opisujące obiekty badania (przedsiębiorstwa) zostały już sprowadzone do stymulant, więc w naszych rozważaniach obiekt wzorcowy opisany jest wektorem z_o , którego składowe $z_{o,j}$ określamy następująco:

$$z_{o,j} = \max_t z_{tj} \quad (t = 1, 2, \dots, n) \quad (9)$$

W konsekwencji dokonujemy analizy porównawczej, stosując metodę statystycznej analizy wielowymiarowej i wykorzystując w procesie porównywania badanych obiektów (kapitału intelektualnego badanych przedsiębiorstw) dwie miary.

1. Miara podobieństwa obiektów i -tego oraz p -tego ze względu na strukturę wskaźników (cech)⁹:

$$\mu(i, p) = \frac{z_i \circ z_p}{|z_i| |z_p|} \quad (10)$$

gdzie:

z_i – wektor wystandaryzowanych wskaźników dla i -tego obiektu (i -ty wiersz macierzy Z),

z_p – wektor wystandaryzowanych wskaźników dla p -tego obiektu (p -ty wiersz macierzy Z),

$z_i \circ z_p$ – iloczyn skalarny wektorów z_i, z_p ,

$|z_i|$ – długość wektora z_i ,

$|z_p|$ – długość wektora z_p .

Dla zwiększenia czytelności wyników porównań przejdziemy na unormowaną miarę podobieństwa obiektów ze względu na strukturę wskaźników $\mu^*(i, p)$, której wartość wyznaczamy zgodnie ze wzorem:

$$\mu^*(i, p) = \frac{1 + \mu(i, p)}{2} \quad (11)$$

2. Unormowana miara podobieństwa obiektów ze względu na zróżnicowanie poziomu wskaźników (cech)¹⁰:

$$d^*(i, p) = 1 - \frac{1}{2\sqrt{kn}} d(i, p) \quad (12)$$

gdzie:

metryka euklidesowa

$$d(i, p) = \sqrt{\sum_{j=1}^k (z_{ji} - z_{jp})^2} \quad (13)$$

⁹ T. Michalski, *Polska w procesie integracji europejskiej*, Difin, Warszawa 2002.

¹⁰ Ibidem.

wykorzystywana jest do pomiaru poziomu zróżnicowania wskaźników (cech) w obiektach i -tym oraz p -tym, mierzonego dystansem między tymi obiektami,

k – liczba cech diagnostycznych,

n – liczba obiektów.

W prowadzonej analizie należy wyznaczyć wartości powyższych miar dla każdego z badanych obiektów na bazie wskaźników z ustalonych grup tematycznych. W efekcie przy kapitale intelektualnym każdy obiekt opisany jest przez zestaw sześciu wartości miar podobieństwa do wzorca. Trzy z nich to unormowane miary podobieństwa obiektu do obiektu wzorcowego ze względu na strukturę wskaźników z poszczególnych grup tematycznych, tzn.:

$\mu_1^*(i; 0)$ – unormowana miara podobieństwa i -tego obiektu (przedsiębiorstwa) do obiektu wzorcowego ze względu na strukturę wskaźników z grupy 1. (kapitał ludzki);

$\mu_2^*(i; 0)$ – unormowana miara podobieństwa i -tego obiektu (przedsiębiorstwa) do obiektu wzorcowego ze względu na strukturę wskaźników z grupy 2. (kapitał kliencki);

$\mu_3^*(i; 0)$ – unormowana miara podobieństwa i -tego obiektu (przedsiębiorstwa) do obiektu wzorcowego ze względu na strukturę wskaźników z grupy 3. (kapitał organizacyjny).

Trzy kolejne to unormowane miary podobieństwa ze względu na zróżnicowanie poziomu wskaźników w poszczególnych grupach:

$d_1^*(i; 0)$ – unormowana miara podobieństwa i -tego obiektu (przedsiębiorstwa) do obiektu wzorcowego ze względu na zróżnicowanie poziomów wskaźników z grupy 1. (kapitał ludzki),

$d_2^*(i; 0)$ – unormowana miara podobieństwa i -tego obiektu (przedsiębiorstwa) do obiektu wzorcowego ze względu na zróżnicowanie poziomów wskaźników z grupy 2. (kapitał kliencki),

$d_3^*(i; 0)$ – unormowana miara podobieństwa i -tego obiektu (przedsiębiorstwa) do obiektu wzorcowego ze względu na zróżnicowanie poziomów wskaźników z grupy 3. (kapitał organizacyjny).

Możemy w tym momencie przy wyznaczaniu miary kapitału intelektualnego skorzystać ze średniej arytmetycznej z trzech miar podobieństwa struktur $\mu_k^*(i; 0)$ oraz średniej z trzech miar podobieństwa ze względu na zróżnicowanie poziomu $d_k^*(i; 0)$ ($k = 1, 2, 3$).

$$m^*(KI) = \frac{\mu_1^*(i; 0) + \mu_2^*(i; 0) + \mu_3^*(i; 0)}{3} \quad (14)$$

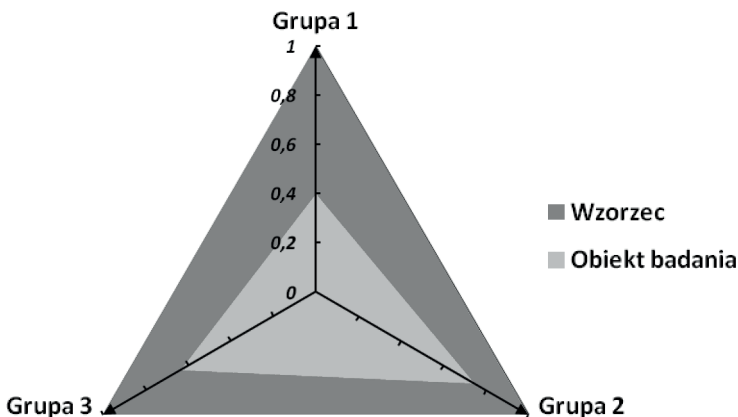
$$d^*(KI) = \frac{d_1^*(i; 0) + d_2^*(i; 0) + d_3^*(i; 0)}{3} \quad (15)$$

Dopiero analiza tych dwóch wielkości, najlepiej wsparta sześcioma miarami grupowymi $\mu_k^*(i; 0)$ oraz $d_k^*(i; 0)$ ($k = 1, 2, 3$), pozwala na wypracowanie opinii i dalszej strategii dotyczącej działania w obszarze kapitału intelektualnego.

Stosując liniową normalizację z przedziału $[0; 1]$ na przedział $[1; 5]$, możemy przejść z unormowanych miar podobieństwa $\mu_k^*(i; 0)$ oraz $d_k^*(i; 0)$ ($k = 1, 2, 3$) na odpowiedniki ocen szkolnych, a wówczas $\mu^*(KI)$ oraz $d^*(KI)$ przyjmą interpretację analogiczną do średniej oceny i być może staną się łatwiejsze w interpretacji dla managerów i inwestorów jako oceny typu not szkolnych.

Wypada też wspomnieć o możliwościach interpretacyjnych, jakie stwarza stosownie tego podejścia, tzn. wykorzystanie grupowych miar podobieństwa. Dzięki stosowaniu grupowych miar podobieństwa badany obiekt – sytuację przedsiębiorstwa ze względu na kapitał intelektualny – można przedstawić graficznie w postaci wykresu radarowego na tle wzorca, mając na uwadze zarówno podobieństwo struktury wskaźników, jak i podobieństwo poziomu wskaźników badanego obiektu do obiektu wzorcowego (rysunek 3). Cechą charakterystyczną wykresów radarowych jest to, że osiami układu współrzędnych jest pęk półprostych, a sąsiednie półproste (osie układu) nachylone są do siebie pod jednakowym kątem $2\pi/n$, gdzie n – liczba wyróżnionych grup tematycznych wskaźników (cech). Obiekt badania (sytuacja przedsiębiorstwa ze względu na kapitał intelektualny) na wykresie radarowym jest prezentowany w postaci wielokąta (n -kąta), którego wierzchołki położone są na osiach i obrazują wartości odpowiednich (grupowych) klasycznie unormowanych taksonomicznych miar podobieństwa μ^* albo d^* . Obiekt wzorcowy jest podobny do siebie na poziomie jednostkowym.

Rysunek 3. Kapitał intelektualny obiektu badania (pole jasnoszare) na tle obiektu wzorcowego – wykres radarowy wykorzystujący grupowe miary podobieństwa struktury wskaźników μ^* (trójkąt o wierzchołkach w punktach 1 na każdej z osi obrazuje obiekt wzorcowy)



6. Podsumowanie

Analiza pojęcia *kapitał intelektualny*, istotnego, a zarazem bardzo popularnego w dobie gospodarki postindustrialnej, prowadzi do wielu interesujących wniosków. Przede wszystkim wypada podkreślić zależności i związki kapitału intelektualnego z zasobem wiedzy oraz strumieniem zasilającym ten zasób, jakim jest nauka. W artykule zwrócono uwagę na te powiązania, jednocześnie wskazując metody kwantyfikacji kapitału intelektualnego. Temat podjęto z uwagi na fakt, że wspomniane związki często są marginalizowane. Obserwowane obecnie, również w Polsce, tendencje do marginalizacji wiedzy i nauki na rzecz ortodoksyjnego fundamentalizmu religijnego może doprowadzić do wyraźnego obniżenia poziomu kapitału intelektualnego. Miejmy nadzieję, że nie będziemy musieli przerabiać powtórek z 1633 roku, kiedy to Galileusz szeptem przed sądem inkwizycji powiedział *Eppuri si muove (A jednak się kręci)*. Obyśmy nie musieli, mając na uwadze problematykę kapitału intelektualnego, nauki uprawiać w ukryciu, a prawd wzbogacających zasób wiedzy wygłaszać, tak jak Galileusz, szeptem, być może przed sądami inkwizycyjnymi, choć wiele wskazuje na to, że tak może być¹¹.

Bibliografia

1. Allee V., *The art and practise of being revolutionary*, „Journal of Knowledge Management”, t. 3, nr 2/1999, s. 125.
2. Appenzeller D., *Wartość kapitału intelektualnego firmy a prognozowanie upadłości*, w: *Prognozowanie*, red. P. Dittmann, Prace Naukowe nr 38 Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Ekonometria 24, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Wrocław 2009.
3. Armstrong K., *W imię Boga – fundamentalizm w judaizmie, chrześcijaństwie i islamie*, Wydawnictwo W.A.B., Warszawa 2005.
4. Edvinsson L., Malone M., *Intellectual Capital*, Harper Collins Publishers, New York 1997.
5. Griffin R.W., *Podstawy zarządzania organizacjami*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.

¹¹ K. Armstrong, *W imię Boga – fundamentalizm w judaizmie, chrześcijaństwie i islamie*, Wydawnictwo W.A.B., Warszawa 2005.

6. Jarugowa A., Fijałkowska J., *Rachunkowość i zarządzanie kapitałem intelektualnym – koncepcje i praktyka*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr Sp. z o.o., Gdańsk 2002.
7. Kalecki M., *Zarys teorii wzrostu w gospodarce socjalistycznej*, PWN, Warszawa 1963.
8. Koźmiński A., *Jak tworzyć gospodarkę opartą na wiedzy*, w: *Strategia rozwoju Polski u progu XXI wieku*, Kancelaria Prezydenta RP i Komitet Prognoz Polska 2000 Plus, PAN, Warszawa 2001.
9. Łobejko S., *Systemy informacyjne w zarządzaniu wiedzą i innowacją przedsiębiorstwa*, SGH, Warszawa 2004.
10. Michalski T., *Polska w procesie integracji europejskiej*, Difin, Warszawa 2002.
11. Mikuła B., Pietruszka-Ortyl A., Potocki A., *Zarządzanie przedsiębiorstwem XXI wieku. Wybrane koncepcje i metody*, Difin, Warszawa 2002.

Jan Kaja

Kolegium Zarządzania i Finansów
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

Gospodarka Japonii jako źródło inspiracji narodzin metodologii deskryptywnej. Od czasów cudu gospodarczego do kryzysu

Streszczenie

Artykuł niniejszy został poświęcony rozważaniom na temat powojennej historii gospodarki Japonii od czasów zakończenia okupacji amerykańskiej do współczesności. Okres ten obejmuje czasy tzw. cudu gospodarczego trwającego od lat pięćdziesiątych XX wieku oraz czasy zrównoważonego rozwoju, jakie nastąpiły w Epoce Showa po kryzysie paliwowym w gospodarce światowej. W artykule wyjaśnione zostały główne przyczyny warunkujące spektakularne sukcesy japońskiej gospodarki w okresie niezwykle dynamicznego rozwoju gospodarczego, a także po krótkim kryzysie w latach siedemdziesiątych, tkwiące m.in. w skutecznej, choć niekonwencjonalnej polityce gospodarczej japońskich rządów. W artykule objaśnione zostały także przyczyny, które doprowadziły do kryzysu japońskiej gospodarki wraz z nastaniem Epoki Heisei oraz przyczyny sprawiające niespodziewaną długotrwałość owego kryzysu.

Słowa kluczowe: metoda deskryptywna, gospodarka japońska

1. Wprowadzenie

W pierwszej części niniejszego artykułu (zamieszczonej w Zeszytach Naukowym 137) prezentacja rozwoju gospodarki Japonii rozpoczęła się od Ery Tokugawa

i została doprowadzona do lat pięćdziesiątych, kiedy w trakcie Ery Showa zakończyła się okupacja amerykańska. W tej części prezentację historii japońskiej rzeczywistości społeczno-gospodarczej rozpocynam zatem od tamtych właśnie czasów.

2. Era Showa – ciąg dalszy

2.1. Lata 1952–1973

Lata okupacji amerykańskiej nie spowodowały wśród japońskich działaczy gospodarczych zamierzonej zmiany nastawienia do mechanizmu rynkowego. Aktywni działacze, wywodzący się z przedwojennej elity władzy centralnej i urzędników cesarskich, nie uwierzyli w magię niewidzialnej ręki rynku, ale przeciwnie – utwierdzili się w przekonaniu o przewadze centralnej regulacji planowej nad regulacją rynkową. Dlatego ogromną rolę w polityce gospodarczej zapoczątkowanej w okresie okupacji i rozwijanej po jej zakończeniu odgrywało Ministerstwo Międzynarodowego Handlu i Przemysłu, powołane w 1949 r. na miejsce Ministerstwa Handlu i Przemysłu.

Działalność wspomnianego ministerstwa polegała na opracowywaniu strategii gospodarczych dla różnych sektorów przemysłu. Generalnie były to dwa rodzaje strategii. Do pierwszej grupy należały strategie rozwoju, których celem było formułowanie przedsięwzięć mających zapewnić wzrost przemysłu w danym sektorze, głównie poprzez określone inwestycje. Drugą grupę stanowiły natomiast strategie przedsięwzięć, które miały zapewniać utrzymanie produkcji przedsiębiorstw w tych sektorach, których nie zamierzano rozwijać. W tym drugim przypadku określane były przedsięwzięcia o charakterze ochronnym i racjonalizatorskim. Formułowaniem wspomnianych strategii zajmowali się urzędnicy ministerstwa wspólnie z zapraszonymi do współpracy wybitnymi przedstawicielami ze świata biznesu. Naczelną ideą powoływanych zespołów było opracowanie takich strategii, które satysfakcjonowały zarówno rząd, jak i urzędników oraz przedsiębiorców.

Jak zatem widać, idea funkcjonowania ministerstwa była zupełnie niezgodna z zasadami gospodarki rynkowej nie tylko dlatego, że sama już działalność planistyczna stanowi zaprzeczenie tych zasad. Przede wszystkim z mechanizmem rynkowym nie ma nic wspólnego godzenie interesów pracodawców z interesami rządu oraz pracowników administracji państwowej reprezentujących interes państwa, który nigdy nie stanowi priorytetu mechanizmu rynkowego. Ponadto sektory nisko opłacalne nigdy nie podlegają ochronie rynkowej, ale są przez rynek brutalnie eliminowane. Dlatego nikt nie może kwestionować, że niebywały sukces gospodarczy, który Japonia

osiągnęła po okupacji, stanowił efekt planowej polityki gospodarczej japońskiego rządu, a nie efekt działania mechanizmu rynkowego.

Okres pomiędzy zakończeniem okupacji a kryzysem paliwowym w gospodarce światowej w 1973 r., który nie pozostał bez wpływu na gospodarkę japońską, często był określany w literaturze mianem okresu cudu gospodarczego¹, a w łagodniejszej formie japońskiej – okresem przyspieszonego rozwoju. Niezależnie jednak od tego, jak go nazwiemy, to faktem jest, że tempo wzrostu gospodarczego w tamtym okresie w skali światowej musi robić wrażenie. W latach pięćdziesiątych średnioroczna stopa wzrostu PKB wynosiła 9%, do 1968 r. – 10%, a latach 1968–1973 aż 13%, co oznacza, że wzrost PKB od zakończenia okupacji do kryzysu paliwowego był średniorocznie wyższy niż 10%. Już w 1968 r. Japonia uzyskała pozycję drugiej po USA potęgi gospodarczej świata. Japonia do czasów kryzysu paliwowego zajęła pierwszą na świecie pozycję pod względem produkcji statków, samochodów, sprzętu radiowo-telewizyjnego itd. Jeżeli zatem weźmiemy pod uwagę, że tak imponujące wyniki w dziedzinie rozwoju gospodarczego, wsparte dodatkowo spektakularnymi osiągnięciami w sferze ekspansji eksportowej na rynkach światowych, uzyskało państwo, które przegrało wojnę, uległo w wyniku tego wielkim zniszczeniom, państwo o powierzchni porównywalnej z Polską, ale o nieporównywalnie gorszych warunkach geograficznych, pozbawione bogactw naturalnych, skazane na nieuchronną walkę z żywiołami natury itd., to określanie lat 1951–1973 w historii tego państwa mianem okresu cudu nie wydaje się bynajmniej przesadzone.

Podstawę działania rządów japońskich w latach pięćdziesiątych stanowił tzw. Plan odbudowy i rozwoju, którego autorem był wspomniany już wielokrotnie premier Yoshida Shigeru, wybitny dyplomata i polityk aktywny już przed II wojną światową. Już wtedy zajmował różne stanowiska w dyplomacji i rządzie, dał się też poznać jako przeciwnik paktu antykominternowskiego, porozumienia na osi Rzym–Berlin–Tokio, a po wojnie jako rzecznik współpracy Japonii z USA.

Zgodnie z założeniami polityki rządu Yoshidy w pierwszej kolejności wspierany był, jako priorytetowy dla rozwoju gospodarki, przemysł ciężki ze szczególnym naciskiem na produkcję żelaza i stali. Na bazie tej produkcji wspierany był rozwój przemysłu stocznioowego oraz wytwarzającego ciężkie maszyny. Równoległe z przemysłem ciężkim za priorytetowy został uznany rozwój przemysłu chemicznego. Następnie, w drugiej połowie lat pięćdziesiątych, na liście priorytetowej znalazły się sektory przemysłu wytwarzającego produkty o coraz bardziej zawansowanej technologii, a więc wyroby elektryczne i sprzęt fotograficzny, a od 1957 r. za priorytetowy

¹ Niekiedy czas ten nazywa się okresem drugiego cudu, gdyż za pierwszy uznaje się ten z ery Meiji.

został uznany przemysł elektroniczny. Dopiero w latach sześćdziesiątych zaczęło się intensywne wspieranie przez rząd rozwoju przemysłu motoryzacyjnego.

Polityka odbudowy i rozwoju japońskiej gospodarki, dzięki nieoczekiwanej sprzyjającym okolicznościom, została z powodzeniem zapoczątkowana przez rząd premiera Yoshidy jeszcze w czasach okupacji. Sprzyjały jej dolary uzyskiwane z tytułu pomocy finansowej udzielanej przez USA, a później również napływające do Japonii dolary z tytułu zakupów towarów dokonywanych przez armię amerykańską stacjonującą w Korei.

Już w czasie okupacji niezwykle skuteczne okazały się działania rządu nastawione na ratowanie ważnej siły napędowej japońskiej gospodarki, jaką stanowiły zaibatsu. Tym niemniej po zakończeniu okupacji natychmiast podjęto działania zmierzające do rewizji aktów normatywnych przyjętych pod wpływem okupanta, które narzucały Japonii rozwiązania gospodarcze niepasujące do jej rzeczywistości. Rewizji poddano przede wszystkim ustawy utrudniające sprawne funkcjonowanie keiretsu, w które zastępowały dawne zaibatsu. W takim celu już w 1952 r. została uchwalona „Ustawa o popieraniu racjonalizacji przedsiębiorstw”, która stwarzała dogodne warunki prawne dla funkcjonowania wielkich karteli keiretsu. Dzięki nowym regulacjom zaibatsu, zdemontowane w wyniku działań amerykańskich, mogły bez przeszkód łączyć się ponownie w wielkie wielobranżowe koncerny noszące nową nazwę, ale powiązane zarówno więziami poziomymi, jak i pionowymi, podobnymi do ukształtowanych w trakcie funkcjonowania dawnych zaibatsu. Potężne keiretsu koncentrowały swą działalność wokół wielkich banków, które stawały się ich udziałowcami i kredytodawcami. Jednocześnie odgrywały rolę instytucji monitorujących ich działalność i podlegających bankowi centralnemu. W ten sposób banki pełniły również funkcje podmiotów polityki gospodarczej rządu prowadzonej wobec keiretsu. Z tych względów w Japonii praktycznie nie było znane charakterystyczne dla gospodarki rynkowej zjawisko wrogich przejść. Nie występowały też przypadki bankructwa wielkich korporacji działających pod nadzorem kontroli bankowej. Ponadto niska rentowność jakiejś działalności zawsze mogła być rekompensowana wysoką rentownością osiąganą w innych dziedzinach. Nie zachodziła zatem konieczność likwidacji jednostek organizacji z powodu poniesionych przez nią strat. Można zatem uznać, że keiretsu, podobnie jak zaibatsu, były podmiotami systemu gospodarczego działającymi na zasadach kompletnie nieprzystających do mechanizmu rynkowego, ale znakomicie sprawdzających się w warunkach gospodarki japońskiej. Na skutek tego rola keiretsu w rozwoju japońskiej gospodarki do lat dziewięćdziesiątych była ogromna i stanowiła jeden z ważnych czynników jej sukcesów. Keiretsu zatem skutecznie odgrywały w japońskiej gospodarce rolę dawnych zaibatsu.

Następcą Yoshidy został Hatoyama Ichiro (1883–1959), który pochodził z zamożnej rodziny kosmopolitycznej. Jego ojciec, Hatoyama Kazuo (1856–1911) absolwent Uniwersytetu Yale, pełnił m.in. funkcję przewodniczącego Izby Reprezentantów, a matka, Haruko (1863–1938), była słynną pisarką. Hatoyama Ichiro, syn pierwotny Kazuo i Haruko, był aktywnym działaczem masońskim, uzyskał tytuł Mistrza Wielkiej Łoży Masońskiej. Wnuk Hatoyamy Yukio (ur. 1947) od 18 września 2009 r. do 8 czerwca 2010 r. sprawował urząd premiera. Hatoyama Ichiro pełnił funkcję premiera przez trzy kadencje: od 10 grudnia 1954 r. do 19 marca 1955 r., następnie do 22 listopada 1955 r. i ostatnią do 23 grudnia 1956 r. Przez dwie pierwsze kadencje pełnił funkcję premiera jako lider Japońskiej Partii Demokratycznej, a trzecią już jako przewodniczący Partii Liberalno-Demokratycznej. Od 23 grudnia 1956 r. jako następca Hatoyamy, który zdecydował się przejść na emeryturę, funkcję premiera, po wygraniu wyborów partyjnych z Kishim Nobosuke, objął Ishibashi Tanzan² (1884–1973). Pełnił ją do 25 lutego 1957 r. łącznie z funkcją przewodniczącego Partii Liberalno-Demokratycznej. Sprawował zatem dwie funkcje tylko dwa miesiące, gdyż z powodu choroby zrezygnował z obu, choć jako liberalny polityk i zwolennik nawiązania stosunków dyplomatycznych z ChRL cieszył się dużym poparciem opinii publicznej.

W połowie lat pięćdziesiątych, czyli w czasie drugiej kadencji premiera Hatoyamy, nastąpiła kolejna modyfikacja japońskiej sceny politycznej, która tym razem doprowadziła do znacznie dłuższej, niż miało to miejsce wcześniej, jej stabilizacji. Jak już wspominałem, w 1955 r. doszło do połączenia rządzącej Partii Liberalnej (Jiyuto) z Japońską Partią Demokratyczną (Nihon Minshuto) i w ten sposób powstała Partia Liberalno-Demokratyczna (Minshu Jiyuto), która już na stałe zajęła pozycję w japońskiej polityce i przez długi czas, bo aż do 1993 r., odgrywała rolę partii rządzącej, niepotrzebującej do współrządzenia jakiegokolwiek koalicjanta. Rolę jej głównie, ale na ogół nieskutecznej, siły opozycyjnej pełniła natomiast Japońska Partia Socjalistyczna, czyli Nihon Shakaito.

Od połowy lat pięćdziesiątych kolejne rządy, poczynając od rządu Hatoyamy, konsekwentnie prowadziły aktywną politykę przemysłową, której głównym celem przewodnim była poprawa produktywności japońskiej gospodarki. Rząd uznał bowiem, że występująca w państwie niska produktywność pracy stanowi najważniejszą przyczynę ograniczającą możliwości rozwoju gospodarczego. Realizacji głównego celu polityki gospodarczej zostały podporządkowane trzy subcele: modernizacja technologii, modernizacja środków produkcji oraz modernizacja warunków konkurencji. Na gruncie semantycznym tak sformułowane subcele mogą zatem budzić

² Tanzan to imię zakonne premiera, a świeckie – Seizo.

wątpliwości. Czym bowiem różni się modernizacja technologii od modernizacji środków produkcji? Jednakże w praktyce okazało się, że nie mamy tu do czynienia z tautologią, gdyż do każdego subcelu zostały przyporządkowane różne zadania, których realizacja miała zapewniać osiągnięcie celu głównego. Na przykład, za główne zadania służące realizacji pierwszego z subcelów uznano dwa zadania rządu: wspieranie eksportu oraz wspieranie importu nowoczesnej technologii. Rozumowanie rządu było oparte na prostej logice: im większe wpływy zostaną uzyskane z tytułu wzrostu eksportu, tym większą ich część można przeznaczyć na import technologii, a dzięki tej technologii można zwiększać eksport itd. Jedna działalność napędza zatem drugą i odwrotnie, czyli prosty oscylator musi działać z korzyścią dla eksporterów, importerów i dla państwa.

Wyznaczonym przez rząd zadaniom przypisane zostały też konkretne narzędzia polityki gospodarczej służące ich realizacji. Po pierwsze, za narzędzie polityki wspierania eksportu uznano preferencyjny system kredytowy dla prężnych eksporterów. Przyjęto mianowicie zasadę, że ambitne projekty przedsięwzięć proeksportowych zawsze muszą być wspierane korzystnymi kredytami, a więc charakteryzującymi się długim okresem spłaty, niskim oprocentowaniem i długą karencją. Takie rozwiązanie według rządu było korzystne dla wszystkich podmiotów związanych preferencyjną polityką kredytową. Pozwalało bowiem na zwiększanie korzyści firm uzyskiwanych ze wzrostu eksportu, a bankom pozwalało czerpać korzyści z działalności kredytowej. Preferencyjny kredyt musi być bowiem splecony, a odsetki, nawet niskie, przy dużej skali kredytowania zapewniają bankom wysokie korzyści. Jednocześnie stosowana przez rząd preferencyjna polityka kredytowa musi sprzyjać wzrostowi wpływów budżetowych pochodzących od firm z tytułu wzrostu ich produkcji i eksportu, wynikających z realizacji kredytowanych przedsięwzięć proeksportowych. Rządowa polityka dla wszystkich uczestniczących w niej podmiotów jest zatem korzystna, a zatem musi stanowić skuteczne narzędzie pobudzania eksportu.

Preferencyjny system kredytowy mógł sprawnie działać dzięki opisywanym wcześniej rozwiązaniom scentralizowanego systemu bankowego, który wykluczał praktykę braku kredytowania przedsięwzięć popieranych przez rząd. To nie rynek, ale rząd, *via* bank centralny, decydował bowiem o tym, które przedsięwzięcia proeksportowe podlegają kredytowaniu przez określone banki.

Po drugie, narzędziem realizacji przez rząd polityki proeksportowej był preferencyjny system podatkowy dla eksporterów. Rząd decydował mianowicie o ulgach i zwolnieniach podatkowych przysługujących poszczególnym eksporterom, zwłaszcza wyróżniającym się wysoką ekspansywnością w pozyskiwaniu nowych rynków. Rząd zakładał mianowicie, że aktywność eksportowa zależy w dużym stopniu od ekonomicznej siły firmy, a więc prężni eksporterzy zawsze uzyskiwali korzystne ulgi,

a nawet zwolnienia podatkowe, dzięki którym mogli więcej środków przeznaczać na realizację ambitnych przedsięwzięć eksportowych. Rząd uznawał tego typu politykę za korzystną zarówno dla eksporterów, jak i dla państwa, gdyż łagodniejszy system podatkowy, dzięki wzrostowi dochodu z tytułu wzrostu skali eksportu, zapewniał w perspektywie większe wpływy budżetowe niż agresywna polityka podatkowa państwa, zniechęcająca firmy do działań proeksportowych. Dlatego w szczególnych przypadkach rząd, zamiast zwolnień podatkowych, decydował się nawet na przyznanie premii, czyli subwencji na działalność ambitnych eksporterów.

Po trzecie, funkcję instrumentu polityki proeksportowej pełnił preferencyjny system ubezpieczeń dla eksporterów. Rząd w celu eliminacji strachu przed ryzykownymi przedsięwzięciami eksportowymi udzielał mianowicie firmom gwarancji na pokrycie strat w eksporcie, wynikających zwłaszcza z niestabilnych warunków politycznych importerów.

Za instrument polityki proeksportowej trzeba uznać także apele rządu kierowane do społeczeństwa, które miały wzbudzać wolę narodu do zwiększania produktywności pracy i ekspansji eksportowej japońskiej gospodarki.

Ostatnie z wymienionych narzędzi polityki gospodarczej japońskiego rządu może budzić zdumienie poza Japonią. Jednakże specjaliści od polityki gospodarczej w okresie przyspieszonego rozwoju często wskazują, że to właśnie owo specyficznie brzmiące narzędzie stanowiło ważny czynnik sprawczy japońskiego cudu. Trzeba jednak przyznać, że na podstawie tradycyjnej ekonomii, opartej na tradycyjnej metodologii badawczej, wspomnianego zjawiska wytłumaczyć się nie da. Jest do tego bowiem potrzebna głęboka analiza czynników tkwiących w mentalności japońskiego społeczeństwa, a to nie stanowi przedmiotu badań ekonomii rynkowej.

Dwa pierwsze z wymienionych narzędzi proeksportowej polityki gospodarczej były stosowane m.in. do realizacji zadania, jakim było wspieranie importu nowoczesnych technologii. Firmy, które zgłaszały do rządu projekty przedsięwzięć proeksportowych wymagające importu nowoczesnych technologii, zawsze mogły liczyć na korzystne kredyty przydzielane im na ten cel, na różnego rodzaju rządowe gwarancje kredytowe oraz na ulgi podatkowe. Podobną pomoc mogły też uzyskiwać firmy działające w sektorach, których rozwój był uznawany przez rząd za priorytetowy w jego polityce. Trzeba też podkreślić, że każdy projekt rozwojowy zgłaszany przez firmy do rządu był traktowany w sposób indywidualny i stanowił przedmiot wnikliwych analiz przeprowadzanych przez urzędników i ekspertów rządowych. W praktyce odrzucenie projektów składanych przez firmy należało do rzadkości. Z reguły żadna japońska firma nie zdecydowałaby się bowiem na przesłanie do rządu niedopracowanego projektu, którego zasadność mogłaby budzić jakiegokolwiek

wątpliwości. Taki projekt groziłby bowiem naruszeniem dobrego imienia firmy, a to w japońskim społeczeństwie uchodziło za niewyobrażalne.

Wiele ze znaczących inicjatyw rządowych w sferze polityki gospodarczej znajdowało odbicie we wzbogaceniu struktury podmiotowej japońskiej gospodarki o kolejne instytucje. Tak było również w przypadku podjęcia polityki zwiększania produktywności gospodarki i polityki proeksportowej. W następstwie tego nie tylko na poziomie firm zaczęły lawinowo powstawać organizacje zrzeszające aktywistów od popierania wzrostu produktywności pracy oraz ekspansji eksportowej, lecz także powstały dwie organizacje powołane w 1955 r. na szczeblu centralnym: Japońskie Centrum Produktowności oraz Japońskie Biuro ds. Handlu Zagranicznego, czyli tzw. Jetro.

W drugiej połowie lat pięćdziesiątych w społeczeństwie japońskim pojawiły się symptomy niezadowolenia ze zbyt wolno poprawiających się warunków życia w stosunku do dynamicznie rozwijającej się gospodarki. Narastały też konflikty między ugrupowaniami politycznymi na tle różnicy poglądów na temat współpracy militarnej z USA, m.in. w dziedzinie zapewnienia bezpieczeństwa zewnętrznego. W czasie osłabienia fali zamieszek i starć demonstrantów z policją, pełniący od 25 lutego 1957 r. funkcję premiera Kishi Nobusuke (1896–1987) na początku 1960 r. udał się z wizytą do Waszyngtonu. W styczniu 1960 r. wrócił do Tokio z podpisanym z Dwightem Eisenhowerem „Traktatem o wzajemnej współpracy”, który stanowił nową wersję, po wprowadzonych poprawkach uzgodnionych z amerykańskim prezydentem, „Traktatu o wzajemnym bezpieczeństwie pomiędzy USA i Japonią”. Traktat przywieziony z Waszyngtonu wzniesił ponownie protesty społeczne. Na ich osłabienie nie wpłynęła nawet decyzja o wprowadzeniu w 1959 r. ustawowych płac minimalnych, czego usilnie domagała się opinia publiczna. W wyniku zamieszek, w których szczególną aktywnością wyróżniali się protestujący studenci, nie doszło do zaplanowanej na czerwiec 1960 r. wizyty amerykańskiego prezydenta w Japonii, a jej odroczenie, o które starał się Kishi, nie doszło do skutku z uwagi na kończącą się kadencję Eisenhowera. Zdarzenie to oraz zarzucana premierowi bezradność w walce z lewicowymi manifestantami stały się powodem do dymisji Kishiego złożonej 15 lipca 1960 r.

Miejsce zdymisjonowanego Kishiego zajął 19 lipca 1960 r. premier Ikeda Hayato (1899–1965), który był następnie powoływany na to stanowisko jeszcze dwukrotnie, a więc był 58., 59. i 60. premierem Japonii. Funkcję tę pełnił do 9 listopada 1964 r. W tym czasie pełnił jednocześnie funkcję przewodniczącego Partii Liberalno-Demokratycznej.

Ikeda przeszedł do historii przede wszystkim jako twórca słynnego „Planu podwojenia dochodu”. Plan ten zakładał, że w ciągu dziesięciu lat PKB wzrośnie dwukrotnie i tak samo wzrosną dochody japońskiego społeczeństwa. Takiemu celowi służyła

tw. polityka cierpliwości i pojednania. Jednym z ważnych elementów tej polityki było łagodzenie konfliktów społecznych, w tym zwłaszcza sporów pracowniczych przejawiających się w akcjach strajkowych. Rząd, zmniejszając obciążenia fiskalne i likwidując kolejne bariery utrudniające rozwój eksportu, prowadził jednocześnie aktywną politykę wydatków publicznych, co owocowało powstawaniem w szybkim czasie nowoczesnej infrastruktury państwa. Dzięki aktywnej polityce gospodarczej rządu Ikedy założenia planu podwojenia dochodu zostały osiągnięte szybciej, niż przewidziano w tym planie, zgodnie z którym stopa wzrostu dochodu w dziesięcioleciu miała wynosić rocznie 7,2%. Tymczasem w drugiej połowie lat sześćdziesiątych wzrosła ona do poziomu 11,6%, w wyniku czego dwukrotny wzrost dochodu osiągnięty został w ciągu siedmiu lat. W ten sposób Japonia wyprzedziła Niemcy Zachodnie w rankingu potęg gospodarczych na świecie. W 1968 r. poziom japońskiego PKB był już wyższy od niemieckiego, dlatego nie jest przesadą uznawanie Ikedy za jednego z najważniejszych autorów japońskiego cudu gospodarczego.

Ikeda był zwolennikiem współpracy Japonii ze Stanami Zjednoczonymi w dziedzinie gospodarki i wojskowości. Był również gorącym orędownikiem reform społecznych. Firmował przygotowany przez jego rząd powszechny system emerytalny oraz powiązany z nim system powszechnego ubezpieczenia zdrowotnego. Ustawy wprowadzające te systemy zostały uchwalone w roku 1961. Rok wcześniej została uchwalona Ustawa o prawie do zatrudnienia osób niepełnosprawnych, w wyniku której tworzone były w prefekturach całego kraju specjalne urzędy oraz ich oddziały zajmujące się różnorodną pomocą w zatrudnianiu niepełnosprawnych. Urzędy te świadczyły usługi w zakresie doradztwa, pośrednictwa, a także zapewniania pracy i jej bezpieczeństwa dla tej grupy społecznej. W 1963 r. weszła w życie Ustawa o prawie do dobrobytu starszych ludzi, która regulowała takie sprawy, jak świadczenie zagwarantowanych przez państwo różnego rodzaju usług dla grupy społecznej, obejmującej ludność w starszym wieku.

Kontynuatorem polityki gospodarczej Ikedy był Sato Eisaku (1901–1975), który objął stanowisko premiera 9 listopada 1964 r. i sprawował ten urząd jako jednoczesny przewodniczący Partii Liberalno-Demokratycznej do 7 lipca 1972 r. Wcześniej pełnił funkcję ministra finansów w gabinetach premierów Kishiego i Fukudy. Sato kontynuował politykę gospodarczą swojego poprzednika, ale koncentrował uwagę przede wszystkim na polityce zagranicznej. Zyskał uznanie międzynarodowe jako zwolennik polityki rozbrojenia nuklearnego, za co w 1974 r. otrzymał Pokojową Nagrodę Nobla, pomimo udzielania, co prawda milczącej, ale jednak aprobaty amerykańskiej interwencji w Wietnamie.

W latach sześćdziesiątych XX w. Japonia nie tylko uzyskała status światowej potęgi gospodarczej oraz państwa liczącego się na arenie międzynarodowej, lecz także państwa charakteryzującego się niezwykle wysokim poziomem życia społeczeństwa.

Zawrotne tempo przemian gospodarczych i społecznych przerwał dopiero kryzys paliwowy w gospodarce światowej, który nie mógł nie wpłynąć na gospodarkę państwa całkowicie uzależnionego od importu surowców, a zwłaszcza ropy naftowej.

Kryzys paliwowy osiągnął gospodarki Japonii już w czasie rządów premiera Tanaki Kakuei (1918–1993), który objął urząd 7 lipca 1972 r. i sprawował funkcję do 22 grudnia 1972 r., a następnie do 9 grudnia 1974 r. Tanaka był niezwykle barwną postacią zarówno w sferze życia prywatnego, jak i w biznesie oraz polityce, czym zyskał sobie sugestywnie brzmiący przydomek *Yami-Shogun* (Cień Szoguna). Jako premier ogłosił w 1972 r. swój plan polityki gospodarczej zatytułowany „Plan przebudowy archipelagu japońskiego”, znany również pod nazwą „Planu budowy nowej Japonii”. W planie tym Tanaka zakładał utrzymanie stopy wzrostu PKB do 1985 r. na poziomie 10% rocznie, a więc zaplanował kontynuację polityki dynamicznego rozwoju gospodarczego. Przewidywał także działania zmierzające do zniwelowania różnic w poziomie rozwoju poszczególnych regionów Japonii. Służyć takiemu celowi miało np. przenoszenie firm skoncentrowanych na obszarach wschodniego wybrzeża w głąb kraju oraz na wybrzeże Morza Japońskiego. Przedsięwzięcia takiego nie udało się zrealizować, ale rząd Tanaki podjął pewne działania zmierzające do rozbudowy w Japonii funkcji państwa opiekuńczego. Ogłoszony został np. „Plan podwojenia świadczeń emerytalnych”, w ramach którego przeprowadzono waloryzację rent i emerytur o wskaźnik inflacji w 1973 r. Wprowadzony został także system bezpłatnej opieki medycznej dla starszych osób, a także system zasiłków na dzieci, obowiązujący od 1972 r. Rząd Tanaki zapewnił także zasiłki wypłacane dla rodzin z terenów zanieczyszczonych przez przemysł, służące pokryciu kosztów leczenia i opieki zdrowotnej dla tych rodzin. Takie rozwiązanie wynikało z narastających od końca lat siedemdziesiątych niepokojów społeczeństwa spowodowanych pogarszającymi się w następstwie rozwoju przemysłu warunkami ekologicznymi w niektórych regionach kraju. Efektem tego było powołanie w 1971 r. Urzędu ds. Środowiska oraz wprowadzenie wspomnianych zasiłków. Rząd Tanaki przedstawił też niezwykle ambitny program inwestycyjny w sferze rozwoju i modernizacji infrastruktury państwa.

2.2. Lata 1973–1989

Ambitne przedsięwzięcia zawarte w „Planie budowy nowej Japonii” nie doczekały się realizacji m.in. z uwagi na kryzys paliwowy, jaki wystąpił w gospodarce światowej w 1973 r. Kryzys ten wywołany został przez drastyczny wzrost cen ropy na rynku światowym spowodowany wybuchem czwartej wojny na Bliskim Wschodzie w październiku 1973 r. Kraje arabskie produkujące ropę podniosły wtedy jej cenę aż pięciokrotnie. W wyniku tego ceny hurtowe w Japonii wzrosły o 31%, a ceny

towarów konsumpcyjnych o 24%. Po raz pierwszy od czasów wojny Japonia odnotowała ujemny wzrost gospodarczy. W 1974 r. PKB zmniejszył się o 1,2%. Jednakże już w 1975 r. wzrósł o 2,7%, w 1976 r. – o 4,8%, w 1977 r. – o 5,3%, w 1978 r. – o 5,2%, a w 1979 r. – o 5,3%. Relatywnie wysoka dynamika wzrostu PKB była możliwa dzięki wzrostowi wydajności pracy, która w latach 1974–1978 zwiększała się średnio w ciągu roku o ponad 8%. W okresie tym szybko rósł także eksport, co spowodowało, że po krótkich kłopotach z bilansem handlowym już po 1975 r. uzyskiwano coraz większą nadwyżkę eksportu nad importem. O rosnącej sile japońskiej gospodarki świadczył także wzrost kursu jena w stosunku do dolara z 300 jenów za dolara w latach 1974–1976 do 170 jenów w październiku 1978 r.

Tak szybkie opanowanie w Japonii negatywnych zjawisk spowodowanych kryzysem było możliwe dzięki zarzuceniu w polityce gospodarczej pierwszego planu Tanaki na rzecz tzw. Polityki zmniejszania skali, kontynuowanej przez rząd premiera Miki Takeo (1907–1988), który objął urząd po podjętej 9 grudnia 1974 r., w nie do końca wyjaśnionych okolicznościach, decyzji o rezygnacji z funkcji przez Tanakę. Miki był wicepremierem w rządzie Tanaki, a jako jego następca był premierem do 24 grudnia 1976 r.

Polityka zmniejszania skali była oparta na sformułowanym przez Ministerstwo Międzynarodowego Handlu i Przemysłu planie redukcji uzależnienia kraju od ropy naftowej. W ramach tej polityki rząd wspierał przede wszystkim przedsięwzięcia służące oszczędnemu wykorzystaniu energii i surowców w procesach technologicznych. Podjęto też działania skierowane na restrukturyzację gospodarki, wspierając rozwój sektorów charakteryzujących się niską energochłonnością i surowcochłonnością, kosztem hamowania rozwoju gałęzi zużywających relatywnie dużo energii i surowców. Rząd propagował także akcje oszczędzania energii elektrycznej przez instytucje publiczne i gospodarstwa domowe.

Jednym z najbardziej spektakularnych efektów polityki zmniejszania skali było zjawisko miniaturyzacji wielu produktów, zwłaszcza elektronicznych. Japonia stała się wtedy niekwestionowanym liderem światowym w tej dziedzinie, co dodatkowo przyczyniło się do jej ekspansji eksportowej na rynkach światowych.

Pomimo szybkiego opanowania przez Japonię skutków kryzysu paliwowego i odnotowania znaczących osiągnięć w dziedzinie rozwoju gospodarczego, nastąpiło jednak osłabienie aktywności polityki gospodarczej rządów w sferze działań na rzecz unowocześniania infrastruktury państwa i poprawy warunków życia społeczeństwa. Przełomu w tym zakresie próbował dokonać rząd premiera Fukudy Takeo (1905–1995). Fukuda był wicepremierem w rządzie Miki Takeo i w 1976 r. został po nim wybrany na funkcję przewodniczącego Partii Liberalno-Demokratycznej, a 24 grudnia 1976 r. został powołany na funkcję premiera.

Rząd Fukudy Takeo w 1977 r. podjął radykalną politykę zmierzającą do nakręcania koniunktury gospodarczej poprzez zwiększanie wydatków budżetowych na inwestycje publiczne i pobudzanie popytu konsumpcyjnego. Taka polityka przyniosła już w krótkim czasie spektakularne efekty w postaci nowoczesnych rozwiązań w sferze infrastruktury państwa. Przyczyniła się też do podniesienia standardu życia społeczeństwa, zwłaszcza na terenach wiejskich.

W wyniku działań przewodniczącego partii rządzącej, na rzecz osłabienia jej frakcyjnej struktury, doszło do wprowadzenia systemu bezpośrednich wyborów przewodniczącego partii. Fukuda wygrał prawyborcy, ale ostatecznie przegrał w głosowaniu o fotel prezesa z Ohirą Masayoshi (1910–1980). W tej sytuacji 7 grudnia 1978 r. Fukuda został zmuszony do dymisji z funkcji premiera i jego miejsce zajął wtedy Ohira Masayoshi, który sprawował tę funkcję dwie kadencje. Do 9 listopada 1979 r. był 68. premierem Japonii i od tego dnia do 12 czerwca 1980 r. – 69. premierem.

Rząd Ohiry podjął kontynuację polityki ożywienia gospodarczego swojego poprzednika. Uległa ona co prawda pewnym zakłóceniom wywołanym drugim światowym kryzysem paliwowym, jaki pojawił się w 1979 r., ale tym razem nie był on już taki drastyczny jak poprzednio i w niewielkim stopniu wpłynął na japońską gospodarkę. Bardziej niebezpieczne dla premiera okazały się natomiast frakcyjne rozgrywki polityczne w jego partii. W ich wyniku 16 maja 1980 r. odbyło się w parlamencie głosowanie w sprawie wotum nieufności dla premiera, które stanowiło wstrząs dla Ohiry, gdyż choć utrzymał stanowisko, bo wniosek upadł, to jednak 69 członków jego partii, w tym również Fukuda, wstrzymało się od głosu. Ohira pozostał zatem premierem, ale funkcję tę sprawował już tylko niecały miesiąc, bo do 12 czerwca 1980 r. Tego dnia zmarł bowiem na atak serca.

Stanowisko pełniącego obowiązki po zmarłym z wyczerpania premierze objął tymczasowo 12 czerwca 1980 r. główny sekretarz jego gabinetu Ito Masayoshi (1913–1994). Pełnił tę funkcję tylko ponad miesiąc, bo do 17 lipca 1980 r., a następnie został ministrem spraw zagranicznych w rządzie Suzuki Zenko (1911–2004), kiedy ten został premierem 17 lipca 1980 r., po najwyższym od piętnastu lat zwycięstwie uzyskanym w wyborach przez Partię Liberalno-Demokratyczną. To spektakularne zwycięstwo uznane zostało za następstwo śmierci Ohiry Masayoshi, którą zyskał wielką sympatię japońskiego społeczeństwa, co przełożyło na wynik wyborczy jego ugrupowania politycznego.

Gospodarka Japonii w latach osiemdziesiątych została więc wprowadzona przez rząd premiera Suzuki z umocnioną pozycją Partii Liberalno-Demokratycznej w czasach, gdy skutki kryzysu wywołane rewolucją islamską w Iranie i polityką cenową państw OPEC okazały się już niegroźne dla japońskiej gospodarki. Ceny ropy wzrosły bowiem z 14 dolarów za baryłkę w końcu 1978 r. do 19 dolarów w czerwcu 1979 r. i 30 dolarów

na początku 1980 r., ale gospodarka Japonii po działaniach rządów po pierwszym kryzysie była już bardziej odporna na wzrosty cen ropy. Co prawda w 1979 r. ceny hurtowe w wyniku kryzysu wzrosły o 7,2% i o 17,7% w 1980 r., ale już w 1981 r. wzrost tych cen ustabilizował się na poziomie 1,4%. Stopa wzrostu PKB w 1981 r. wyniosła 4,3%, a w 1982 r. – 3,7%. Efekty polityki małej skali okazały się zatem ewidentne. Import ropy spadł w 1982 r. w porównaniu z 1979 r. prawie o 25%.

Lata osiemdziesiąte w japońskiej gospodarce bywają nazywane okresem stabilnego rozwoju. Jeżeli porównamy je z wcześniejszym okresem, a zwłaszcza przed kryzysem paliwowym w 1973 r., to nazwa taka faktycznie wydaje się adekwatna. Świadczy o tym choćby takie zjawisko, jak brak spektakularnych zrywów w polityce gospodarczej, wywołujących szokowe efekty, w postaci niespotykanych w skali światowej wskaźników wzrostu. Trzeba jednak pamiętać, że nawet stosunkowo niskie tempo wzrostu PKB w latach osiemdziesiątych prowadziło do gigantycznego wzrostu potęgi gospodarczej Japonii, a zarazem niespotykanego wzrostu poziomu zamożności społeczeństwa. Pomimo że pozycję potęgi uzyskała Japonia już w 1968 r., to jednak bogactwo państwa zaczynało być odczuwane przez społeczeństwo z coraz większą intensywnością dopiero w latach osiemdziesiątych. Pod koniec lat osiemdziesiątych, a więc w czasach zbliżania się do momentu pęknięcia „bańki mydlanej”, Japonia pod względem poziomu PKB *per capita* zyskała status najbogatszego państwa na świecie. W latach osiemdziesiątych zaczęła się także ekonomiczna ekspansja Japonii, sprawiająca wrażenie, że z taką masą pieniądza wykupi cały świat. Panika ogarnęła zwłaszcza Amerykanów, gdy Japończycy zaczęli wykupywać takie święte dla nich symbole, jak choćby Rockefeller Center, czy Columbia Film Studios.

O stabilności rozwoju gospodarczego Japonii w latach osiemdziesiątych może świadczyć to, że w ostatniej dekadzie Ery Showa przez scenę polityczną przewinęło się tylko trzech premierów. Kadencja premiera Suzuki, rozpoczęta w 1980 r., w trakcie której często dochodziło do zmian personalnych w gabinecie ministrów, zakończyła się 27 listopada 1982 r. Od 27 listopada 1982 r. do 6 listopada 1987 r. na fotelu premiera Japonii zasiadał przez trzy kadencje Nakasone Ysuihiro (ur. 1918). Pierwsza kadencja, 71. premiera, trwała do 27 grudnia 1983 r., druga do 22 lipca 1986 r. i od tego dnia trzecia. Ostatni premier z Ery Showa, Takeshita Naboru (1924–2000), zaczął urzędowanie 6 listopada 1987 r. i zakończył 2 czerwca 1989 r., a więc już w Epoce Heisei.

Pomimo stabilności wzrostu gospodarczego w latach osiemdziesiątych i narastającego poczucia siły finansowej i niespotykanej wcześniej pewności siebie japońskiego społeczeństwa, które uświadamiało sobie coraz bardziej potęgę swojego państwa, pojawiły się pewne symptomy zapowiadające, że w tej potężnej gospodarce mogą jednak wystąpić kłopoty. Po pierwsze, od połowy lat osiemdziesiątych na Gieldzie Tokijskiej zaczęło się niezwykle ożywienie, przejawiające się niespotykanym wzrostem cen akcji. W latach

1984–1989 wskaźnik giełdowy wzrósł czterokrotnie. Natomiast od 4 stycznia 1990 r., czyli od dnia otwarcia giełdy, wskaźnik NIKKEI zaczął drastycznie spadać. W ciągu 8 miesięcy w stosunku do 29 grudnia 1989 r. zmniejszył się prawie o połowę i nadal spadał.

Niektórzy ekonomiści tłumaczą niezwykle hossę na Giełdzie Tokijskiej w latach osiemdziesiątych polityką rządów Nakasone i Takeshity niskiej stopy procentowej utrzymywanej przez Bank Japonii. Taka polityka była podyktowana trzema względami. Po pierwsze, utrzymywanie niskiej stopy procentowej wynikało z tradycji polityki gospodarczej, w której niskoprocentowane kredyty stanowiły narzędzie wspierania rozwoju gospodarki. Po drugie, w Japonii w rozpatrywanym okresie występowała znaczna nadwyżka w obrotach z USA, a więc niska stopa procentowa miała na celu pobudzanie japońskich inwestorów do zakupów amerykańskich papierów wartościowych. I po trzecie, na spotkaniu przedstawicieli Japonii z przedstawicielami USA, Wielkiej Brytanii, Francji i Niemiec Zachodnich w Nowym Jorku w 1985 r. Japonia zgodziła się ze stanowiskiem uczestników spotkania na temat konieczności podniesienia kursu jena w stosunku do dolara. W wyniku tego w sierpniu 1985 r. kurs dolara został obniżony z 250 jenów do 170 jenów, co oczywiście zgodnie z intencją negocjatorów państw zachodnich pogorszyło sytuację japońskich eksporterów. Niskie stopy procentowe miały zatem służyć złagodzeniu tej sytuacji.

Wspomniane zjawisko zapowiadało kryzys finansowy Japonii, ale to nie ono stało się najbardziej niebezpieczne. Jak się bowiem okazało, stabilizacja giełdy była stosunkowo łatwym zadaniem dla rządu. Minister finansów w 1991 r. wydał mianowicie bankom i towarzystwom ubezpieczeniowym milczące polecenie, które sugerowało zakaz sprzedaży akcji i nakaz ich kupowania po określonym, wysokim kursie. Takie narzędzie polityki gospodarczej tradycyjnie zdało egzamin jako niezwykle skuteczne. Za pewien błąd można uznać co najwyżej jego zbyt późne zastosowanie.

Prawdziwe zagrożenie dla stabilności rozwoju gospodarczego Japonii pojawiło się w latach osiemdziesiątych w wyniku zjawiska gwałtownie rosnących cen ziemi. Zjawisko to rozpoczęło się w centrum Tokio w słynnej dzielnicy handlowej Ginza w 1983 r. W krótkim czasie symboliczny metr kwadratowy gruntu w tej dzielnicy stał się najdroższym kawałkiem ziemi na świecie (mam ten metr kwadratowy na zdjęciu w swoich archiwach). W 1985 r. rozpoczął się proces gigantycznego wzrostu cen ziemi w tokijskich dzielnicach mieszkaniowych. I następnie zjawisko takie zaczęło się rozprzestrzeniać na kolejne wielkie, a wkrótce i coraz mniejsze, miasta. Ceny ziemi nakręcane były rosnącym popytem generowanym przez wielkie firmy zajmujące się obrotem nieruchomości. Firmy te kupowały ziemię za kredyty bankowe udzielane im pod hipotekę ziemi. Banki chętnie udzielały takich kredytów, których wartość stanowiła 80%, a nawet 90% wartości ziemi. W wyniku tego wiele firm potężnie się zadłużało, a jednocześnie na skutek wzrostu cen ziemi i kolejnych jej zakupów, powiększał się ich

majątek. W takiej właśnie sytuacji znajdowała się gospodarka Japonii w przełomowym historycznie momencie, jakim było zakończenie się długotrwałej Ery Showa.

Cesarz Hirohito zmarł 7 stycznia 1989 r. i w tym dniu Wielki Steward Cesarski Fujimori Shoichi ogłosił oficjalną informację o śmierci cesarza i przebiegu jego choroby. 13 stycznia ustalone zostało imię cesarza *Showa Tenno*, które oficjalnie zostało mu nadane przez premiera Takeshita Naboru 31 stycznia 1989 r.³ Pogrzeb cesarza, na który przybyły do Japonii liczne koronowane głowy państw, przywódcy i dygnitarze, odbył się 24 lutego 1989 r.

3. Era Heisei

Książę Akihito (ur. 23 grudnia 1933 r.) został następcą cesarza Hirohito w dniu jego śmierci, czyli 7 stycznia 1989 r. i od północy tego dnia, czyli od 8 stycznia zapoczątkowana została Era Heisei, co można tłumaczyć jako Era Budowania Pokoju⁴. Formalnie Akihito zasiadł na tronie jako cesarz Japonii 12 listopada 1990 r.

Na początku Ery Heisei funkcję premiera sprawował jeszcze Takeshita Naboru, który podał się do dymisji 2 czerwca 1989 r. w związku z aferą korupcyjną i od 3 czerwca zwolnił stanowisko na rzecz Uno Sosuke (1922–1998), który sprawował urząd jako 75. premier Japonii tylko nieco ponad dwa miesiące, bo do 10 sierpnia 1989 r. Wtedy musiał ustąpić ze stanowiska, gdyż ujawniona została historia jego przygody z gejszą. Romans ten nie został co prawda uznany za zdradę małżeńską, ale za przejaw nieodpowiedzialności premiera i taka była oficjalna przyczyna złożenia przez niego dymisji.

Po ustąpieniu ze stanowiska premiera przez Uno, przez dwie kadencje od 10 sierpnia 1989 r. do 5 listopada 1991 r., funkcję premiera sprawował Kaifu Toshiki (ur. 1931). Jego pierwsza kadencja trwała do 28 lutego 1990 r. i od tego dnia zaczęła się druga, trwająca do 5 listopada 1991 r. Frakcja premiera Kaifu okazała się zbyt słaba, aby przeprowadzić do końca zakładane przez niego reformy antykryzysowe. Dlatego zrezygnował z funkcji przed upływem kadencji i ustąpił miejsca następnemu kandydatowi na stanowisko premiera.

Od 5 listopada 1991 r. do 9 sierpnia 1993 r. funkcję premiera pełnił Miyazawa Kiichi (1919–2007). Miyazawa wcześniej pełnił wiele ważnych funkcji rządowych, m.in. był ministrem międzynarodowego handlu i przemysłu (w latach 1971–1972),

³ Od 7 do 31 stycznia formalny tytuł cesarz brzmiał Taiko Tenno, co można tłumaczyć jako Infiltracja Cesarza.

⁴ Można też spotkać nazwę tej ery jako Era Osiągnięcia Pełni Pokoju, a na język angielski tłumaczy się ją niekiedy jako Era Pokoju i Harmonii (Peace and Harmony), co też można uznać za poprawne.

ministrem spraw zagranicznych (1974–1976), dyrektorem generalnym agencji planowania gospodarczego (1977–1978), szefem gabinetu premiera (1984–1986), ministrem finansów w lipcu 1986 r. W 1993 r. Miyazawa Kiichi został przewodniczącym G7 jako następcą Helmuta Kohla.

Miyazawa zdawał sobie sprawę z rozgoryczenia społeczeństwa, które aspirowało do coraz lepszego standardu życia w bogatym państwie, a możliwości zaspokojenia owych aspiracji stawały się coraz bardziej zagrożone widmem nadciągającego kryzysu. W związku z tym społeczeństwo stawało się coraz bardziej zawiedzione rządami Partii Liberalno-Demokratycznej. Dlatego premier podjął próbę przeprowadzenia pewnych populistycznych reform, mających, jak zapewniał Miyazawa, uczynić z Japonii najlepsze na świecie miejsce do życia. Kryzys przekreślał jednak możliwość przeprowadzenia wszystkich z zaproponowanych reform, a zwłaszcza tych szczególnie kosztownych dla budżetu państwa. Rząd przeforsował natomiast ustawę pozwalającą na wysyłanie sił japońskich na misje pokojowe, co nie przysporzyło mu zwolenników. W czerwcu 1993 r. parlament bez trudu przegłosował zatem wniosek o wotum nieufności dla rządu, którego formalnym powodem było zamieszanie w skandal korupcyjny członka frakcji partyjnej premiera w parlamencie. Po tym głosowaniu w parlamencie w lipcu 1993 r. odbyły się wybory krajowe, w których, po 38 latach nieprzerwanej dominacji na scenie politycznej, Partia Liberalno-Demokratyczna straciła przewagę w Izbie Reprezentantów. W wyniku tego Miyazawa musiał zrezygnować z funkcji premiera i przestał ją pełnić 9 sierpnia 1993 r.

W miejsce zdymisjonowanego Miyazawy od 9 sierpnia 1993 r. do 28 kwietnia 1994 r. premierem był Hosokawa Morihiro (ur. 1938), który stanął na czele koalicyjnego rządu. Był pierwszym od 1955 r. premierem rządu niereprezentującego Partii Liberalno-Demokratycznej. Był to rząd popierany przez 8 byłych partii opozycyjnych, w tym Japońską Partię Socjaldemokratyczną, w którą przekształciła się w 1991 r. Japońska Partia Socjalistyczna. W 1996 r. z nazwy partii usunięto przymiotnik „japońska” i w ten sposób parta z długimi tradycjami sięgającymi czasów międzywojennych przekształcona została w Partię Socjaldemokratyczną. W miarę tego, jak porzucała swoje założenia programowe i zaczęła zbliżać się do Partii Liberalno-Demokratycznej, następowała jej marginalizacja. W 2003 r. zdobyła mniej mandatów niż Japońska Partia Komunistyczna. Natomiast Partia Liberalno-Demokratyczna już w 1996 r. powróciła do władzy, nawet zgodnie z tradycją nie potrzebując do tego żadnego koalicjanta.

Rząd Hosokawy w czasie swojej krótkiej kadencji koncentrował swą działalność na sprawach ordynacji wyborczej i polityce zagranicznej. W swoim wystąpieniu 15 sierpnia 1993 r. po raz pierwszy w historii powojennej premier przyznał publicznie, że II wojna światowa była błędną wojną agresywną. Złożył też wyrazy ubolewania dla wszystkich ofiar wojny w Japonii i w państwach poszkodowanych w wyniku wojny.

Hosokawa 6 listopada złożył kurtuazyjną wizytę w Korei Południowej, a 19 marca 1994 r. – w Chinach, gdzie podpisał porozumienie o współpracy w dziedzinie ochrony środowiska. Po ośmiu miesiącach urzędowania Hosokawa został zmuszony do rezygnacji ze stanowiska po ujawnieniu afery związanej z nadużyciami finansowymi, w którą był zamieszany w 1980 r.

Jak wspominałem, w 1991 r. w wyniku polityki rządu opanowane zostało niebezpieczne dla gospodarki zjawisko gwałtownego spadku cen akcji na Giełdzie Tokijskiej, po długim okresie ich drastycznego wzrostu. Milczące sugestie zastosowane w końcówce rządów premiera Kaifu i podtrzymane przez jego następcę Miyazawę, poprzez przeprowadzenie określonych reform w systemie finansowym państwa, doprowadziły do pewnego uspokojenia sytuacji na Giełdzie, choć decyzje w tej sprawie zostały podjęte zdecydowanie zbyt późno. Natomiast polityka mająca na celu zahamowanie wzrostu cen ziemi okazała się nie tylko zbyt późna, ale przyniosła katastrofalne skutki zarówno dla systemu finansowego państwa, jak i w konsekwencji dla całej gospodarki, której podstawę stanowi sprawny system finansowy, o czym świadczą choćby przykłady z historii japońskiej polityki gospodarczej.

W maju 1990 r. rząd premiera Kaifu zdecydował się na podjęcie polityki skierowanej na opanowanie najbardziej kryzysowego zagrożenia dla japońskiej gospodarki, a więc na zahamowanie gigantycznego wzrostu cen ziemi. Taki zwrot w polityce gospodarczej rządu stanowił efekt nasilającego się niezadowolenia społeczeństwa japońskiego z sytuacji zaistniałej na rynku nieruchomości. Niezadowolenie to nie ujawniało się co prawda w postaci burzliwych manifestacji, ale rząd wyczuwał milczący protest społeczeństwa wobec istniejącej w Japonii sytuacji na rynku mieszkaniowym. Społeczeństwo uświadomiło sobie, że pomimo tego, iż stało się niezwykle zamożne i żyje w najbogatszym państwie świata, nie może nawet marzyć o osiągnięciu standardu mieszkaniowego porównywalnego z innymi rozwiniętymi państwami świata. Rodzeniu się takiej świadomości sprzyjały podróże turystyczne, które stały się zjawiskiem dostępnym i popularnym w japońskim społeczeństwie. Potęgowały ją także obraźliwe żarty obcokrajowców z warunków mieszkaniowych Japończyków. Społeczeństwo zaczęło rozumieć, że marzenia o przeprowadzce do większego mieszkania, o kupnie ziemi i wybudowaniu domu, czy kupnie domu, stały się nierealną mrzonką. Szanse na poprawę sytuacji mieszkaniowej nie tylko nie zaczęły się przybliżać, ale zaczęły w szybkim tempie się oddalać.

Pod milczącą, ale wynikającą z rosnącej frustracji silną presją społeczną, rząd wydał bankom wyraźny formalny, a nie – milczący, zakaz udzielania kredytów na transakcje ziemią nierolniczą. Wybranie przez rząd takiej drastycznej formy zastosowania narzędzia blokującego wzrost cen ziemi świadczy o jego wielkiej desperacji, spowodowanej nieakceptowaną przez społeczeństwo sytuacją w najbogatszym pań-

stwie świata. Efektem tego pociągnięcia nie było jednak tylko zatrzymanie wzrostu cen pożądanego przez społeczeństwo rzadkiego dobra, ale był nim gwałtowny spadek cen ziemi. W ciągu dwunastu miesięcy cena ziemi w wielu przypadkach spadła nawet dwukrotnie. Tendencja spadkowa utrzymywała się do połowy lat dziewięćdziesiątych. Było to zjawisko korzystne z punktu widzenia oczekiwań społecznych, ale okazało się niebezpieczne dla utrzymania stabilności gospodarki. Wspomniane zjawisko doprowadziło bowiem do niezwykle trudnej sytuacji wiele banków, które w latach osiemdziesiątych hojnie udzielały kredytów pod hipotekę ziemi. W takich warunkach w trudnej sytuacji znalazły się jednak nie tylko banki, lecz także zadłużone firmy. Wartość nabytych przez nie gruntów drastycznie bowiem spadła, a więc trzeba było ubiegać się o kolejne kredyty na spłatę wcześniejszych. Banki zaś, obawiając się upadłości swoich wierzycieli, na ogół z konieczności udzielały im dalszych kredytów. W ten sposób lawinowo zaczęło narastać zjawisko złych długów, które stało się zagrożeniem dla wielu banków.

Sytuacja, jaka pojawiła się w latach dziewięćdziesiątych w sektorze bankowym, doprowadziła do niespodziewanego kryzysu tamtej gospodarki, której siła jeszcze niedawno wydawała się niezniszczalna. Jeszcze na początku lat dziewięćdziesiątych społeczeństwo, a nawet część japońskich ekonomistów, nie wierzyli w nadciągający kryzys. Nie świadczyły o nim niektóre wskaźniki ekonomiczne, które wskazywały co prawda na możliwość znacznego spowolnienia rozwoju gospodarczego, ale nie na długotrwały kryzys.

Tymczasem kryzys w Japonii był nieunikniony, gdyż w zaistniałej sytuacji siłą rzeczy zachwiana została podstawa każdej, a zwłaszcza potężnej, gospodarki, którą stanowi jej system finansowy. Ta właśnie podstawa jest w Japonii mocno rozbudowana i złożona, z uwagi na liczne i niezwykle skomplikowane zależności i współzależności. Japoński system bankowy jest oparty na wyrafinowanych procedurach kredytowych i rozliczeniowych, stosowanych w wielkiej sieci potężnych banków. W 1995 r. w japońskim systemie bankowym istniało 20 banków ogólnokrajowych, z czego 10 stanowiły banki komercyjne, 6 – hipoteczne i 4 – długoterminowe. Ponadto japoński system bankowy składał się z ponad 40 banków regionalnych oraz kilkuset banków spółdzielczych. Tak rozbudowany i złożony system, prowadzący na podstawie skomplikowanych procedur działalność kredytową, rozliczeniową, analityczną, kontrolną itd., do lat dziewięćdziesiątych działał niezwykle sprawnie, o czym świadczy choćby rozwój obsługiwanej przez ten system gospodarki. Stało się zatem sprawą nieuniknioną, że poważne zaburzenia w jego funkcjonowaniu, zaistniałe na skutek negatywnych zjawisk narastających od połowy lat osiemdziesiątych, nie mogły pozostać bez wpływu na gospodarkę. Przebiegający w miarę łagodnie do połowy lat

dziewięćdziesiątych kryzys gospodarczy musiał zatem nieuchronnie przybierać na sile wraz z narastającym kryzysem systemu finansowego w sferze bankowości.

W latach dziewięćdziesiątych zakończył się zatem okres sukcesów japońskiej gospodarki zapoczątkowany w latach pięćdziesiątych przez niezwykle skuteczną politykę gospodarczą prowadzoną przez kolejne rządy. Tylko siła inercji potężnego potencjału gospodarczego, zbudowanego w okresie japońskiego cudu i w okresie stabilnego wzrostu gospodarki, sprawiła, że Japonia dopiero po prawie dwudziestu latach kryzysu straciła status drugiej potęgi gospodarczej na świecie. Trzeba jednak też pamiętać, że straciła tę pozycję na rzecz państwa o ogromnym potencjale, którego wzrost można również traktować w kategoriach fenomenu, trudnego do wyjaśnienia na gruncie tradycyjnej ekonomii.

Jeżeli porównamy wskaźniki rozwoju gospodarczego Japonii Ery Heisei z wskaźnikami wysokorozwiniętych państw zachodnich, to może się wydawać, że nie świadczą one o jakimś głębokim kryzysie tamtej gospodarki. W latach 1991–2000 roczna stopa wzrostu PKB wynosiła co prawda 1,5%, ale w latach 1991–1995, gdy zaczął się kryzys, wynosiła ona ok. 2,5%, a w nowym stuleciu też oscylowała w granicach 1%. W okresie spowolnienia wzrostu gospodarczego i kryzysu w gospodarce światowej z 2008 r. wzrost japońskiego PKB nie wydaje się zatem niczym nadzwyczajnym. W okresie 1991–1995 przez dwa lata ceny detaliczne rosły o 1% rocznie, ale później nawet uległy spadkowi w takich samych granicach. Płace realne rosły stabilnie o 1%. Również stopa bezrobocia, która wzrosła z 0,5% do 5%, nie wydaje się szokująca na tle gospodarek innych państw rozwiniętych. Jeżeli jednak uwzględnimy, że stopa wzrostu dochodu Japonii w latach sześćdziesiątych wynosiła ponad 10%, w latach siedemdziesiątych 5%, a w latach osiemdziesiątych 4%, to przestaje dziwić, że tempo rozwoju w Epoce Heisei, a więc stopa wzrostu PKB i płac, a także zapomniany już wskaźnik, jakim była rosnąca stopa bezrobocia, musiały stanowić szok dla Japońskiego społeczeństwa. W początkowym okresie panowała jednak wiara w to, że rząd japoński, podobnie jak wcześniej się to zdarzało, szybko przezwycięży zaistniały kryzys poprzez adekwatną do zaistniałej sytuacji politykę gospodarczą. Wkrótce okazało się jednak, że przekonanie takie jest, niestety, iluzją. Pomimo tego, że w nowej epoce rządy zmieniały się często, nie udało się tego dokonać żadnemu z 18 premierów, którzy zajmowali stanowisko szefa rządu od 1989 do 2012 r. Dla porównania: w latach 1952–1989 funkcję tę pełniło 19 premierów, a 14 w latach 1926–1941.

Analiza funkcjonowania kolejnych rządów w Epoce Heisei pokazuje, że żaden z urzędujących dotychczas premierów nie przedstawił kompleksowego planu przedsięwzięć zmierzających do wyjścia z kryzysu. Żaden nie wytyczył celów, które mogłyby zmobilizować społeczeństwo do działań na rzecz przywrócenia rozwoju gospodarczego, choćby zbliżonego do występującego w ostatniej dekadzie Ery

Showa. Żaden z urzędujących premierów nie przedstawił też jakiegokolwiek koncepcji wykorzystania potencjału tkwiącego w japońskim społeczeństwie, który mógłby stać się siłą napędową takiego rozwoju.

Pomysłu na przedstawienie koncepcji działań skierowanych na wyjście z kryzysu i naprowadzenie gospodarki na ścieżkę rozwoju nie zgłosił nawet taki cieszący się popularnością i uznaniem japoński polityk, jak Koizumi Junichichiro (ur. 8 stycznia 1942 r.). Koizumi jest absolwentem znanego japońskiego Uniwersytetu Keio, gdzie studiował nauki ekonomiczne. Studiował też w University College London. Od 1972 r. zasiada w parlamencie. Był ministrem poczty i telekomunikacji (1992–1993) w rządzie premiera Miyazawy oraz ministrem zdrowia (1988–1989 i 1996–1998) w rządach Takeshity, Uno i Hashimoto. Dnia 26 kwietnia 2001 r. jako przewodniczący Partii Liberalno-Demokratycznej został powołany na stanowisko premiera Japonii. Funkcję tę pełnił przez trzy kadencje. Swoje odejście ze stanowiska szefa rządu ogłosił 26 września 2006 r. Pomimo długiego okresu sprawowania władzy i oczekiwań społeczeństwa nie udało mu się wypracować, choćby nierealnej, koncepcji wyprowadzenia japońskiej gospodarki z głębokiej stagnacji.

Nie dokonał tego także Hatoyama Yukio (ur. 11 lutego 1947 r.), z którym wiązano olbrzymie nadzieje. Polityk ten wywodził się ze znamienitego rodu⁵, o wielkich tradycjach w służbie dla państwa; zrobił błyskotliwą karierę polityczną i słynął z niekonwencjonalnego zachowania. W 1986 r. został wybrany do Izby Reprezentantów, a w maju 2009 r. został przewodniczącym Japońskiej Partii Demokratycznej, którą poprowadził do zwycięskich wyborów powszechnych w sierpniu tamtego roku, pokonując Partię Liberalno-Demokratyczną. Jako reprezentant zwycięskiej partii został premierem Japonii. Przez krótki czas sprawowania tej funkcji, od 16 września 2009 r. do 2 czerwca 2010 r., Hatoyama wykazywał dużą aktywność w sferze polityki zagranicznej. Przeprowadził też przez parlament wiele ustaw, ale nie stanowiły one załączka jakiejś koncepcji sanacyjnej dla japońskiej gospodarki. Odszedł ze stanowiska w atmosferze nie do końca wyjaśnionych udziałów w skandalach finansowych, co spowodowało znaczną utratę jego popularności w opinii społecznej. Również ekscentryczny Hatoyama zawiódł więc nadzieje japońskich wyborców. Ponadto Japonia w czasach jego rządów straciła pozycję drugiej potęgi gospodarczej świata.

Brak rządowych planów pozwalających zadziwić świat dokonaniem, choćby zbliżonymi do tych, z których słynęła Japonia w nieodległej przecież przeszło-

⁵ Ród Hatoyamów w czasach premierostwa Yukio porównywano chętnie do amerykańskiego klanu rodzinnego Kennedych.

ści, można oczywiście tłumaczyć tym, że pod wpływem dobrobytu materialnego olbrzymi potencjał tkwiący w historycznie ukształtowanej mentalności japońskiego społeczeństwa uległ osłabieniu, w związku z czym wyczerpały się możliwości jego wykorzystania z pożytkiem dla rozwoju państwa, jak to miało to miejsce w przeszłości. Jest w tym na pewno ileś prawdy, że powtórzenie fenomenu z przeszłości na takiej samej bazie i sprawdzonych rozwiązaniach stało się w dużym stopniu nierealne. Nawet jeśli faktycznie tak było i jest, to trudno jednak się o tym przekonać, gdy rządy nie podejmują nawet próby sprawdzenia, czy taka faktycznie jest prawda. Istnieją bowiem podstawy, aby twierdzić, że pewne cechy japońskiego społeczeństwa, w których tkwiła zadziwiająca świat siła tamtej gospodarki, przetrwały mimo wszystko do dziś. Do takich cech japońskiego społeczeństwa, choć zapewne w innym niż kiedyś wymiarze, z pewnością należą: pracowitość i ambicje w dążeniu do zdobywania wiedzy, pragmatyzm, honor, dyscyplina i posłuszeństwo, czy przywiązanie do tożsamości narodowej.

Przypadek japońskiej gospodarki w okresie Heisei pokazuje także, że przeniesienie na jej grunt rozwiązań, które okazały się skuteczne w gospodarce rynkowej, nie posłużyło jej rozwojowi w takim stopniu, w jakim służyła jej polityka gospodarcza oparta na planowej regulacji. W warunkach japońskich wzorowana na amerykańskich doświadczeniach liberalizacja przyniosła co prawda szybkie efekty, ale były to efekty zdecydowanie negatywne, w postaci spowolnienia rozwoju gospodarczego, wysokiej jak na tamte warunki stopy bezrobocia, rozwarstwienia ekonomicznego społeczeństwa, brutalizacji życia gospodarczego i politycznego, przetasowania tradycyjnego systemu wartości itp. Japończycy mieli zatem okazję przekonać się, że ich sceptycyzm wobec cudownej mocy niewidzialnej ręki rynku, wyrażany przez długi czas w powojennej historii ich kraju, nie był bynajmniej pozbawiony sensu.

4. Podsumowanie

Rozważania przeprowadzone w niniejszym artykule poświęcone historii japońskiej gospodarki w latach 1952–1989 wyraźnie wskazują na to, że tamtej unikalnej rzeczywistości nie daje się wytłumaczyć za pomocą ekonomii formułującej teorię na temat gospodarki rynkowej. Rzeczywistość tamta niewiele miała bowiem wspólnego z regułami funkcjonowania rynku, w związku z czym również metodologia tradycyjna nie stanowi adekwatnego narzędzia jej objaśniania. Dlatego japońska gospodarka okazała się ważnym źródłem inspiracji poszukiwań metodologii innej

niż tradycyjna⁶. Słabości ekonomii tradycyjnej obnażyły też zjawiska występujące w japońskiej gospodarce w okresie kryzysu, jaki nastąpił w Epoce Heisei. Przyczyny tego kryzysu i jego długotrwały charakter potwierdziły bowiem celowość poszukiwań metodologii opartej na idei deskryptywnej.

Bibliografia

1. Ito M., *The World Economic Crisis and Japanese Capitalism*, The Macmillan Press Ltd, London 1990.
2. Ito M., *Value and Crisis*, Pluto Press, London 1980.
3. Kaja J., *Deskryptywne badanie polsko-japońskie. Wybrane zagadnienia*, Instytut Cybernetyki i Zarządzania, SGPiS, Warszawa 1990.
4. Kaja J., *Ekonomia japońska i japońskie fenomeny gospodarcze*, Wydawnictwo Naukowe „Semper”, Warszawa 1994.
5. Kaja J., *Eseje o japońskiej ekonomii i gospodarce*, Wydawnictwo Naukowe „Semper”, Warszawa 1996.
6. Kaja J., *Japońska ekonomia deskryptywna* „Życie Gospodarcze” 1992, nr 50.
7. Kaja J., *Podejścia metodologiczne w teorii polityki gospodarczej*, w: *Polityka społeczno-ekonomiczna w dobie przemian*, red. E. Kryńska, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2006.
8. Kaja J., *Wybrane elementy japońskiej polityki mikroekonomicznej*, w: *Polityka ekonomiczna. Współczesne wyzwania*, red. M. Klamut, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
9. Kaja J., *Zarys japońskiej ekonomii deskryptywnej*, Instytut Cybernetyki i Zarządzania, SGPiS, Warszawa 1992.
10. Kaja J., *Zarys polityki gospodarczej*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 1994.
11. Uno K., Keizai Genron, *Zasady ekonomii politycznej*, Iwanami Shoten, Tokyo 1964.

⁶ Przedstawione w niniejszym artykule zjawiska z japońskiej rzeczywistości społeczno-gospodarczej, różniące się zasadniczo od charakterystycznych dla gospodarki rynkowej, nie wyczerpują oczywiście zjawisk stanowiących fenomen japońskiej gospodarki. Łatwo się o tym przekonać choćby na podstawie analizy tamtej rzeczywistości w takich sferach, jak: rolnictwo i polityka rola. Por. np. J. Kaja, *Wybrane elementy japońskiej polityki mikroekonomicznej*, w: *Polityka ekonomiczna. Współczesne wyzwania*, red. M. Klamut, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, J. Kaja, *Gospodarka japońska...*, op.cit.

12. Uno K., *Principles of Political Economy. Theory of a Purely Capitalist Society*, Harvester Press, Sussex 1980.
13. Yoshino E., *Porando no Nogo to Nomin. Gushtoef Mura no Kenkyu (Polscy chłopi i rolnictwo. Studia o gminie Gushtoef)*, Bokutakusha, Tokyo 1993.
14. Yoshino E., *Polscy chłopi w XX wieku. Podejście mikrodeskryptywne*, Wydawnictwo Naukowe „Semper”, Warszawa 1997.
15. Yoshino E., Shakaishugi Keizai Kaikuro, *Szkice o socjalistycznej reformie gospodarczej*, Bokutakusha, Tokyo 1987.

Japanese Economy as a Source of Inspiration for the Birth of Descriptive Methodology. From Economic Miracle till Crisis

Summary

The present article is devoted to considerations of the post-war Japanese history since the American occupation till the present times. This period includes the time of the so-called economic miracle lasting since the 1950s and the sustainable growth that occurred in the Showa Era after the fuel crisis in the world economy. The article explains the most essential reasons for the spectacular success of the Japanese economy in the period of its dynamic growth, also after a short crisis in the 70s which resulted also from effective though unconventional foreign policies conducted by the Japanese governments. The article also explains the reasons which led the Japanese economy to the crisis of the Heisei Era as well as the reasons for the unexpected duration of this crisis.

Keywords: descriptive method, Japanese economy

Adam Jabłoński

Wyższa Szkoła Biznesu w Dąbrowie Górniczej

Wieloparadygmatyczność w zarządzaniu a trwałość modelu biznesu przedsiębiorstwa

Streszczenie

Przy założeniu, że obecnie przedsiębiorcy nie konkurują tylko produktami, ale przede wszystkim modelami biznesu, szczególnie ważne staje się ich odpowiednie konstruowanie. Rozpatrując modele biznesu w kategorii celu, należy zadać pytanie: jak je budować, czemu mają służyć i na jakich podstawach powinny być budowane? Według autora artykułu, ze względu na złożoność interpretacyjną modeli biznesu, tą podstawą jest zastosowanie przy ich budowie wieloparadygmatyczności zarządzania. Celem artykułu jest przedstawienie autorskich założeń zastosowania wieloparadygmatyczności zarządzania jako skutecznej platformy do konstruowania trwałych modeli biznesu przedsiębiorstw zdolnych do ciągłej odnowy strategicznej. Autor artykułu stawia tezę, iż w obecnej sytuacji gospodarczej, aby zapewnić przedsiębiorstwu trwałość jego modelu biznesu, należy w zarządzaniu zastosować zasady wieloparadygmatyczności.

Słowa kluczowe: model biznesu, paradygmat, zarządzanie strategiczne, trwałość biznesu

1. Wprowadzenie

Dzisiejsze burzliwe otoczenie rynkowe zmienia mechanizmy zarządzania przedsiębiorstwami. Istnieje wiele wątpliwości dotyczących rozumienia przedsiębiorstwa, jego atrybutów oraz czynników kształtujących zachodzące w nim procesy decyzyjne.

Szczególnie dotyczy to osadzenia w przedsiębiorstwie miejsca i roli dzisiejszych strategii i modeli biznesu. Wynika to z nieostrego charakteru nowoczesnego przedsiębiorstwa oraz nowych przestrzeni ich rozwoju: od pojedynczego przedsiębiorstwa do sieci przedsiębiorstw. Stąd szczególnego znaczenia nabierają poszczególne paradygmaty zarządzania, ich aktualność i kontekst zastosowania przy założeniu, że według twórcy pojęcia paradygmatu, T.S. Kuhna, charakterystyczne dla procesu naukowego są zmiany paradygmatów¹.

Konkretnie chodzi o poszukiwanie optymalnych teorii, których zastosowanie w praktyce może dać wymierne korzyści racjonalnie działającym przedsiębiorcom. Przy założeniu, że obecnie przedsiębiorcy nie konkurują tylko produktami, ale przede wszystkim modelami biznesu, tą korzyścią wydaje się konstruowanie efektywnych modeli biznesu. Rozpatrując modele biznesu w kategorii celu należy zadać pytanie: jak je konstruować, czemu mają służyć i na jakich podstawach powinny być budowane? Według autora artykułu, ze względu na złożoność interpretacyjną modeli biznesu, tą podstawą jest zastosowanie przy ich budowie wieloparadygmatyczności zarządzania. Celem artykułu jest przedstawienie autorskich założeń zastosowania wieloparadygmatyczności zarządzania jako skutecznej platformy do konstruowania trwałych modeli biznesu przedsiębiorstw zdolnych do ciągłej odnowy strategicznej. Autor artykułu stawia tezę, iż w obecnej sytuacji gospodarczej, aby zapewnić przedsiębiorstwu trwałość jego modelu biznesu, należy w zarządzaniu zastosować zasady wieloparadygmatyczności.

2. Wieloparadygmatyczność w zarządzaniu przedsiębiorstwem a modele biznesu

Jeżeli przyjmiemy założenie, że zarządzanie przedsiębiorstwem w drugiej dekadzie XXI wieku podważa większość stosowanych wcześniej paradygmatów, to istotne staje się odpowiedzenie na trzy kluczowe pytania:

1. Czy istnieje obecnie w naukach o zarządzaniu paradygmat, który może być swego rodzaju paradygmatem, na którym mogą być osadzone paradygmaty cząstkowe?
2. Czy i jak należy dobierać paradygmaty do budowy modeli biznesu w konkretnych kontekstach biznesowych działających na rynku przedsiębiorstw?
3. Jak zastosować wieloparadygmatyczność do poszczególnych atrybutów przedsiębiorstwa i atrybutów modeli biznesu?

¹ T.S. Kuhn, *The Structure of Scientific Revolutions*, University of Chicago Press, Chicago 1962.

Rozpoczynając rozważania, należy zacytować Ł. Sułkowskiego, który twierdzi, że strategia „pluralizmu epistemologicznego”, zbliżona do „podejścia godziny 10” K. Weicka, zakłada możliwość łączenia podejść zaczerpniętych z różnych paradygmatów, ale pod warunkiem dążenia do spójnych rezultatów poznawczych. Sugerowana jest również kolista interpretacja procesu badań². Zatem mogą być wykorzystane pojęcia funkcjonalistyczne (hipotezy, weryfikacja lub falsyfikacja) oraz interpretatywne (znaczenie, interpretacja), a nawet krytyczne, np. fałszywa świadomość. Metodyka badań ma prowadzić do komplementarności (triangulacja metodologiczna) i zakłada możliwości łączenia metod ilościowych i jakościowych, również metod zaangażowanych. Strategia „eklektyzmu epistemologicznego” zakłada, podobnie jak pluralizm, możliwość łączenia teorii i metod zaczerpniętych z różnych paradygmatów³. Zatem chodzi nie tylko o wieloparadygmatyczność, lecz także o zdolność przedsiębiorstw do budowania platformy niezbędnej do wykorzystania teorii, metod i koncepcji zarządzania dla funkcji wyznaczonego przez przedsiębiorstwo celu. Przy założeniu, że istotne staje się zbudowanie systemu paradygmatów, można przyjąć, że ową skuteczną platformą niezbędną do efektywnego zarządzania przedsiębiorstwem jest jego model biznesu.

Wynika to także z wątpliwości, które prezentuje A. Noga, twierdząc, że dotychczasowe niezadowolenie z wielu budowanych teorii przedsiębiorstwa wynika stąd, że żadna z omawianych w jego książce dwudziestu siedmiu teorii przedsiębiorstwa nie odpowiada w jednolity, spójny sposób na osiem grup następujących pytań⁴:

1. Czym jest przedsiębiorstwo? Jaka jest jego natura? Jaki cel realizuje? Jakie są jego granice (jak zmieniają się w czasie)?
2. Jakie są konsekwencje odpowiedzi na powyższe pytania dla relacji danego przedsiębiorstwa z innymi przedsiębiorstwami, konkurencji oraz organizacji gospodarki i jej części (gałęzi, regionów, klasterów)?
3. Jakie korzyści z istnienia przedsiębiorstw ma gospodarka? Jak korzyści przedsiębiorstw mają się do korzyści ogólnogospodarczych?
4. Jaką rolę w przedsiębiorstwie odgrywają: właściciel, przedsiębiorca, menedżer, pracownicy, klienci (szczególnie ostateczni – konsumenci), a także inni interesariusze (*stakeholders*)?
5. Jakie są konsekwencje odpowiedzi na powyższe pytania dla zakładania, funkcjonowania, rozwoju i likwidacji przedsiębiorstwa?
6. Jakie są konsekwencje odpowiedzi na powyższe pięć grup pytań dla zarządzania przedsiębiorstwami?

² K.E. Weick, *The Social Psychology of Organising*, Addison-Wesley, Reading 1979.

³ Ł. Sułkowski, *Epistemologia i metodologia zarządzania*, PWE, Warszawa 2012, s. 102.

⁴ A. Noga, *Teorie przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2009, s. 12.

7. Jakie są konsekwencje odpowiedzi na powyższe sześć grup pytań dla analizy związku zmian makroekonomicznych i polityki makroekonomicznej?
8. Jaką rolę odgrywają przedsiębiorstwa we wzroście (rozwoju) gospodarki?

Wobec powyższego, patrząc na przedsiębiorstwo przez pryzmat ujęcia teoretycznego, można przyjąć, że przedsiębiorstwo dzisiaj to między innymi⁵:

- podmiot służący do generowania korzyści finansowych dla jego akcjonariuszy,
- podmiot służący do kreowania korzyści dla odbiorców tworzonej przez nie wartości,
- byt społeczny kształtujący więzi międzyludzkie.

Pytania, z jakimi borykają się zatem badacze oraz praktycy, to: jak pogodzić te definicje? co jest głównym stymulantem dialogu owych badaczy i praktyków? Wydaje się, że obecnie te rozważania należy odnieść także do pojęcia modelu biznesu jako kluczowej determinanty dzisiejszego rozwoju i wzrostu przedsiębiorstwa. Jak go zatem interpretować? Według definicji opracowanej przez A. Afuah'a i C.L. Tucciego model biznesu to przyjęta przez firmę „metoda powiększania zasobów w celu przedstawienia klientom produktów i usług, których wartość przewyższa ofertę konkurencji i która jednocześnie zapewnia firmie dochodowość (...) Jest systemem złożonym z wzajemnie ze sobą powiązanych elementów, które oddziałują na siebie w czasie”⁶. Ch. Zott i R. Amit rozumieją „model biznesu jako system współzależnych działań wychodzących poza firmę, zawierający swoje granice”⁷. Według R. Casadesus-Masanell i J.E. Ricart, model biznesowy odwołuje się do logiki firmy, sposobu, w jaki działa i jak tworzy wartość dla zainteresowanych stron. Strategia odnosi się do wyboru modelu biznesowego, poprzez który firma będzie konkurować na rynku. Taktyka odnosi się do ostatecznych wyborów decyzyjnych wynikających z modelu biznesu i realizujących je pracowników⁸. Rozpatrując model biznesu

⁵ Przykładowi autorzy różnych koncepcji teorii przedsiębiorstwa: J.A. Schumpeter, *Teoria rozwoju gospodarczego*, PWN, Warszawa 1960; H.I. Ansoff, *Corporate strategy; an analytic approach to business policy for growth and expansion*, McGraw-Hill, New York 1965; R.E. Freeman, *Strategic Management: A stakeholder approach*, Pitman, Boston 1984; D. Wood, *Corporate Social Performance Revisited*, The Academy of Management Review 1991, 16(4); G. Gierszewska, M. Romanowska, *Analiza strategiczna przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2009; S.E. Atkinson, R. Halvorsen, *The relative efficiency of public and private firms in a regulated environment*, „Journal of Public Economic” 1986; D. Teece, *Towards an economic theory of the multiproduct firm*, „Journal of Economic Behavior and Organization” 1982; E. Urbanowska-Sojkin, P. Banaszyk, H. Witczak, *Zarządzanie strategiczne przedsiębiorstwem*, PWE, Warszawa 2004.

⁶ A. Afuah, C. Tucci, *Biznes internetowy. Strategie i modele*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2003, s. 20.

⁷ Ch. Zott, R. Amit, *Business Model Design: An Activity System Perspective*, „Long Range Planning” 43 (2010), 216–226.

⁸ R. Casadesus-Masanell, J.E. Ricart, *From Strategy to Business Models and onto Tactics*, „Long Range Planning” 2010, 43, 195–215, s. 196.

jako platformy do zapewnienia ciągłości prowadzenia biznesu w długim okresie, definicję modelu biznesu przedstawili B. Demil i X. Lecocq, mówiąc, że model biznesu określa sposób, w jaki organizacja funkcjonuje w celu zapewnienia jej stabilności⁹. M.V. Jones i P.P. McDougall-Covin, na podstawie 48 definicji modeli biznesu, zdefiniowali 26 elementów pojawiających się w różnych konfiguracjach. W szczegółowych analizach piszą, że tylko 5 tych samych elementów było zawartych w ponad 50% definicji. W mniej niż 25% definicji było rozważanych 17 komponentów i 5 w mniej niż 10% definicji. Do strategii odnosiły się 4 z 26 komponentów i 6 innych do misji i celów. Tylko 3 autorów definicji modelu biznesu nie zawarło w niej nawiązania do strategii czy też misji. Do aspektów finansowych odnosiło się 5 komponentów, a tylko 13 definicji nie zawierało żadnego z tych komponentów. Do najczęściej występujących komponentów modeli biznesu (ponad 50% definicji) zaliczyć można procesy/działania/łańcuch wartości, relacje z klientami/interfejsy, sieć wartości (partnerzy/aktorzy/dostawcy/alianci). Do owych komponentów modeli biznesu M.V. Jones i P.P. McDougall-Covin zaliczyli: misję, kreację wartości, kreację wartości dla interesariuszy, trwanie, eksploatację, innowację, identyfikowanie się z korporacją/reputację/kulturę, strategię, propozycję wartości/ofertę/produkt i usługę, konkurentów/środowisko konkurencyjne, dyferencjację/koszty przywództwa/cele rynkowe/politykę cenową, procesy/działania/łańcuch wartości, zasoby/aktywa, zdolności/kompetencje, wybory strategiczne, partnerów/aktorów/dostawców/sieć wartości/alianse, klientów, relacje/interfejsy, przepływ informacji, infrastrukturę, funkcjonalność/wspomaganie procesów, technologie, lokalizację, finanse (przychody, koszty, zysk), aspekty finansowe, *cash flow*¹⁰. Przedstawiona interpretacja pojęcia modeli biznesu w kontekście różnych autorów definicji pozwala przyjąć, że model biznesu może być różnie interpretowany. Jednak zawsze będzie służył do podniesienia efektywności przedsiębiorstwa.

Ze względu na ową złożoność interpretacyjną pojęcia modeli biznesu tym ważne staje się zastosowanie wieloparadygmatyczności w interpretowaniu, konstruowaniu i wdrażaniu modeli biznesu, realizowanej poprzez budowę spójnego systemu paradygmatów adekwatnych do statusu rynkowego i posiadanych zasobów przez przedsiębiorstwo. Wtedy przedsiębiorca z wielu istniejących paradygmatów powinien wybrać te, które mogą stanowić dla niego mechanizm niezbędny do skonstruowania modelu biznesu opartego na specyficznym, dokonanym w drodze selekcji, konstrukcie

⁹ B. Demil, X. Lecocq, *Business model evolution: In search of dynamic consistency*, „Long Range Planning” 2010, 43(2-3), s. 231.

¹⁰ A. Onetti, A. Zucchella, M.V. Jones, P.P. McDougall-Covin, *Internationalization, innovation and entrepreneurship: business models for new technology-based firms*, „Journal of Management Government” 2012, s. 344-357.

metodologicznym, będącym systemem paradygmatów tworzących zwartą całość. Autor artykułu poniżej przedstawia kluczowe, według jego opinii, paradygmaty zarządzania, mogące być komponentami systemu paradygmatów oraz definiuje własne podejście służące do zbudowania takiego systemu, który może stanowić dla przedsiębiorstw warunki brzegowe projektowania własnych modeli biznesu.

3. Paradygmaty finansowy i prowartościowy w konstruowaniu modeli biznesu

W obecnym czasie wobec występującego nadal na świecie kryzysu gospodarczego, finansowego i co ważne – także moralnego, szczególnego znaczenia nabierają czynniki służące do efektywnego zarządzania finansami i budowania wartości, nie tylko w krótkiej, lecz także w długiej perspektywie. Stąd ważne stają się w zarządzaniu przedsiębiorstwem paradygmat finansowy i paradygmat prowartościowy. Nurt finansowy zarówno w naukach ekonomicznych, jak i w węższej perspektywie teorii przedsiębiorstwa, rozwijał się na przestrzeni ostatnich lat oraz rozwija się obecnie w sposób niezwykle dynamiczny. Definiuje się słusznie, że model finansowy traktuje przedsiębiorstwo jako system zasobów (aktywów) mających zawsze określoną wartość finansową, które są przekształcane w strumienie finansowe. Aktywa te tworzą kapitał. Kapitał przedsiębiorstwa jest traktowany jako wartość, którą szacuje się (oblicza) na podstawie wielu danych i która zmienia się w czasie w zależności od wielu zmiennych. W związku z powyższym dochodzi do modyfikacji celu przedsiębiorstwa w modelu finansowym jego działania. Z punktu widzenia inwestora zewnętrznego kluczowym celem przedsiębiorstwa powinna się stać maksymalizacja wartości firmy, najlepiej trwała, zarówno w perspektywie krótko-, średnio- jak i długoterminowej¹¹.

Elementami budowy teorii finansowej przedsiębiorstw są aktywa i pasywa w gospodarce. Granice instytucjonalne i organizacyjne między przedsiębiorstwem, rynkiem i gospodarstwami domowymi kształtuje minimalizacja kosztów pozyskania kapitału¹².

Zatem ważne stają się umiejętne gospodarowanie finansami i racjonalność w ich użytkowaniu. A to już krok dalej, bo wtedy paradygmat finansowy kieruje się ku paradygmatowi prowartościowemu, gdzie przykładowo T. Copeland, T. Koller i J. Murrin prezentują akcent na maksymalne generowanie wolnej gotówki oraz pra-

¹¹ Zob. T. Gruszecki, *Współczesne teorie przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 34, za: M. Wojtysiak-Kotlarski, *Teoria przedsiębiorstwa a koncepcje zarządzania i praktyka biznesu*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2011, s. 287.

¹² A. Noga, *Teorie...*, op.cit., s. 181.

widłowe szacowanie WACC (średnioważonego kosztu zaangażowanego kapitału)¹³. Założenia prowartościowego paradygmatu zarządzania w Polsce opracował A. Jaki, który twierdzi, że powstanie i rozwój prowartościowego paradygmatu zarządzania wywarły istotny wpływ na ewolucję różnych obszarów zarządzania przedsiębiorstwem oraz – zaadaptowany do nowych potrzeb – rozwój i doskonalenie narzędzi wykorzystywanych w toku tego procesu¹⁴.

Jak pisze A. Jaki, istnieje konieczność systemowego ujęcia koncepcji zarządzania wartością, a wynika to z analizy wielu definicji preferowanych przez różnych autorów. Równocześnie w wielu podejściach odnaleźć można potrzebę procesowego ujęcia koncepcji zarządzania wartością. System zarządzania wartością opiera się na skoncentrowaniu wszystkich zasobów gospodarczych oraz podporządkowaniu wszystkich funkcji zarządzania dążeniu do maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa¹⁵. Stąd ważny staje się paradygmat systemowy oraz nowo powstający i różnie interpretowany paradygmat sieciowy.

4. Paradygmaty systemowy i sieciowy w konstruowaniu modeli biznesu

Paradygmat systemowy odgrywa szczególną rolę w naukach o zarządzaniu. Obecnie przechodzi wręcz fazę renesansu, także z powodu racjonalności bardzo potrzebnej w zarządzaniu przedsiębiorstwem w fazie kryzysu. Można uznać nawet, że stanowi pewnego rodzaju funkcję megaparadygmatu, od którego następuje konstruowanie i stosowanie innych paradygmatów zarządzania. T. Pszczołowski stwierdził, że system składa się z przynajmniej dwóch elementów, które są powiązane relacjami¹⁶. Według P.M. Senge, jeżeli chcemy w pełni wykorzystać potencjał myślenia systemowego, nie możemy zapominać o budowaniu wspólnej wizji, modelach myślowych, zespoło-

¹³ T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, II wyd., John Wiley & Sons, Nowy Jork 1995.

¹⁴ A. Jaki, *Mechanizmy procesu zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Kraków 2012, s. 12.

¹⁵ Szeroko o genezie koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa piszą T. Copeland, T. Koller, J. Murrin. Według nich umiejętność kształtowania wartości jest bardzo ważnym elementem opracowania solidnych strategii działania przedsiębiorstwa i podlegających mu jednostek, strategii podnoszących wartość firmy i niedopuszczających do przejęcia jej przez inne przedsiębiorstwo, por: T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm*, WIG-Press, Warszawa 1997, s. 59.

¹⁶ T. Pszczołowski, *Mała encyklopedia prakseologii i teorii organizacji*, Zakład Narodowy im. Ossolińskich, Wrocław–Warszawa–Kraków–Gdańsk 1978.

wym uczeniu się oraz osobistym mistrzostwie. Budowanie wspólnej wizji wywołuje długookresowe zaangażowanie¹⁷.

T. Gospodarek twierdzi, że ujęcie systemowe pozwala na znaczące uproszczenie analiz układów społeczno-ekonomicznych, oddziałujących ze sobą i otoczeniem. Jest jednocześnie powszechnie uznaną metodologią w naukach społecznych, umożliwiając używanie przybliżenia czarnej skrzynki¹⁸, a następnie stopniowego jej „wybielania”, aż do uzyskania zadowalających opisów relacji wewnętrznych i struktury. Tym samym system generujący wartość może stanowić bazowy przedmiot zarządzania, na temat którego można budować wiedzę oraz tworzyć sposoby jej pozyskiwania, a z drugiej strony – dokonywać wskazań dla optymalnych zachowań, wynikających z teorii systemów¹⁹ oraz racjonalności zachowań²⁰.

Porównując paradygmat systemowy z paradygmatem sieciowym, należy rozważyć kluczowe kwestie: czy system jest siecią oraz czy sieć jest systemem lub nie ma powiązań i wzajemnych relacji między siecią a systemem i wtedy system nie jest siecią oraz sieć nie jest systemem. Odpowiedź nie jest łatwa i stanowi przedmiot sporu wielu naukowców. Zastosowanie paradygmatu sieciowego w zarządzaniu strategicznym według W. Czakona przejawia się przede wszystkim korzystaniem ze zmiennych strukturalnych, opisujących sieć lub aktora w sieci, aby wyjaśnić badane zmienne. Szczególnym osiągnięciem paradygmatu sieciowego jest ujawnienie, że sieci przyczyniają się do uzyskania przewagi konkurencyjnej dzięki uprzywilejowanej pozycji, korzyściom struktury lub efektywności współdziałania. Sieci przyczyniają się też do utrzymania przewagi konkurencyjnej dlatego, że z natury są idiosynkratyczne, wyjątkowe i osadzone w konkretnym zbiorze konkretnych aktorów, powiązanych konkretnymi więziami. Uniemożliwia to w istocie imitację. Sieć staje się zasobem, który można pozyskiwać, można wytworzyć i należy celowo kształtować, aby osiągnąć przewagę konkurencyjną²¹. Ważnym jest pytanie, czym się różni paradygmat relacji od paradygmatu sieciowego. Jeśli paradygmat sieciowy oparty jest na relacjach zachodzących między poszczególnymi elementami i paradygmat systemowy także, to wspólną platformą między tymi paradygmatami,

¹⁷ P.M. Senge, *Pięta dyscyplina, teoria i praktyka organizacji uczących się*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa 2012, s. 29.

¹⁸ B.W. Arthur, *Cognition: The Black Box of Economics*, w: *The Complexity Vision and the Teaching of Economics*, Chpt. 3, ed. D. Colander, Edward Elgar Publishing, Northampton, Mass 2000.

¹⁹ L. von Bertalanffy, *General System Theory. Foundations, Development, Applications*, Braziller, New York 1968; L. von Bertalanffy, *Ogólna teoria systemów. Podstawy, rozwój, zastosowania*, PWN, Warszawa 1984; K.E. Boulding, *General Systems Theory. The Skeleton of Science*, „Management Science” 1956, 2(3), 197–208.

²⁰ T. Gospodarek, *Aspekty złożoności i filozofii nauki o zarządzaniu*, Wydawnictwo Wałbrzyskiej Wyższej Szkoły Zarządzania i Przedsiębiorczości, Wałbrzych 2012, s. 37.

²¹ W. Czakon, *Paradygmat sieciowy w naukach o zarządzaniu*, „Przegląd Organizacji” 2011, nr 11, s. 5.

wspierającą ich założenia, będzie paradygmat relacji, który w ujęciu podmiotowym będzie wspierany poprzez paradygmat akcjonariuszy i interesariuszy.

5. Paradygmat akcjonariuszy i interesariuszy w konstruowaniu modeli biznesu

Rozpatrując paradygmat akcjonariuszy i interesariuszy w konstruowaniu modeli biznesu, należy zwrócić uwagę na tzw. podejście hybrydowe. Polega ono na łączeniu w jeden wspólny model biznesu komponentów złożonych z czynników strategicznych przedsiębiorstwa, jego zasobów oraz podmiotów zlokalizowanych w jego przestrzeni biznesowej. Ma to charakter eklektyczny. W takim ujęciu nabiera znaczenia umiejętne godzenie interesów akcjonariuszy oraz innych interesariuszy przedsiębiorstwa. Występuje tu kilka teorii. Teoria maksymalizacji wartości dla udziałowców zaprezentowana przez M. Jensen i W. Meckling²² wskazuje akcjonariusza jako najważniejszego odbiorcę wartości wytworzonej przez przedsiębiorstwo. A. Rappaport zdefiniował natomiast nośniki wartości w ramach koncepcji wartości dla akcjonariuszy i zaliczył do nich:

- dynamikę wzrostu sprzedaży,
- dynamikę wzrostu zysku,
- dynamikę wzrostu aktywów trwałych,
- dynamikę wzrostu aktywów obrotowych,
- gotówkową zdolność do regulowania zobowiązań podatkowych,
- koszt kapitału,
- okres trwania przewagi konkurencyjnej przedsiębiorstwa,

Wszystkie te nośniki zawierać się będą w powyższych założeniach strategicznych przedsiębiorstwa²³. Ważna jest również koncepcja liczenia ekonomicznej wartości dodanej EVA i rynkowej wartości przedsiębiorstwa MVA, która została opracowana przez G.B. Steward²⁴. W tym ujęciu celem przedsiębiorstwa, a w konsekwencji jego modelu biznesu, jest kreacja wartości dla akcjonariuszy oraz kreacja wartości przedsiębiorstwa. Rozpatrując odmienne cele akcjonariuszy i innych interesariuszy w ujęciu dychotomicznym, należałoby przedstawić poglądy dotyczące paradyg-

²² M.C. Jensen, W.H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics” 1976, 3(4), 305–360.

²³ A. Rappaport, *Creating shareholder value: The new standard for business performance*, The Free Press, New York 1986; A. Rappaport, *Creating Shareholder Value: A guide for managers and investors*, The Free Press, New York 1998, s. 13–29.

²⁴ G.B. Steward, *The Quest for Value. The EVA TM Management Guide*, „Harper Business”, New York 1991.

matu interesariuszy. Przykładowo, D. Wood skonstruowała podwaliny koncepcji interesariuszy w kontekście godzenia interesów innych podmiotów wchodzących we wzajemne relacje z przedsiębiorstwem²⁵. Według Mitchella interesariusze to grupy, od których zależy przetrwanie organizacji²⁶. Freeman i Reed twierdzą, że interesariusze to jednostki lub grupy, które mogą wpływać na działania organizacji lub podlegają wpływowi działań podjętych przez organizację²⁷. Clarkson zdefiniował interesariuszy jako „nosicieli ryzyka”. Według niego „dobrowolni interesariusze organizacji ponoszą jakiegoś rodzaju ryzyko związane z tym, że zainwestowali w przedsiębiorstwo kapitał ludzki lub finansowy, coś wartościowego. Niedobrowolni interesariusze zaś podlegają jakiemuś ryzyku w efekcie działań firmy²⁸. Lantgry postawił tezę, że interesariusze ponoszą odpowiedzialność za pomyślność i los przedsiębiorstwa²⁹. Harrison odnosi pojęcie interesariuszy do praw i interesów, które są skutkiem transakcji, porozumień i innych działań, mających charakter prawny, moralny, indywidualny i grupowy³⁰. W takich ujęciach interesariusze stają się ważnymi komponentami modelu biznesu. Wtedy może powstać strategia wspólnej wartości, która stanowi zespół kreatywnych mechanizmów zarządzania strategicznego służących do znalezienia równowagi strategicznej oczekiwań wszystkich podmiotów zaangażowanych w kreację wartości przedsiębiorstwa, realizowana za pośrednictwem modelu biznesu. Strategia ta i model biznesu mogą być wsparte przez kolejne dwa paradygmaty mogące zapewnić trwałość modelowi biznesu. Tymi paradygmatami są: paradygmat społecznej odpowiedzialności biznesu oraz paradygmat zrównoważonego rozwoju.

²⁵ D. Wood, *Corporate...*, op.cit.

²⁶ R.K. Mitchell, *Toward a Theory of Stakeholder. Identification and Salience: Defining the Principle of Who and What Really Counts*, „Academy of Management Review” 1997, t. 22, nr 4, s. 853.

²⁷ E. Freeman, D. Reed, *Stockholders and Stakeholders: A New Perspective on Corporate Governance*, w: *Strategy. Process, Conten*, red. B. de Wit, R. Meyer, Context, London 1998, s. 832.

²⁸ Ibidem.

²⁹ B. Lantgry, *Stakeholders and Moral Responsibilities of Business*, „Business Ethics Quarterly” 1994, 4.

³⁰ J.G. Harrison, *Strategic Management of Organisation and Stakeholder*, West, St. Paul 1994.

6. Paradygmaty społecznej odpowiedzialności biznesu i zrównoważonego rozwoju w konstruowaniu modeli biznesu

W ujęciu teoretycznym np. A.B. Carroll³¹ ukazuje różne rodzaje odpowiedzialności przedsiębiorstwa w formie piramidy (tzw. piramida Carolla), gdzie przejawy poszczególnych odpowiedzialności są łatwe do zidentyfikowania:

- odpowiedzialność filantropijna – firma jest dobrym obywatelem, wspiera społeczeństwo;
- odpowiedzialność ekonomiczna – firma przynosi zysk, daje miejsca pracy, podejmuje mądre decyzje strategiczne;
- odpowiedzialność prawna – firma przestrzega prawa i regulacji, chroni swoich konsumentów i pracowników, dotrzymuje umów;
- odpowiedzialność etyczna – firma unika niepożądanych zachowań i podejmuje działania powyżej minimum prawnego.

Piramida ta funkcjonuje także w aspekcie odwróconym, jednak idea jest taka sama, odpowiedzialność wobec wszystkich interesariuszy przedsiębiorstwa. Przedsiębiorstwo zatem jest odpowiedzialne nie tylko za wyniki finansowe, ale także za społeczeństwo reprezentowane przez interesariuszy przedsiębiorstwa. Wspierając to podejście triadą etyka – ekonomia – ekologia (ang. *Triple Bottom Line*), opracowaną przez J. Elkingtona³², można powiedzieć, że przedsiębiorstwo staje się łącznikiem tych trzech kluczowych obszarów społecznej odpowiedzialności biznesu w jeden całościowy system. Wtedy ma zastosowanie kolejny paradygmat, jakim jest paradygmat zrównoważonego rozwoju, ale w tym miejscu rozpatrywany w kategorii przedsiębiorstwa. Podstawowe znaczenie dla konkretyzacji istoty nowego paradygmatu, jakim jest zrównoważony rozwój, mają³³:

- cechy rozwoju – samopodtrzymywanie, trwałość i równoważenie,
- zasady rozwoju – samopodtrzymującego, trwałego, zrównoważonego,
- łądy – społeczny, ekonomiczny i środowiskowy,
- cele – jako pozytywne stany docelowe rozwoju.

³¹ A.B. Carroll, *Business & Society, Ethics and Stakeholder Management*, Second Ed., South-Western Publishing Co, Cincinnati Ohio 1993, s. 35.

³² J. Elkington, *Cannibals with Forks: the Triple Bottom Line of 21st century business*, Capstone Publishing Ltd., Capstone, Oxford 1997.

³³ T. Borys, *Trwały i zrównoważony rozwój*, w: *Biznes, etyka, odpowiedzialność*, red. W. Gasparski, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2012, s. 479.

Platformą stosowania paradygmatu społecznej odpowiedzialności biznesu i zasad zrównoważonego rozwoju przedsiębiorstwa może być paradygmat ładu korporacyjnego³⁴.

Paradygmaty te mogą służyć przedsiębiorstwu do zapewnienia jego modelowi biznesu równowagi strategicznej, rozumianej jako stan, w którym znajduje się przedsiębiorstwo między zachodzącymi stanami chaosu. Im dłuższy stan równowagi strategicznej, tym dłuższy okres osiągnięcia wyższych stóp zwrotu z zaangażowanego kapitału. Wtedy to następuje stan względnie idealnego dopasowania modelu biznesu do potrzeb rynku³⁵. Jeśli natomiast podniesiemy do kluczowej rangi w trójkącie etyka – ekologia – ekonomia czynnik ekologiczny, to wynikiem takiego myślenia strategicznego będzie skonstruowanie tzw. zielonego modelu biznesu.

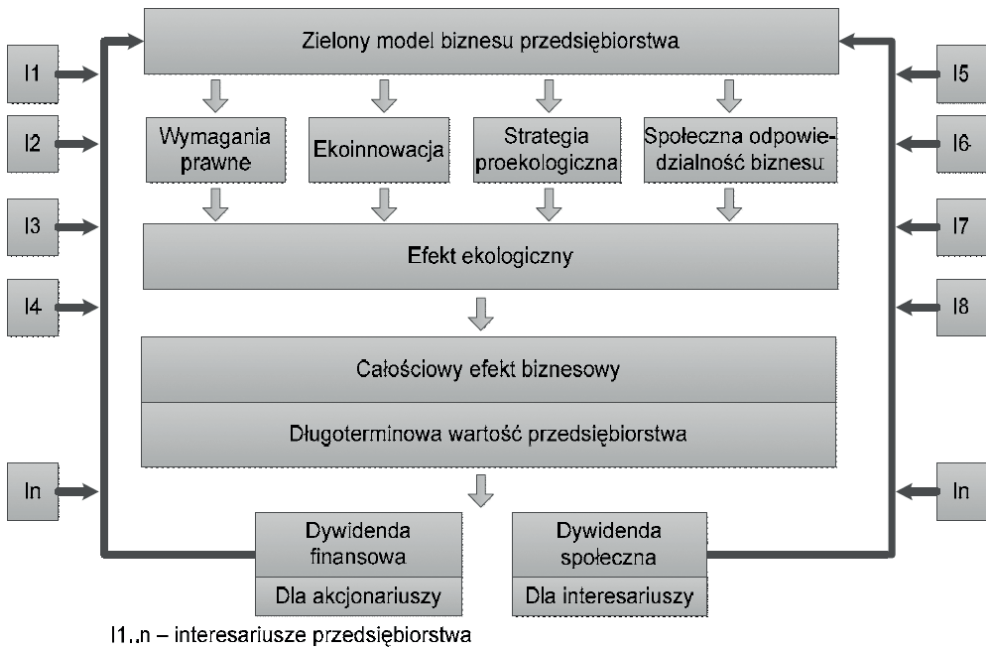
Zielony model biznesu stanie się wtedy determinantą wykorzystania paradygmatu społecznej odpowiedzialności biznesu i paradygmatu zrównoważonego rozwoju. Na rysunku 1 przedstawiono zielony model biznesu oparty na komponentach związanych z ekologicznym podejściem do zarządzania przedsiębiorstwem.

Zachodząca równowaga strategiczna w modelu biznesu skutkuje wykorzystaniem drugiego paradygmatu mającego znamiona tzw. megaparadygmatu (po zaprezentowanym wcześniej paradygmacie systemowym), szczególnie obecnie w kryzysie gospodarczym, jakim jest paradygmat sustainability zaprezentowany poniżej.

³⁴ Wybrane teorie nadzoru korporacyjnego zostały przedstawione między innymi w pracach: W.G. Bowen, *The Board Book: An Insider's Guide for Directors and Trustees*, W.W. Norton & Company, New York–London 2008; O.E. Williamson, *Corporate Finance and Corporate Governance*, „Journal of Finance” 1988, 43(3), s. 567–591; T. Clarke, *International Corporate Governance*, Routledge, London–New York 2007; OECD, *Principles of Corporate Governance*, Paris 1999, 2004; A. Cadbury, *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, Gee, London, December 1992, Section 3.4; J. Jeżak, *Ład wewnątrz korporacyjny w świetle różnych teorii a wyzwania współczesności*, w: *Zarządzanie finansami, Inwestycje, wycena przedsiębiorstw, zarządzanie wartością*, Uniwersytet Szczeciński, Zeszyty Naukowe nr 690, Finanse, rynki finansowe, ubezpieczenia nr 51, Szczecin 2012, s. 789; J. Jeżak, *Ład korporacyjny, doświadczenia światowe i kierunki rozwoju*, Warszawa 2010, s. 119; J. Jeżak, *Ład korporacyjny jako nowy obszar dyskusji nad dominującą logiką w zarządzaniu przedsiębiorstwem*, w: *Przełomy w zarządzaniu, kontekst strategiczny*, red. Z. Dworzecki, B. Nogalski, TNOiK, Toruń 2011.

³⁵ A. Jabłoński, M. Jabłoński, *Modele biznesu w cyklu życia przedsiębiorstwa – wyzwania strategiczne*, „Przegląd Organizacji” 2013, nr 9, s. 20.

Rysunek 1. Zielony model biznesu oparty na komponentach związanych z ekologicznym podejściem do zarządzania przedsiębiorstwem



Źródło: A. Jabłoński, *Modele zrównoważonego biznesu w budowie długoterminowej wartości przedsiębiorstw z uwzględnieniem ich społecznej odpowiedzialności*, Difin, Warszawa 2013, s. 134.

7. Paradygmat *sustainability* w konstruowaniu modeli biznesu

Sustainability jako koncepcja została opracowana wspólnie przez specjalistów z Boston Consulting Group oraz Massachusetts Institut of Technology. Pierwszy raport dotyczący zrównoważonego rozwoju w kontekście przedsiębiorstwa, First Annual Business of Sustainability Survey, mówił o tym, że współczesne przedsiębiorstwa nawet w obliczu kryzysu inwestują w zrównoważony rozwój³⁶. W Polsce prekursorami paradygmatu *sustainability* są W.M. Grudzewski oraz I.K. Hejduk.

³⁶ M. Berns, A. Townend, Z. Khayat, B. Balagopal, M. Reeves, M.S. Hopkins, N. Kruschwitz, *Sustainability and Competitive Advantage*, „MIT Sloan Management Review”, Fall 2009.

W ich interpretacji „model biznesowy ulega zmianom w różnym stopniu: od braku zmian do radykalnych przemian w formie tzw. podróży modelu (...). Teoria *sustainable enterprise* w sensie zaproponowanej definicji jest odpowiedzią na zmiany, jakie nastąpiły w zarządzaniu przedsiębiorstwem. Chociaż jest to teoria nowa i będąca na etapie *in statu nascendi*, zasługuje na włączenie jej jako odrębnej do 27 teorii zidentyfikowanych i jednej zaproponowanej przez Nogę³⁷ w ramach zbioru teorii przedsiębiorstwa”³⁸.

W.M. Grudzewski, I.K. Hejduk, A. Sankowska, M. Wańtuchowicz definiują sustainability jako zdolność przedsiębiorstwa do ciągłego:

- uczenia się,
- adaptacji i rozwoju,
- rewitalizacji,
- rekonstrukcji,
- reorientacji.

dla utrzymania trwałej i wyróżniającej pozycji na rynku przez oferowanie ponadprzeciętnej wartości nabywcom dziś i w przyszłości (zgodnej z paradygmatem innowacyjnego wzrostu) dzięki organicznej zmienności konstytuującej modele biznesowe, a wynikającej z kreowania nowych możliwości i celów oraz odpowiedzi na nie, przy równoważeniu interesów różnych grup³⁹.

Autor artykułu zwraca szczególną uwagę, iż koncepcję *sustainability* można rozumieć jako realizację zasad zrównoważonego rozwoju w ujęciu łącznej realizacji kryteriów ekologicznych, społecznych i ekonomicznych oraz konstruktywnej konfrontacji zasobów, celów i czynników strategicznych w kierunku zapewnienia ciągłości trwania biznesu przedsiębiorstwa.

Według autora artykułu sprowadzenie koncepcji *sustainability* do koncepcji zrównoważonego rozwoju jest zbyt dużym uproszczeniem. W.M. Grudzewski i I.K. Hejduk opracowali zintegrowany model *sustainable enterprises*, który według nich składa się z dwóch grup elementów:

- „1) o charakterze obligatoryjnym; stałe elementy modelu, zawsze obecne i o kluczowym znaczeniu:
- ciągła czujność uwagi na najwyższym poziomie,
 - gotowość do wprowadzania natychmiastowych zmian (czyli zdolność do odnawiania się przedsiębiorstwa);

³⁷ A. Noga, *Teorie...*, op.cit.

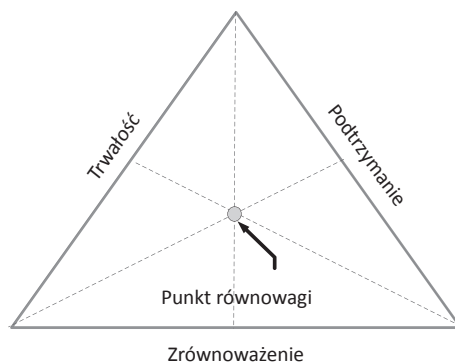
³⁸ W.M. Grudzewski, I.K. Hejduk, A. Sankowska, M. Wańtuchowicz, *Sustainability w biznesie, czyli przedsiębiorstwo przyszłości, zmiany paradygmatów i koncepcji zarządzania*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2010, s. 27–28.

³⁹ Ibidem, s. 27.

- 2) o charakterze fakultatywnym; elementy, które mogą się pojawić w modelu, ale nie muszą. Ich znaczenie ulega zmianie w zależności od otoczenia, w jakim funkcjonuje konkretne przedsiębiorstwo, czyli konfiguracja elementów o charakterze fakultatywnym ulega ciągłym przeobrażeniom⁴⁰.

Według autora artykułu *sustainability* to zarządzanie oparte na niedopuszczeniu do przerwania ciągłości biznesu przez przedsiębiorstwo, gwarantujące jego istnienie przez dłuższy, akceptowalny czas, przy posiadaniu zdolności do reagowania na szybkie zmiany za pomocą permanentnego doprowadzania do stanów równowagi i zrównoważenia modelu biznesu, umożliwiającego realizację wyznaczonych celów biznesowych przedsiębiorstwa. Obraz graficzny definicji *sustainability* został przedstawiony na rysunku 2.

Rysunek 2. Trójkąt TPZ (Trwałość – Podtrzymanie – Zrównoważenie) – *sustainability*



Źródło: A. Jabłoński, *Modele zrównoważonego biznesu w budowie długoterminowej wartości przedsiębiorstw z uwzględnieniem ich społecznej odpowiedzialności*, Difin, Warszawa 2013, s. 41.

Na rysunku 2 przedstawiono trójkąt TPZ. Wyraża on nową definicję *sustainability*, która stanowi podstawę do rozważań teoretycznych, badań naukowych i platformę do powstania wynikowych konstrukcji modelowych. *Sustainability* w nowej definicji zawiera wymiar holistyczny, czyli stanowi szerokie, wielowymiarowe spojrzenie na funkcjonowanie przedsiębiorstwa poprzez zapewnienie jego trwałości, podtrzymania i zrównoważenia⁴¹.

⁴⁰ W.M. Grudzewski, I.K. Hejduk, *Sustainable enterprise (przedsiębiorstwo przyszłości) – odpowiedzią na kryzys ekonomiczny*, w: *Sustainability odpowiedzią na kryzys ekonomiczny*, red. I.K. Hejduk, Nowe koncepcje przedsiębiorstwa przyszłości, Wydawnictwo Instytut Organizacji i Zarządzania w Przemysle ORGMASZ, Warszawa 2011, s. 23.

⁴¹ A. Jabłoński, *Modele zrównoważonego biznesu w budowie długoterminowej wartości przedsiębiorstw z uwzględnieniem ich społecznej odpowiedzialności*, Difin, Warszawa 2013, s. 41–42.

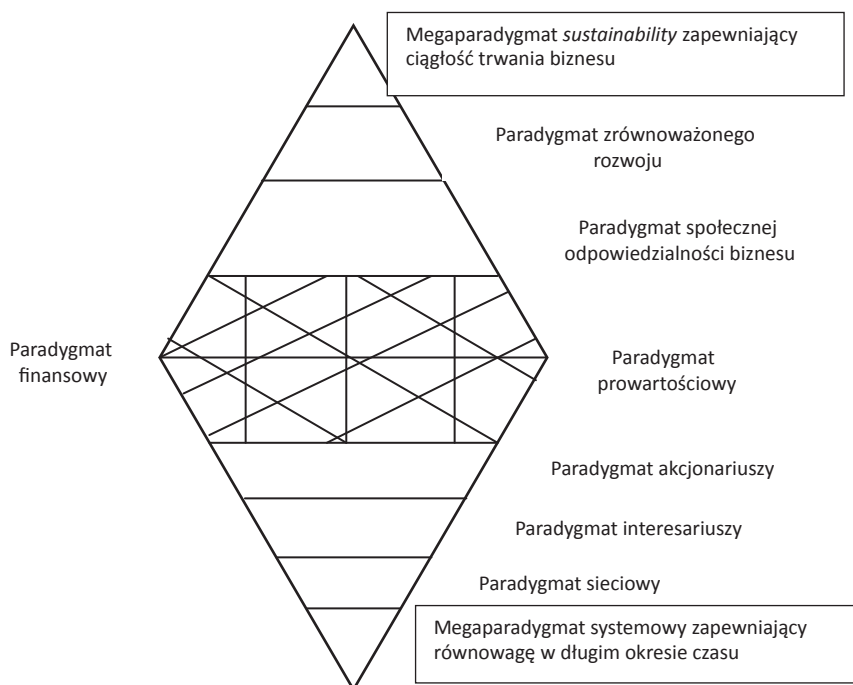
8. Propozycja budowy systemu paradygmatów zapewniającego trwałość modeli biznesu przedsiębiorstw

Dokonując podsumowania artykułu wobec powyższych rozważań, autor artykułu konstruuje system paradygmatów tworzących mechanizm wieloparadygmatyczności, służących w aspekcie teoriiotwórczym do konstruowania i wdrażania modeli biznesu o atrybutach trwałości i zdolności do samopodtrzymania. Na rysunku 3 przedstawiono romb paradygmatów zarządzania dla modeli biznesu o atrybutach trwałości i zdolności do samopodtrzymania. Romb ten należy interpretować w następujący sposób:

1. Na górnych rogach rombu osadzone są dwa megaparadygmaty zapewniające ciągłość trwania biznesu oraz dążenie do równowagi w długim okresie – paradygmat *sustainability* oraz paradygmat systemowy.
2. W poszczególnych poziomach rombu w części górnej znajdują się paradygmaty wspierające paradygmat *sustainability* – paradygmat społecznej odpowiedzialności biznesu oraz paradygmat zrównoważonego rozwoju.
3. W poszczególnych poziomach rombu w części dolnej znajdują się paradygmaty wspierające paradygmat systemowy – paradygmat sieciowy, paradygmat akcjonariuszy i paradygmat interesariuszy.
4. W środku rombu znajdują się naprzeciw siebie dwa paradygmaty osadzające model biznesu w ujęciu ekonomicznym – paradygmat finansowy oraz paradygmat prowartościowy.

Zastosowanie prezentowanego rombu paradygmatów może służyć jako źródło budowy efektywnych modeli biznesu mających cechy trwałości i zachowujących zdolność do samopodtrzymania. W konsekwencji takiej interpretacji źródłem trwałości modelu biznesu, rozumianej jako jego zdolność do modyfikacji i rekonfiguracji poszczególnych jego komponentów, jest jego ciągła odnowa strategiczna, gwarantująca zawsze wyższe stopy zwrotu kapitału od konkurentów.

Rysunek 3. Romb paradygmatów zarządzania dla modeli biznesu o atrybutach trwałości i zdolności do samopodtrzymania



Źródło: opracowanie własne.

9. Podsumowanie

Podsumowując prezentowane rozważania, należy przyjąć, że jednym z kluczowych elementów budowy efektywnych modeli biznesu mających charakter trwały i mających zdolność do odnowy strategicznej jest oparcie ich na właściwych paradygmatach. Nie można tego zrobić na jednym paradygmacie, lecz zasadne jest wykorzystanie zasady wieloparadygmatyczności w zarządzaniu. Gdy dokonuje się takiego założenia, ważna jest właściwa selekcja owych paradygmatów. Następnie przeprowadzenie oceny związków przyczynowo-skutkowych między nimi, tak aby powstał spójny system zastosowanych paradygmatów. Autor artykułu uważa, że system ten powinien być wyznaczony poprzez oparcie go na dwóch kluczowych megaparadygmacie – paradygmacie *sustainability* oraz na paradygmacie systemowym. Mogą te paradygmaty stanowić platformę do wykorzystania innych paradygmatów wspierających konstrukcję efektywnego modelu biznesu przedsiębiorstwa.

Bibliografia

1. Afuah A., Tucci C., *Biznes internetowy. Strategie i modele*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2003.
2. Ansoff H.I., *Corporate Strategy: An Analytical Approach to Business Policy for Growth and Expansion*, McGraw-Hill, New York 1965.
3. Arthur W., *Cognition: The Black Box of Economics*, w: *The Complexity Vision and the Teaching of Economics*, Chpt. 3, ed. D. Colander, Edward Elgar Publishing, Northampton, Mass 2000.
4. Atkinson S.E., Halvorsen R., *The relative efficiency of public and private firms in a regulated environment*, „Journal of Public Economic” 1986.
5. Berns M., Townend A., Khayat Z., Balagopal B., Reeves M., Hopkins M.S., Kruchwitz N., *Sustainability and Competitive Advantage*, „MIT Sloan Management Review”, Fall 2009.
6. Bertalanffy L. von, *General System Theory. Foundations, Development, Applications*, Braziller, New York 1968,
7. Bertalanffy L. von, *Ogólna teoria systemów. Podstawy, rozwój, zastosowania*, PWN, Warszawa 1984.
8. Borys T., *Trwały i zrównoważony rozwój*, w: *Biznes, etyka, odpowiedzialność*, red. W. Gasparski, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2012.
9. Boulding K.E., *General Systems Theory. The Skeleton of Science*, „Management Science” 1956, 2(3).
10. Bowen W.G., *The Board Book: An Insider's Guide for Directors and Trustees*, W.W. Norton & Company, New York–London 2008.
11. Cadbury A., *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, Gee, London, December 1992, Section 3.4.
12. Carroll A.B., *Business & Society, Ethics and Stakeholder Management*, second ed., South-Western Publishing Co, Cincinnati Ohio 1993.
13. Casadesus-Masanell R., Ricart J.E., *From Strategy to Business Models and onto Tactics*, „Long Range Planning” 2010, 43.
14. Clarke T., *International Corporate Governance*, Routledge, London–New York 2007.
15. Copeland T., Koller T., Murrin J., *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, II wyd., John Wiley & Sons, Nowy Jork 1995.

16. Copeland T., Koller T., Murrin J., *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm*, WIG-Press, Warszawa 1997.
17. Czakon W., *Paradygmat sieciowy w naukach o zarządzaniu*, „Przegląd Organizacji” 2011, nr 11.
18. Demil B., Lecocq X., *Business model evolution: In search of dynamic consistency*, „Long Range Planning” 2010, 43(2–3).
19. Elkington J., *Cannibals with Forks: the Triple Bottom Line of 21st century business*, Capstone Publishing Ltd, Capstone, Oxford.
20. Freeman R.E., *Strategic Management: A stakeholder approach*, Pitman, Boston 1984.
21. Freeman E., Reed D., *Stockholders and Stakeholders: A New Perspective on Corporate Governance*, w: *Strategy. Process, Content*, red. B. de Wit, R. Meyer, Context, London 1998.
22. Gierszewska G., Romanowska M., *Analiza strategiczna przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2009.
23. Gospodarek T., *Aspekty złożoności i filozofii nauki o zarządzaniu*, Wydawnictwo Wałbrzyskiej Wyższej Szkoły Zarządzania i Przedsiębiorczości, Wałbrzych 2012.
24. Grudzewski W.M., Hejduk I.K., Sankowska A., Wańtuchowicz M., *Sustainability w biznesie, czyli przedsiębiorstwo przyszłości, zmiany paradygmatów i koncepcji zarządzania*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2010.
25. Grudzewski W.M., Hejduk I.K., *Sustainable enterprise (przedsiębiorstwo przyszłości) – odpowiedzi na kryzys ekonomiczny*, w: *Sustainability odpowiedzi na kryzys ekonomiczny, Nowe koncepcje przedsiębiorstwa przyszłości*, red. I.K. Hejduk, Wydawnictwo Instytut Organizacji i Zarządzania w Przemysle, ORGMASZ, Przemysł 2011.
26. Gruszecki T., *Współczesne teorie przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.
27. Harrison J.G., *Strategic Management of Organisation and Stakeholder*, West, St. Paul 1994.
28. Jabłoński A., Jabłoński M., *Modele biznesu w cyklu życia przedsiębiorstwa – wyzwania strategiczne*, „Przegląd Organizacji” 2013, nr 9.
29. Jabłoński A., *Modele zrównoważonego biznesu w budowie długoterminowej wartości przedsiębiorstw z uwzględnieniem ich społecznej odpowiedzialności*, Difin, Warszawa 2013.
30. Jaki A., *Mechanizmy procesu zarządzania wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego, Kraków 2012.

31. Jensen M.C., Meckling W.H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics” 1976, 3 (4).
32. Jeżak J., *Ład korporacyjny jako nowy obszar dyskusji nad dominującą logiką w zarządzaniu przedsiębiorstwem*, w: *Przełomy w zarządzaniu, kontekst strategiczny*, red. Z. Dworzecki, B. Nogalski, TNOiK, Toruń 2011.
33. Jeżak J., *Ład korporacyjny, doświadczenia światowe i kierunki rozwoju*, Warszawa 2010.
34. Jeżak J., *Ład wewnątrz korporacyjny w świetle różnych teorii a wyzwania współczesności*, w: *Zarządzanie finansami, Inwestycje, wycena przedsiębiorstw, zarządzanie wartością*, Uniwersytet Szczeciński, Zeszyty Naukowe nr 690, Finanse, rynki finansowe, ubezpieczenia, nr 51, Szczecin 2012.
35. Kuhn T.S., *The Structure of Scientific Revolutions*, University of Chicago Press, Chicago 1962.
36. Lantgry B., *Stakeholders and Moral Responsibilities of Business*, „Business Ethics Quarterly” 1994, 4.
37. Mitchell R.K., *Toward a Theory of Stakeholder. Identification and Saliency: Defining the Principle of Who and What Really Counts*, „Academy of Management Review” 1997, nr 4.
38. Noga A., *Teorie przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2009.
39. OECD, *Principles of Corporate Governance*, Paris 1999, 2004.
40. Onetti A., Zucchella A., Jones M.V., McDougall-Covin P.P., *Internationalization, innovation and entrepreneurship: business models for new technology-based firms*, „Journal of Management Government” 2012.
41. Pszczołowski T., *Mała encyklopedia prakseologii i teorii organizacji*, Zakład Narodowy im. Ossolińskich, Wrocław–Warszawa–Kraków–Gdańsk 1978.
42. Rappaport A., *Creating Shareholder Value: A guide for managers and investors*, The Free Press, New York 1998.
43. Rappaport A., *Creating shareholder value: The new standard for business performance*, The Free Press, New York 1986.
44. Schumpeter J.A., *Teoria rozwoju gospodarczego*, PWN, Warszawa 1960.
45. Senge P.M., *Piąta dyscyplina, teoria i praktyka organizacji uczących się*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa 2012.
46. Steward G.B., *The Quest for Value. The EVA TM Management Guide*, Harper Business, New York 1991.
47. Sułkowski Ł., *Epistemologia i metodologia zarządzania*, PWE, Warszawa 2012.

48. Teece D.J., *Towards an economic theory of the multiproduct firm*, „Journal of Economic Behavior and Organization” 1982.
49. Urbanowska-Sojkin E., Banaszyk P., Witczak H., *Zarządzanie strategiczne przedsiębiorstwem*, PWE, Warszawa 2004.
50. Weick K.E., *The Social Psychology of Organizing*, Addison-Wesley, Reading 1979.
51. Williamson O.E., *Corporate Finance and Corporate Governance*, „Journal of Finance” 1988, 43(3).
52. Wojtysiak-Kotlarski M., *Teoria przedsiębiorstwa a koncepcje zarządzania i praktyka biznesu*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2011.
53. Wood D., *Corporate Social Performance Revisited*, The Academy of Management Review 1991, 16(4).
54. Zott Ch., Amit R., *Business Model Design: An Activity System Perspective*, „Long Range Planning” 2010, 43.

Multiparadigmity in Management in relation to the Corporate Business Model Stability

Summary

An assumption that at present entrepreneurs do not compete only on products but first of all on business models makes their accurate construction especially important. Viewing them from the perspective of goals, one should ask how to construct them, what purpose they should serve and which basis they should be constructed on. The author of this article claims that this basis is the use of paradigmity when constructing them because of the interpretative complexity of business models. This article is to present the author's assumptions of management paradigmity application as an effective platform to construct durable business models capable of continuous strategic renewal. The author puts forward a thesis that in the present economic situation in order to allow for the corporate business model stability, it is necessary to apply the scientific principles of paradigmity in management.

Keywords: business model, paradigm, strategic management, business stability

Ewa Dobija

Kolegium Zarządzania i Finansów
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

Geneza i istota funkcjonowania zwrotnych instrumentów finansowania małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce ze środków unijnych: przypadek Jeremie

Streszczenie

Celem niniejszego artykułu jest zaprezentowanie źródeł funkcjonowania instrumentów zwrotnych jako sposobu finansowania małych i średnich przedsiębiorstw oraz analiza ich wdrażania w Polsce z perspektywy inicjatywy Jeremie. Głównym problemem badawczym było znalezienie odpowiedzi na pytanie: w jaki sposób wdrażane są instrumenty zwrotne w Polsce i w jakim zakresie jest to realizowane na poziomie regionalnym w ramach inicjatywy Jeremie? Zaprezentowana analiza miała na celu przedstawienie aktualnego obrazu (różnego poziomu implementacji), który pozwoli na prowadzenie dalszych badań dotyczących oceny skuteczności funkcjonowania zwrotnych instrumentów finansowych wspierających rozwój MŚP. Małe i średnie przedsiębiorstwa stanowią fundament rozwoju gospodarczego Unii Europejskiej. Zapewniają miejsca pracy i wytwarzają blisko 60% unijnego produktu krajowego brutto. Z tych względów Unia zapewnia im pomoc w postaci dotacji oraz instrumentów zwrotnych. Obecnie dominującą formą są dotacje, niemniej jednak przedsiębiorcy coraz częściej wykorzystują finansowanie zwrotne, którego szczegółowa analiza wdrażania zaprezentowana została w niniejszym artykule. Są to preferencyjne pożyczki, kredyty lub poręczenia oferowane na korzystniejszych niż rynkowe warunkach. Głównym założeniem instrumentów zwrotnych jest ich odnawialny charakter, czyli możliwość wielokrotnego wykorzystywania tych samych środków zapewniających ciągłość finansowania. Instrumenty te implementowane mogą być

na dwóch poziomach: centralnym (krajowym) lub regionalnym (wojewódzkim). W Polsce na szczególną uwagę zasługuje inicjatywa Jeremie, która wdrażana jest na poziomie regionalnym. Jak dotąd do programu tego włączyło się 7 województw.

Słowa kluczowe: małe i średnie przedsiębiorstwa, MŚP, instrumenty zwrotne, inicjatywa Jeremie

1. Wprowadzenie

Małe i średnie przedsiębiorstwa (MŚP)¹ stanowią fundament rozwoju gospodarczego² Unii Europejskiej (UE) i są wspierane w sposób priorytetowy. Przejawy tych działań można obserwować w postaci różnorodnych programów, systemów zachęt, instrumentów finansowych czy rozwiązań ustawowych, które ułatwiają funkcjonowanie i wzrost podmiotów gospodarczych.

Początków wspierania MŚP można upatrywać pod koniec lat 80. XX wieku, kiedy to następowały znaczące przemiany gospodarcze w UE³. W okresie tym na mocy porozumienia⁴ między Parlamentem, Radą oraz Komisją Europejską po raz pierwszy ustalono wieloletnią perspektywę finansową⁵ oraz określono priorytety budżetowe. Zasadniczym celem tych działań stało się wyrównywanie warunków ekonomicznych i społecznych we wszystkich regionach Unii Europejskiej w ramach polityki

¹ Zgodnie z art. 1 załącznika I do Rozporządzenia Komisji (WE) nr 800/2008 z dnia 6 sierpnia 2008 r. za małe przedsiębiorstwo uznaje się takie, które zatrudnia mniej niż 50 pracowników, a jego roczny obrót lub roczna suma bilansowa nie przekraczają 10 milionów euro; średnie przedsiębiorstwo zatrudnia mniej niż 250 pracowników, jego roczny obrót nie przekracza 50 milionów euro, a roczna suma bilansowa 43 milionów euro. MŚP to także mikroprzedsiębiorstwo, gdzie liczba zatrudnionych pracowników jest poniżej 10, a roczny obrót oraz roczna suma bilansowa nie przekraczają 2 milionów euro.

² MŚP w Unii Europejskiej wytwarza 57,6% unijnego PKB; http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/performance-review/files/supporting-documents/2013/annual-report-smes-2013_en.pdf, dostęp: 30.12.2013.

³ Przykładem działań na rzecz MŚP są powstałe w latach 1988–1992 Ośrodki Innowacyjności w Biznesie (*Business Innovation Centres*, BIC) będące instrumentem rozwoju regionalnego. Natomiast w 1994 r. powołano Europejski Fundusz Inwestycyjny w odpowiedzi na sytuację ekonomiczną w Unii Europejskiej (wzrost bezrobocia oraz spowolnienie gospodarcze). Jego celem stała się pomoc MŚP.

⁴ Przed przyjęciem Traktatu z Lizbony wieloletnie ramy finansowe (perspektywa finansowa) przyjmowane były na mocy budżetowych porozumień międzyinstytucjonalnych, tj. między Parlamentem Europejskim, Radą i Komisją. Aktualnie wieloletnie ramy finansowe są wiążącym aktem prawnym.

⁵ Perspektywa finansowa – budżet Unii Europejskiej, który określa średnioterminowe ramy finansowe wydatków unijnych w okresie 5–7 lat. To także określenie przedziału czasowego dla wdrażania programów unijnych.

spójności. Jednym z głównych adresatów pomocy w regionach słabo rozwiniętych stały się małe i średnie przedsiębiorstwa będące najbardziej znaczącym sektorem gospodarki unijnej. Dla przedsiębiorstw tych zaproponowano wiele instrumentów finansowych, wśród których przewidziano **instrumenty bezzwrotne (dotacje)** i **instrumenty zwrotne**. W okresie trzech pierwszych wieloletnich budżetów unijnych: 1988–1992; 1993–1999; 2000–2006, podobnie jak w bieżącej perspektywie finansowej na lata 2007–2013, dominującym sposobem wsparcia MŚP były i nadal są dotacje unijne. **Dotacja unijna** to nieodpłatna, nieoprocentowana, niezwiązana z żadnym wzajemnym świadczeniem bezzwrotna pomoc publiczna przyznawana ze środków unijnych i krajowych (udzielana w proporcjach 85% UE, 15% państwo) w celu realizacji konkretnego działania⁶. Pomoc ta stanowi obecnie ponad 90% wartościowego wsparcia udzielanego MŚP.

Należy jednak zauważyć, że pomimo tak szerokiego zastosowania i popularności dotacje mają wiele ograniczeń. Aby pozyskać dotację, należy zapewnić wkład własny sięgający niejednokrotnie nawet 40% wartości inwestycji. Ponadto nie wszystkie przedsiębiorstwa mogą uzyskać takie wsparcie. Powodem tego stanu rzeczy jest sytuacja, w której pewne branże są wykluczone z możliwości ubiegania się o dofinansowanie, inne natomiast nie wpisują się profilem w dostępne w danym momencie programy unijne. Kolejnym ograniczeniem jest fakt, że pieniądze przydzielane są według kolejności składanych wniosków, które zostały ocenione pozytywnie merytorycznie, a nie według wartości biznesowej projektów. Zdarza się również, że liczba środków jest niewystarczająca dla wszystkich przedsiębiorców, nawet gdy ich wnioski uzyskały poparcie. Ponadto czas oczekiwania na uzyskanie dotacji wynosić może wiele miesięcy. Z perspektywy przedsiębiorcy planującego inwestycje tak długie oczekiwanie na bezzwrotne wsparcie finansowe może mieć szczególnie niekorzystny wpływ na powodzenie przedsięwzięcia. Deficyt środków własnych i problemy z uzyskaniem zewnętrznego finansowania mogą skutecznie zablokować realizację innowacyjnego pomysłu: projektu biznesowego, nowej usługi, produktu czy technologii. Alternatywą dla takiego stanu rzeczy mogą być **zwrotne instrumenty finansowe**, które w nomenklaturze unijnej określane są jako **instrumenty inżynierii finansowej**⁷.

⁶ Środki finansowe przeznaczone na dotacje są ściśle określone w umowie bądź w prawie. Nie można zmieniać przeznaczenia środków i wydać dotacji na inny niż przewidziany cel. Odbiorcy dotacji (np. jednostki samorządu terytorialnego, przedsiębiorcy, ośrodki badawcze, uczelnie wyższe), zwani beneficjentami, muszą spełnić warunki wstępne, określone przez podmiot dysponujący środkami finansowymi (donatora/sponsora). Zwykle dotacja służy sfinansowaniu części przedsięwzięcia biznesowego. Niewykorzystane środki lub środki wykorzystane w sposób niezgodny z umową podlegają zwrotowi (opracowanie własne na podstawie: *Encyklopedia zarządzania*, mflles.pl/pl/index.php/Dotacja, dostęp: 30.09.2013).

⁷ Ze względu na brak jednolitego nazewnictwa w zakresie wdrażania pozadotacyjnych form finansowania MŚP, instrumentami inżynierii finansowej określa się wszelkie zwrotne instrumenty finansowe,

W tak określonej sytuacji problemowej celem niniejszego artykułu jest zaprezentowanie źródeł funkcjonowania instrumentów zwrotnych jako sposobu finansowania małych i średnich przedsiębiorstw oraz analiza ich wdrażania w Polsce z perspektywy inicjatywy Jeremie.

2. Instrumenty zwrotne

Instrumenty zwrotne to odnawialne środki finansowe, w formie pożyczek, mikrokredytów, gwarancji i poręczeń dla przedsiębiorstw, oferowane na warunkach korzystniejszych niż rynkowe. Dzięki zwrotności instrumenty te cechuje efekt rewingowy (rolowania), czyli możliwość wielokrotnego wykorzystania tych samych kapitałów przez kolejnych odbiorców. Ponadto zwracany kapitał powiększany jest o wartość oprocentowania, a tym samym pula dostępnych środków dla kolejnych beneficjentów po ich obrocie zwiększa się. Zakłada się, że dzięki tej formie wsparcia może być zapewniona ciągłość systemu finansowania. Z szacunków UE wynika, że przy zastosowaniu instrumentów zwrotnych na bazie każdego 1 euro powstają instrumenty finansowe o wartości od 2 do 10 euro⁸. Instrumenty zwrotne wdrażane są przez instytucje zarządzające na poziomie krajowym lub regionalnym i dystrybuowane poprzez pośredników finansowych, takich jak banki, fundusze gwarancyjne, fundusze pożyczkowe i poręczeniowe.

Dokumentem unijnym regulującym kwestie zwrotnych instrumentów finansowych jest *Rozporządzenie Rady Wspólnoty Europejskiej nr 1083/2006 z 11.07.2006 r.*⁹ Zgodnie z art. 44 tego rozporządzenia środki na zwrotne instrumenty finansowe pochodzą z programów operacyjnych, które zasilane są z funduszy strukturalnych¹⁰. Następnie transferowane są one do pośredników finansowych wspierających małe i średnie przedsiębiorstwa. Należy zauważyć, że instrumenty zwrotne wykorzystywane są nie tylko do wsparcia MŚP, przewiduje się również powstawanie funduszy na rzecz rozwoju obsza-

które dystrybuowane są przez pośredników finansowych (instytucje finansowe). Innymi słowy: instrumenty inżynierii mają formę operacji, które realizują inwestycje podlegające zwrotowi lub które oferują gwarancje dla inwestycji podlegających zwrotowi.

⁸ <http://www.jeremie.com.pl/43,o-Inicjatywie-JEREMIE-woj-lodzkie.html>, dostęp: 30.09.2013.

⁹ Rozporządzenie Rady (WE) nr 1083/2006 z dnia 11 lipca 2006 r. ustanawiające przepisy ogólne dotyczące Europejskiego Funduszu Rozwoju Regionalnego, Europejskiego Funduszu Społecznego oraz Funduszu Spójności i uchylające rozporządzenie (WE) nr 1260/1999.

¹⁰ Fundusze kierowane są do tych sektorów gospodarki i regionów, które bez pomocy finansowej nie są w stanie dorównać do średniego poziomu ekonomicznego w UE. Polityka strukturalna i fundusze mają pomóc władzom centralnym i regionalnym słabiej rozwiniętych regionów w rozwiązaniu ich najważniejszych problemów gospodarczych. W perspektywie finansowej 2007–2013 do funduszy strukturalnych zalicza się Europejski Fundusz Rozwoju Regionalnego i Europejski Fundusz Społeczny.

rów miejskich. Fundusze te stanowią instrument inżynierii finansowej umożliwiający inwestowanie w projekty miejskie objęte zintegrowanym planem zrównoważonego rozwoju obszarów. Korzystać z nich mogą jednostki samorządu terytorialnego, szkoły wyższe, jednostki naukowe, administracja rządowa, organizacje pozarządowe i inne.

Na szczeblu krajowym dokumentem, który opisuje instrumenty zwrotne i sposób ich dystrybucji, jest *Rozporządzenie Ministra Rozwoju Regionalnego z dnia 26 października 2011 r. w sprawie udzielania pomocy ze środków instrumentów inżynierii finansowej w ramach regionalnych programów operacyjnych*. Zgodnie z powyższym rozporządzeniem poprzez termin **instrumenty inżynierii finansowej (zwrotne instrumenty finansowe)** „należy rozumieć wyodrębnione księgowo fundusze, które są utworzone w celu stwarzania korzystnych warunków do rozwoju przedsiębiorczości przez udzielanie ze swoich środków pożyczek lub poręczeń i których wypracowane zyski przeznaczone są na cele związane z utworzeniem tych funduszy, otrzymujące środki zgodnie z warunkami określonymi w art. 44 rozporządzenia Rady (WE) nr 1083/2006 z dnia 11 lipca 2006 roku”.

W obecnej perspektywie finansowej (2007–2013) instrumenty zwrotne oferują programy centralne, takie jak: Innowacyjna Gospodarka, Rozwój Polski Wschodniej, Kapitał Ludzki oraz szesnaście programów regionalnych (RPO)¹¹. Suma środków przeznaczonych na wymienione działania wynosi ponad 1 mld euro, z czego największa część, tj. 750 mln euro, zarezerwowana jest na wsparcie przedsiębiorców w formie pożyczek, kredytów oraz gwarancji. Pozostałe środki asygnowane są na przedsięwzięcia wspierające rozwój miast – to kwota ok. 257 mln euro¹².

Instytucją nadrzędną, nadzorującą realizację programów na **poziomie centralnym** jest Ministerstwo Rozwoju Regionalnego, które pełni funkcję Instytucji Zarządzającej. W celu sprawnego przebiegu wdrażania programów unijnych część zadań przekazuje się Instytucji Pośredniczącej. W zależności od programu funkcję tę pełnić mogą np.: Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości (Program Operacyjny Rozwój Polski Wschodniej), Narodowe Centrum Badań i Rozwoju (Program Operacyjny Innowacyjna Gospodarka) czy Ministerstwo Pracy i Polityki Społecznej (Program Operacyjny Kapitał Ludzki). Instytucja Pośrednicząca, w zależności od specyfiki danego

¹¹ Regionalny program operacyjny (RPO) to zbiór działań wyrażonych w postaci dokumentu planistycznego o charakterze operacyjnym, określającym obszary i szczegółowe działania w danym województwie, podejmowane na rzecz rozwoju województwa lub regionu. W Polsce działania wynikające z RPO współfinansowane są z Europejskiego Funduszu Rozwoju Regionalnego w ramach polityki spójności Unii Europejskiej. Przygotowanie i wdrażanie RPO zostało powierzone zarządom poszczególnych województw. Podstawą prawną funkcjonowania RPO jest ustawa o zasadach prowadzenia polityki rozwoju z 6 grudnia 2006 r.

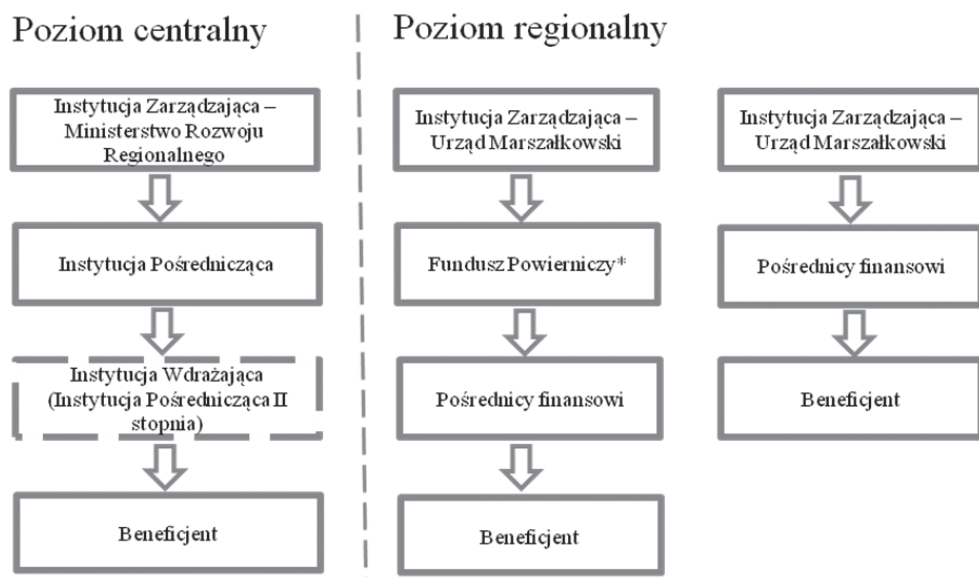
¹² http://www.mrr.gov.pl/aktualnosci/fundusze_europejskie_2014_2020/Strony/DzienInstrumentowZwrotnychUniiEuropejskiej19122012.aspx, dostęp: 30.09.2013.

programu, może delegować część realizowanych zadań do Instytucji Wdrażającej (Instytucji Pośredniczącej II stopnia). Beneficjenci mogą zatem pozyskiwać środki od Instytucji Pośredniczącej lub Instytucji Wdrażającej (Instytucji Pośredniczącej II stopnia), jeśli ta występuje w danym schemacie dystrybucji.

Na **poziomie regionalnym** Instytucją Zarządzającą jest urząd marszałkowski. Tutaj funkcjonują dwa sposoby implementacji instrumentów zwrotnych w ramach RPO. Pierwszy zakłada utworzenie Funduszu Powierniczego (FP) i dystrybucję środków do beneficjentów przez pośredników finansowych. Drugi sposób przewiduje przekazanie kapitału bezpośrednio do pośredników finansowych z pominięciem FP. Aktualnie na poziomie regionalnym funkcjonują dwa Fundusze Powiernicze, które obsługują instrumenty zwrotne, tj. FP inicjatyw Jeremie oraz Jessica¹³.

Poziomy wdrażania programów oferujących zwrotne narzędzia finansowania MŚP pokazano na rysunku 1.

Rysunek 1. Poziomy wdrażania programów oferujących zwrotne instrumenty finansowania MŚP



* W przypadku instrumentów zwrotnych dla MŚP działa Fundusz Powierniczy w ramach inicjatywy Jeremie, a dla miast Fundusz Powierniczy inicjatywy Jessica.

Źródło: opracowanie własne.

¹³ JESSICA – *Joint European Support for Sustainable Investment in City Areas*, czyli Wspólne Europejskie Wsparcie na rzecz Trwałych Inwestycji w obszarach Miejskich; instrumenty wspierające inwestycje na obszarach miejskich. JEREMIE – *Joint European Resources for Micro-to-Medium Enterprises*, tj. Wspólne Europejskie Zasoby dla Mikro, Małych i Średnich Przedsiębiorstw.

3. Istota inicjatywy Jeremie

Istotny wkład w rozwój zwrotnych instrumentów finansowania małych i średnich przedsiębiorstw ma niewątpliwie inicjatywa Jeremie. Inicjatywa ta powołana została w roku 2007 na wniosek Komisji Europejskiej, Europejskiego Funduszu Inwestycyjnego¹⁴ oraz Europejskiego Banku Inwestycyjnego¹⁵. Jej celem jest zapewnienie lepszej absorpcji oraz bardziej efektywnego wykorzystania środków unijnych przeznaczonych na wsparcie sektora MŚP. Głównym założeniem tego mechanizmu jest, jak w przypadku wszystkich instrumentów finansowania zwrotnego, zapewnienie szerokiej oferty produktów finansowych, takich jak: mikrokredyty, pożyczki, gwarancje, poręczenia, a także wiele innych innowacyjnych form wsparcia.

Inicjatywa Jeremie może być wdrażana na poziomie krajowym lub regionalnym i przystąpienie do niej jest dobrowolne. Spośród państw Unii Europejskiej do inicjatywy Jeremie przystąpiły: Grecja, Rumunia, Bułgaria, Słowacja (implementacja na szczeblu krajowym) oraz Francja, Hiszpania, Włochy i Polska (implementacja na szczeblu regionalnym). Środki finansowe na inicjatywę Jeremie wyodrębnione są z puli pieniędzy przyznanej poszczególnym krajom w ramach polityki spójności na lata 2007–2013. Należy zauważyć, że dotychczas Unia Europejska nie sprecyzowała wielkości środków, jakie mają być przeznaczone na inicjatywę Jeremie, zaleciła jedynie, aby stanowiły one co najmniej 5% przyznanego budżetu na lata 2007–2013. Wobec powyższego istnieje tu pewna dobrowolność alokacji pieniędzy determinowana regionalnymi lub krajowymi potrzebami.

Wdrażanie inicjatywy Jeremie wymaga, by w pierwszej kolejności wskazana była instytucja, której zostaną przekazane środki i która będzie odpowiedzialna za zarządzanie nimi, tj. Fundusz Powierniczy (ang. *Fund Holder*). Instytucja pełniąca funkcję Funduszu Powierniczego jest wybierana w drodze przetargu. Funduszy może być kilka, niemniej jednak Unia Europejska zaleca ich jak najmniejszą liczbę. Zgodnie z wytycznymi unijnymi koszty funkcjonowania Funduszy Powierniczych mogą być finansowane do wysokości 15% otrzymanych przez nie środków. Głównym zadaniem ww. instytucji jest wyłonienie w drodze konkursów pośredników finansowych, do których przekazy-

¹⁴ Europejski Fundusz Inwestycyjny – instrument finansowy utworzony w celu wsparcia MŚP. Fundusz działa przez banki i innych pośredników finansowych, udzielając gwarancji kredytowych na pożyczki udzielane przez nie przedsiębiorstwom. Środki finansowe EFI pochodzą z Europejskiego Banku Inwestycyjnego, Unii Europejskiej oraz banków prywatnych i instytucji finansowych.

¹⁵ Europejski Bank Inwestycyjny jest własnością 28 państw UE. Bank nie korzysta ze środków z budżetu UE, natomiast pozyskuje je na rynkach kapitałowych. Pożyczki udzielane są przez EBI na korzystnych warunkach na projekty zgodne z celami polityki UE.

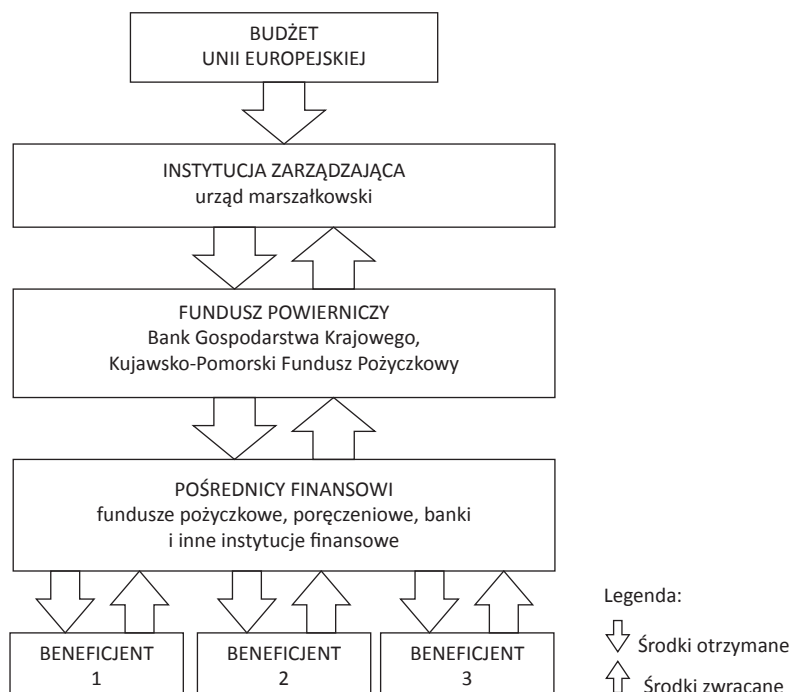
wane są pieniądze unijne. Następnie środki te dystrybuowane są przez pośredników do sektora MŚP w postaci wspomnianych pożyczek, poręczeń lub gwarancji.

4. Inicjatywa Jeremie w Polsce

W Polsce inicjatywa Jeremie wdrażana jest od 2009 r. na poziomie regionalnym, tj. województw. Środki finansowe na ten cel wyodrębnione zostały przez urzędy marszałkowskie z Regionalnych Programów Operacyjnych. Funduszem Powierniczym Jeremie zarządza Menedżer, którym w Polsce został Bank Gospodarstwa Krajowego. Aktualnie BGK zarządza FP następujących województw: wielkopolskiego, dolnośląskiego, pomorskiego, zachodniopomorskiego, łódzkiego i mazowieckiego. Tylko w przypadku województwa kujawsko-pomorskiego rolę Menedżera Funduszu Powierniczego pełni Kujawsko-Pomorski Fundusz Pożyczkowy Sp. z o.o.

Schemat przepływu środków z inicjatywy Jeremie w Polsce pokazano na rysunku 2.

Rysunek 2. Schemat przepływu środków z inicjatywy Jeremie w Polsce



Źródło: opracowanie własne.

Jak już wspomniano, do inicjatywy Jeremie przystąpiło 7 województw. Pierwsze 5 województw przystąpiło w 2009 r. Największą alokację środków zapewniło wielkopolskie, w wysokości 501 mln zł. Następnie dolnośląskie (405,73 mln zł), pomorskie (287,39 mln zł), zachodniopomorskie (280,00 mln zł), łódzkie (188,63 mln zł). Kujawsko-pomorskie przystąpiło do programu w 2010 r. z kwotą 39,8 mln zł. Najpóźniej, tj. w grudniu 2012 r., zaangażować się postanowiło województwo mazowieckie z kwotą 61,5 mln zł. W celu prawidłowego wdrażania inicjatywy Jeremie każde z województw opracowało działania:

1. wielkopolskie (*WRPO, Działanie 1.3. Rozwój systemu finansowych instrumentów wsparcia przedsiębiorczości*);
2. dolnośląskie (*RPO WD, Działanie 1.3. Wsparcie odnawialnych instrumentów finansowych dla MŚP*);
3. pomorskie (*RPO WP, Działanie 1.3. Pozadotacyjne instrumenty finansowe dla MŚP*);
4. zachodniopomorskie (*WZP RPO, Działanie 1.3. Zaawansowane usługi wsparcia dla przedsiębiorstw*);
5. łódzkie (*RPO WŁ Działanie 3.4. Rozwój otoczenia biznesu*);
6. kujawsko-pomorskie (*RPO WKP Działanie 5.1. Instytucje otoczenia biznesu, schemat: Fundusz Powierniczy Jeremie*);
7. mazowieckie (*RPO WM, Działanie 1.4. Wzmocnienie instytucji otoczenia biznesu*).

Alokację środków w ramach RPO w województwach, które przystąpiły do inicjatywy Jeremie pokazano na rysunku 3.

W Polsce inicjatywa Jeremie skierowana jest w głównej mierze do firm, które nie posiadają zabezpieczeń kredytu bankowego o wystarczającej wartości oraz historii kredytowej. Są to firmy rozpoczynające działalność, czyli tzw. start-upy¹⁶. Ponadto z inicjatywy Jeremie mogą skorzystać wszyscy przedsiębiorcy zatrudniający od 1 do 249 pracowników, o obrocie rocznym w wysokości do 50 mln euro oraz sumie bilansowej do 43 mln euro¹⁷. Zasadniczym warunkiem uzyskania preferencyjnego kredytu bądź też poręczenia jest posiadanie przez firmę siedziby lub prowadzenie działalności gospodarczej w województwie, w którym uruchomiona jest inicjatywa Jeremie. Głównym celem wsparcia finansowania jest¹⁸:

- realizacja zasadniczych zmian procesu produkcyjnego – wdrażanie nowych rozwiązań technicznych lub technologicznych,

¹⁶ Start-up (z ang. rozpocząć) – określenie dotyczące początkującego biznesu, przedsięwzięcie stworzone z myślą o budowaniu nowych produktów.

¹⁷ <http://www.mg.gov.pl/Wspieranie+przedsiębiorczosci/Polityki+przedsiębiorczosci+i+innowacyjności/Definicja+MSP>, dostęp: 30.09.2013.

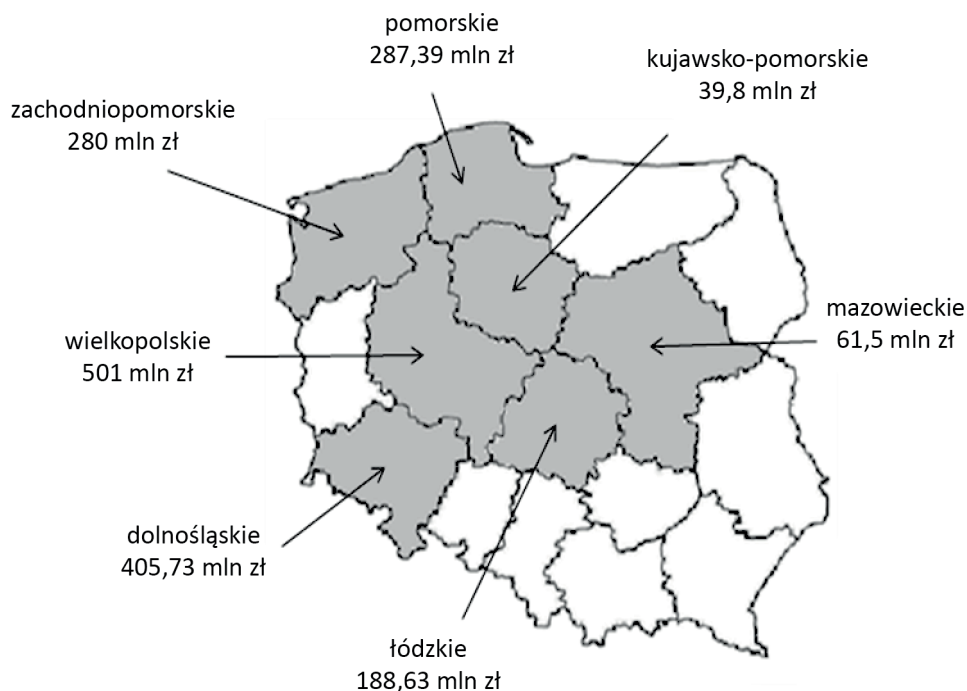
¹⁸ <http://www.jeremie.com.pl/mazowieckie/na-jaka-działalność/>, dostęp: 23.09.2013.

- unowocześnianie składników majątku trwałego – zakup maszyn, urządzeń, aparatów, w tym także zakup środków transportu bezpośrednio związanych z celem realizowanego przedsięwzięcia,
- budowa instalacji i urządzeń sprzyjających oszczędności surowców i energii,
- informatyzacja,
- dostosowanie przedsiębiorstwa do standardów i norm krajowych oraz unijnych,
- tworzenie nowych, trwałych miejsc pracy,
- inne cele gospodarcze przyczyniające się do rozwoju przedsiębiorstwa.

Wsparcie otrzymane w ramach Jeremie nie może być przeznaczone na¹⁹:

- pokrywanie bieżących kosztów prowadzenia działalności gospodarczej,
- finansowanie celów konsumpcyjnych,
- spłatę pożyczek i kredytów,
- spłatę zobowiązań publicznoprawnych.

Rysunek 3. Alokacja środków w ramach RPO w województwach, które przystąpiły do inicjatywy Jeremie

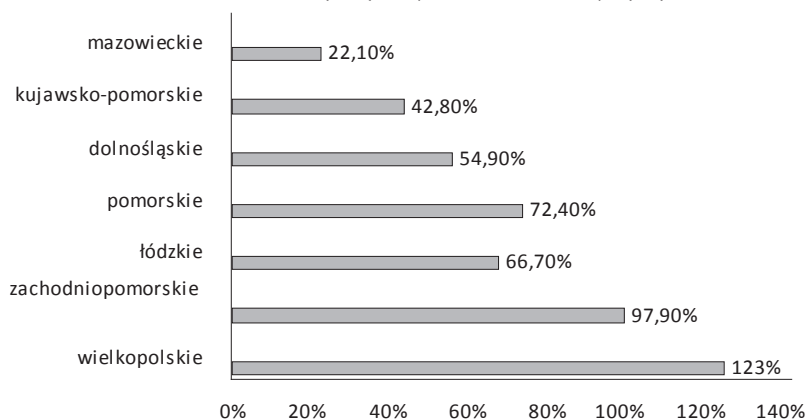


Źródło: opracowanie własne na podstawie <http://www.jeremie.com.pl/>.

¹⁹ Ibidem.

Jak wynika z danych Ministerstwa Rozwoju Regionalnego, spośród wymienionych województw wielkopolskie oraz zachodniopomorskie wykazują szczególną aktywność w zarządzaniu funduszami Jeremie. W województwie wielkopolskim nastąpił już pełny obrót powierzonych środków (123%). Oznacza to, że cała dostępna pula pieniędzy (501 mln zł) została rozdysponowana w postaci pożyczek/poręczeń, a następnie zwrócona przez przedsiębiorców. Obecnie trwa ponowna dystrybucja zwróconych środków i rozdysponowano już 23% z wyżej wymienionej sumy. W województwie zachodniopomorskim wielkość obrotu powierzonych środków również zbliża się do poziomu 100%. Zupełnie odmienna sytuacja jest w województwie dolnośląskim, które co prawda przystąpiło do programu w tym samym roku co województwa wielkopolskie i zachodniopomorskie, niemniej jednak do tej pory zdążyło rozdystrybuować tylko połowę dostępnej kwoty²⁰ (rysunek 4).

Rysunek 4. Procentowe zestawienie dystrybucji środków z inicjatywy Jeremie



Źródło: opracowanie własne na podstawie A. Dwornik, Ł. Rusztecki, *Stan wdrażania Regionalnych Programów Operacyjnych realizowanych w ramach NSRO 2007–2013 – na 30 września 2013 r.*, s. 14–15, www.funduszeuropejskie.gov.pl, Wydział Monitoringu i Raportowania Departamentu Koordynacji Programów Regionalnych i Cyfryzacji MRR, Warszawa 7 października 2013 r.

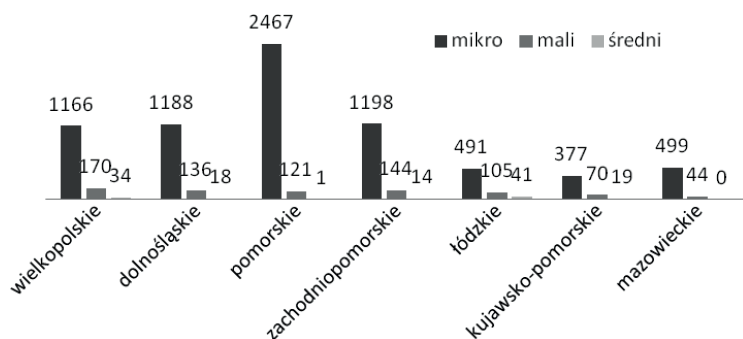
Kwota całkowita przekazana Menedżerowi BGK oraz Menedżerowi Funduszu Powierniczego w województwie kujawsko-pomorskim tj. Kujawsko-Pomorskiemu Funduszowi Pożyczkowemu to 1764,3 mln zł (w tym 1465,8 mln zł ze środków UE). Jak dotąd²¹ z oferty preferencyjnych kredytów i poręczeń przyznawanych w ramach środków Jeremie skorzystało 12887 przedsiębiorców na łączną kwotę 1478,4 mln zł.

²⁰ Stan wdrażania RPO 2007–2013 na 30.09.2013 r., http://www.funduszeuropejskie.gov.pl/AnalizyRaportyPodsumowania/Documents/RPO_stanwdrazania_8102013.pdf, dostęp: 24.10.2013.

²¹ Ibidem.

W podziale na wielkość przedsiębiorstwa spośród wszystkich zawartych umów prawie 89% stanowią umowy z mikroprzedsiębiorstwami, tj. z przedsiębiorcami zatrudniającymi do 9 pracowników. Przedsiębiorcy mali, zatrudniający do 49 pracowników, podpisali 9,5% umów. Najmniej umów zawarto z przedsiębiorstwami średnimi, zatrudniającymi do 249 pracowników, tj. 1,5% wszystkich umów (rysunek 5).

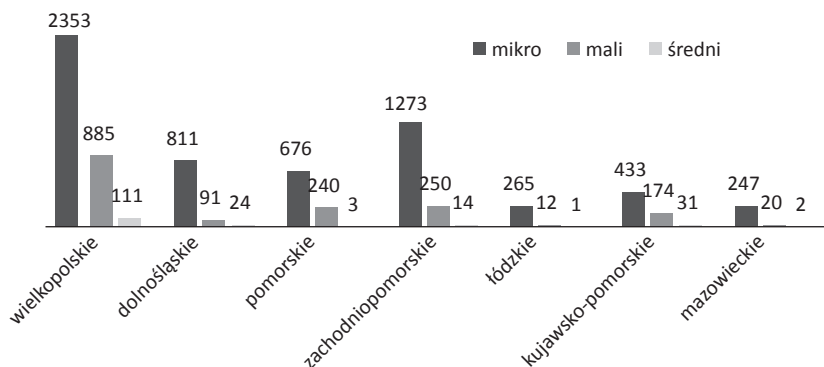
Rysunek 5. Liczba zawartych umów pożyczkowych w podziale na wielkość przedsiębiorstwa, stan na koniec sierpnia 2013 r.



Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów uzyskanych z Ministerstwa Rozwoju Regionalnego, Warszawa 2013.

Kolejnym ważnym narzędziem są instrumenty poręczenia, które umożliwiają uzyskanie kredytu w banku w sytuacji, gdy przedsiębiorcy nie posiadają zabezpieczenia odpowiedniej wartości lub nie mają historii kredytowej. Dzięki temu narzędziu możliwe było uzyskanie kredytów przez ponad 7916 przedsiębiorców (rysunek 6).

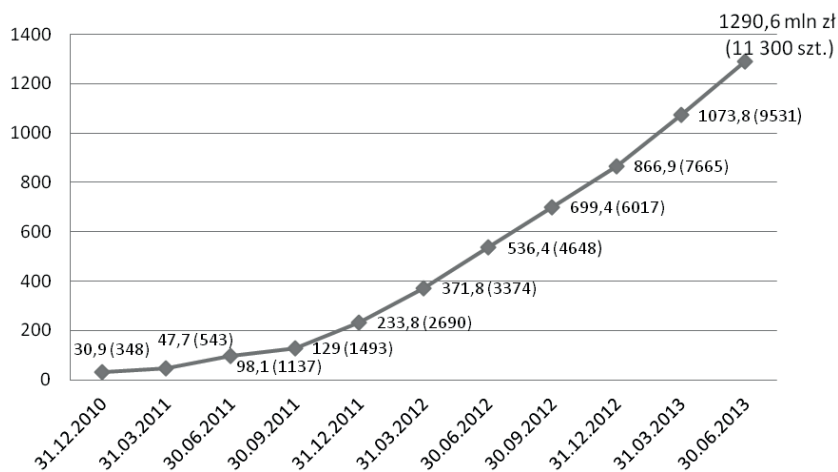
Rysunek 6. Liczba zawartych umów poręczenia ze względu na wielkość przedsiębiorstwa, stan na koniec sierpnia 2013 r.



Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów uzyskanych z Ministerstwa Rozwoju Regionalnego, Warszawa 2013.

Przeprowadzona analiza danych od początku funkcjonowania inicjatywy Jeremie w Polsce pozwala zaobserwować stały wzrost liczby zawartych umów z przedsiębiorcami, a tym samym wzrost wartości całego udzielonego wsparcia. Według danych z 31.12.2010 r. liczba zawartych umów z ostatecznymi odbiorcami wyniosła 348, rok później 1493, dwa lata później ponad 6 tys. Natomiast na koniec drugiego kwartału 2013 r. liczba zawartych umów z przedsiębiorcami wyniosła 11 300, a całkowita wartość wsparcia 1290,6 mln zł (rysunek 7).

Rysunek 7. Liczba i wartość wszystkich zawartych umów z przedsiębiorstwami w ramach inicjatywy Jeremie



Źródło: opracowanie własne na podstawie: M. Chelstowski, Ł. Rusztecki, *Stan wdrażania Regionalnych Programów Operacyjnych realizowanych w ramach NSRO 2007–2013 – na 31 sierpnia 2013 r.*, s. 15, www.funduszeuropejskie.gov.pl, Wydział Monitoringu i Raportowania Departamentu Koordynacji Programów Regionalnych i Cyfryzacji MRR, Warszawa 6 września 2013 r.

Trzeba zauważyć, że pomimo dużego zróżnicowania zaangażowanych środków oraz aktywności w ich dystrybucji w poszczególnych województwach obserwowany jest stały wzrost zainteresowania zwrotną formą finansowania przedsiębiorstw. Można więc oczekiwać, że w kolejnych latach coraz więcej województw przystąpi do inicjatywy Jeremie. Niewątpliwie na ten stan rzeczy będą miały również wpływ zalecenia unijne co do zwiększania udziału instrumentów zwrotnych w całości pomocy udzielanej małym i średnim przedsiębiorstwom.

5. Podsumowanie

Reasumując: od momentu wejścia Polski do UE w 2004 r. fundusze europejskie miały niewątpliwie wpływ na rozwój jej gospodarki. Polska w obecnej perspektywie finansowej (2007–2013) jest największym beneficjentem unijnej polityki spójności, co ma bezpośrednie przełożenie na wzrost PKB, który w 2011 r. był wyższy o 0,5–0,9 punktów procentowych w stosunku do scenariusza bez wsparcia unijnego²². Środki uzyskane z budżetu UE pozwalają małym i średnim przedsiębiorstwom na rozwój działalności poprzez inwestycje w kapitał ludzki, podnoszenie innowacyjności, czy też wprowadzanie nowoczesnych rozwiązań technologicznych. Pomoc finansowa przeznaczona na rozwój MŚP trafia w zdecydowanej większości poprzez dotacje, czyli bezzwrotną pomoc publiczną. Drugą, zyskującą na znaczeniu formą są zaprezentowane w niniejszym artykule instrumenty zwrotne w postaci pożyczek i poręczeń. Narzędzia te, w tym inicjatywa Jeremie, uruchomione zostały w celu zapewnienia lepszej absorpcji oraz efektywniejszego użycia środków unijnych.

Należy zauważyć, że pomimo dobrowolności w przystąpieniu do inicjatywy Jeremie jedynie 7 województw zdecydowało się wdrożyć ten program na swoim obszarze. Z kolei pomiędzy województwami zaangażowanymi w program występują duże różnice w poziomie wykorzystania przeznaczonych na ten cel środków. Niemniej jednak wnioski z przeprowadzonej analizy danych za lata 2010–2013 wskazują, że instrumenty zwrotne zyskują na znaczeniu, a liczba przedsiębiorstw korzystających z tej formy pomocy oraz wartość udzielanego wsparcia stale się powiększa. Należy zauważyć, że zwiększona dostępność do finansowania zewnętrznego pobudza aktywność gospodarczą mikro, małych i średnich przedsiębiorstw. Dzięki temu wzrasta efektywność wydatkowanych przez nie środków, a z uwagi na większe zaangażowanie własnych kapitałów ograniczone zostaje ryzyko podejmowanych przez nie inwestycji.

Ponadto z komunikatów płynących z Unii Europejskiej wynika, że w nowej perspektywie finansowej na lata 2014–2020 narzędzia te zostaną zastosowane w szerszym zakresie niż ma to miejsce teraz. Taki cel wynika też z przyjętej w czerwcu 2010 r. przez Radę Europejską strategii rozwoju UE na kolejny okres programowania, tj. *Strategii na rzecz inteligentnego i zrównoważonego rozwoju sprzyjającego włączeniu społecznemu: Europa 2020*²³. Jej celem jest wyjście Europy

²² http://www.mrr.gov.pl/aktualnosci/polityka_rozwoju/Documents/Informacja_prasowa_Wplyw_Funduszy_27_0812.pdf.

²³ Strategia „Europa 2020” jest nowym, długookresowym programem rozwoju społeczno-gospodarczego Unii Europejskiej, który zastąpił realizowaną od 2000 r., zmodyfikowaną pięć lat później, Strategię Lizbońską. W: http://ec.europa.eu/eu2020/pdf/1_PL_ACT_part1_v1.pdf.

z kryzysu ekonomicznego oraz zapewnienie trwałego wzrostu gospodarczego. Dokument ten zawiera 7 projektów przewodnich, a wśród nich „Politykę przemysłową w erze globalizacji”, która zakłada poprawę otoczenia biznesu w odniesieniu do MŚP poprzez ułatwienie dostępu do niedrogiego finansowania (preferencyjnych pożyczek, kredytów, gwarancji). Z kolei w wydanym przez Komisję Europejską w listopadzie 2010 r. V Raporcie Kohezyjnym zwrócono uwagę na „wymóg jak najlepszego spożytkowania każdego euro wydanego ze środków publicznych”²⁴ oraz wskazano „na potrzebę przeprowadzenia ambitnej reformy polityki spójności”²⁵.

Na gruncie polskim również widoczne są dążenia do zastosowania w szerszym zakresie instrumentów zwrotnych w kolejnej perspektywie finansowej na lata 2014–2020. Między innymi w lipcu 2013 r. Ministerstwo Rozwoju Regionalnego opublikowało wybrane wnioski i rekomendacje z ewaluacji pt. „Oceny realizacji instrumentów inżynierii finansowej w ramach NSRO 2007–2013” realizowanej w okresie od sierpnia 2012 r. do kwietnia 2013 r.²⁶ Konkluzje z przeprowadzonego badania wskazują jednoznacznie na potrzebę kontynuowania instrumentów zwrotnych jako narzędzi skutecznego wsparcia MŚP. Z kolei „z badań przeprowadzonych przez Instytut Badań nad Gospodarką²⁷ (...) wynika, że w następnej perspektywie budżetowej zasadne będzie zwiększenie skali wykorzystania instrumentów inżynierii finansowej, w tym w szczególności w obszarze wsparcia przedsiębiorstw”²⁸.

Aktualnie można przyjąć, że w kolejnej perspektywie finansowej 2014–2020 dotacje stosowane będą w mniejszym zakresie, zaś obszary wykorzystania instrumentów zwrotnych ulegną zwiększeniu. Instrumenty te umożliwiają bowiem efektywne gospodarowanie środkami publicznymi, a ich zwrotny charakter, w porównaniu do dotacji, w mniejszym stopniu zaburza mechanizmy rynkowe, szczególnie w okresach kryzysów gospodarczych.

²⁴ Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego, Komitetu Regionów oraz Europejskiego Banku Inwestycyjnego, KE, Bruksela 2010, s. 2.

²⁵ Ibidem, s. 2.

²⁶ http://www.mrr.gov.pl/rozwoj_regionalny/Ewaluacja_i_analzy/Krajowe_Obserwatorium_Terytorialne/Documents/prezentacja_MRR_23072013.pdf.

²⁷ Instytut Badań nad Gospodarką zajmuje się „formułowaniem idei i koncepcji modernizacji i rozwoju Polski na podstawie badań i wiedzy naukowej oraz debat publicznych i dialogu obywatelskiego, z uwzględnieniem systemu wartości i tożsamości Polaków”, <http://www.ibngr.pl/O-Instytucie/Misja>.

²⁸ Projekt Ministerstwa Rozwoju Regionalnego pt. „Wzrost efektywności instrumentów polityki spójności poprzez optymalizację narzędzi finansowania działań rozwojowych – wsparcie procesu programowania polityki spójności na lata 2014–2020”.

Bibliografia

1. Chełstowski M., Rusztecki Ł., *Stan wdrażania Regionalnych Programów Operacyjnych realizowanych w ramach NSRO 2007–2013 – na 31 sierpnia 2013 r.*, s. 15, Wydział Monitoringu i Raportowania Departamentu Koordynacji Programów Regionalnych i Cyfryzacji MRR, Warszawa 2013.
2. Dwornik A., Rusztecki Ł., *Stan wdrażania Regionalnych Programów Operacyjnych realizowanych w ramach NSRO 2007–2013 – na 30 września 2013 r.*, s. 14–15, Wydział Monitoringu i Raportowania Departamentu Koordynacji Programów Regionalnych i Cyfryzacji MRR, Warszawa 2013.
3. Ewaluacja pt. „Ocena realizacji instrumentów inżynierii finansowej w ramach NSRO 2007–2013”, Warszawa, lipiec 2013 r., http://www.mrr.gov.pl/rozwoj_regionalny/Ewaluacja_i_analiza/Krajowe_Obserwatorium_Terytorialne/Documents/prezentacja_MRR_23072013.pdf.
4. Komunikat Komisji do Parlamentu Europejskiego, Rady, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego, Komitetu Regionów oraz Europejskiego Banku Inwestycyjnego, KE, Bruksela 2010.
5. Rozporządzenie Komisji (WE) nr 800/2008 z dnia 6 sierpnia 2008 r.
6. Rozporządzenie Rady (WE) nr 1083/2006 z dnia 11 lipca 2006 r. ustanawiające przepisy ogólne dotyczące Europejskiego Funduszu Rozwoju Regionalnego, Europejskiego Funduszu Społecznego oraz Funduszu Spójności i uchylające rozporządzenie (WE) nr 1260/1999.
7. Projekt Ministerstwa Rozwoju Regionalnego pt. „Wzrost efektywności instrumentów polityki spójności poprzez optymalizację narzędzi finansowania działań rozwojowych – wsparcie procesu programowania polityki spójności na lata 2014–2020”.
8. Ustawa o zasadach prowadzenia polityki rozwoju z 6 grudnia 2006 r.

Strony internetowe

1. <http://mfiles.pl/pl/>.
2. <http://www.ibngr.pl/O-Institucie/Misja>.
3. <http://www.jeremie.com.pl/43,o-Inicjatywie-JEREMIE-woj-lodzkie.html>.
4. http://www.mrr.gov.pl/aktualnosci/fundusze_europejskie_2014_2020/Strony/DzienInstrumentowZwrotnychUniiEuropejskiej19122012.aspx.
5. <http://www.mg.gov.pl/Wspieranie+przedsiębiorczosci/Polityki+przedsiębiorczosci+i+innowacyjnosci/Definicja+MSP>.
6. <http://www.jeremie.com.pl/mazowieckie/na-jaka-dzialalnosc/>

7. http://www.funduszeuropejskie.gov.pl/AnalizyRaportyPodsumowania/Documents/RPO_stanwdrazania_992013.pdf.
8. http://www.mrr.gov.pl/aktualnosci/polityka_rozwoju/Documents/Informacja_prasowa_Wplyw_Funduszy_27_0812.pdf.
9. http://www.mrr.gov.pl/aktualnosci/fundusze_europejskie_2007_2013/Documents/MRR_Publikacja%20IBNGR_24012011.pdf.
10. http://ec.europa.eu/eu2020/pdf/1_PL_ACT_part1_v1.pdf.

Origin and Idea of the Operation of the EU Funded Repayable Financial Instruments of SMEs in Poland. The Jeremie case

Summary

The present article is aimed at the presentation of the source of operation of repayable instruments as a way to finance SMEs and the analysis of their implementation in Poland from the perspective of the Jeremie initiative. The major research problem was to answer the question in which way repayable instruments are implemented in Poland and to which extent it is executed at the regional level within the Jeremie initiative. The presented analysis is to disclose the current picture of different implementation levels, which will allow for further research to assess the effectiveness of operation of repayable instruments in support of SME development. Small and medium sized companies constitute the foundation of the EU economic growth. They create jobs and generate nearly 60% of the Union GDP. Due to this the EU gives them aid in the form of subsidy and repayable instruments. Subsidies are dominant at the moment; however, entrepreneurs are more and more often making use of repayable instruments, whose implementation is thoroughly analysed in the present article. The instruments are: preferential loans, credits or guarantees offered on more favourable than market terms. The main assumption of repayable instruments is their renewable character, i.e. an ability to make use of the same funds repeatedly, which ensures the continuity of financing. These instruments may be implemented at two levels: central (national) or regional. In Poland, initiative Jeremie, which is implemented regionally, is particularly worth noting. So far, 7 regions have joined the project.

Keywords: small and medium sized enterprises, SMEs, repayable financial instruments, the Jeremie initiative

Sylwia Bomba

Kolegium Zarządzania i Finansów
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

EMIR – potencjalne korzyści oraz negatywne konsekwencje dla obrotu na rynku OTC

Streszczenie

Celem artykułu jest analiza potencjalnych korzyści oraz negatywnych konsekwencji na rynku instrumentów pochodnych w Polsce spowodowanych dostosowaniem rynku OTC (ang. *over-the-counter*) do Rozporządzenia EMIR (ang. *European Market Infrastructure Regulation*). Autorka podjęła próbę ustalenia przyczyn kryzysu, na które odpowiedzią jest EMIR. Następnie została przedstawiona geneza (w tym porównanie z ustawą Dodd-Frank) i etapy powstania rozporządzenia. Opracowanie wymienia obowiązki kontrahentów finansowych i niefinansowych oraz podejmuje próbę odpowiedzi na pytanie, czy regulacje będą remedium na powtórkę kryzysu.

Słowa kluczowe: EMIR, CCP, OTC

1. Wprowadzenie

Celem artykułu jest analiza zmian na rynku instrumentów pochodnych w Polsce spowodowanych dostosowaniem rynku OTC (ang. *over-the-counter*) do Rozporządzenia EMIR (ang. *European Market Infrastructure Regulation*). Zakres przedmiotowy artykułu obejmuje również ocenę potencjalnych skutków EMIR dla podmiotów finansowych i niefinansowych, w tym – w Polsce.

Dynamiczny rozwój obrotu instrumentami pochodnymi na rynku nieregulowanym OTC może skutkować zwiększoną ekspozycją finansową uczestników –

zarówno podmiotów profesjonalnych, czyli instytucji finansowych, jak i podmiotów, dla których instrumenty pochodne OTC nie stanowią działalności podstawowej, a transakcje tymi instrumentami zawierają w celu zabezpieczenia się przed ryzykiem walutowym. Problem dotyczy również podmiotów specjalizujących się w obrocie tymi instrumentami¹.

2. Przyczyny kryzysu

Finansowe instrumenty pochodne są przedmiotem obrotu zarówno na rynku giełdowym, jak i pozagiełdowym (OTC). Zaletą rynku giełdowego jest centralizacja obrotu i funkcjonowanie izby rozliczeniowej, co zwiększa jego przejrzystość i ogranicza ryzyko kredytowe kontrahenta. Rynek pozagiełdowy pozwala natomiast na lepsze dopasowanie produktów do potrzeb klienta, np. do zmian kursu określonych walut w ustalonym czasie.

Segment OTC to najszybciej rozwijający się segment rynku wśród derywatów o obrotach mierzonych w bilionach USD. Tu najtrudniej o przejrzystość operacji, a skutki niewypłacalności jednego z dużych kontrahentów mogą być bardzo poważne².

W pierwszej dekadzie XXI w. wartość aktywów będących przedmiotem derywatów w obrocie pozagiełdowym wzrosła aż sześciokrotnie do poziomu 600 000 mld USD. Nazwane przez Warrena Buffeta „finansową bronią masowego rażenia”, derywaty OTC odegrały znaczącą rolę w rozprzestrzenianiu się ostatniego kryzysu finansowego, głównie z powodu ich charakteru bilateralnego, wysokiego stopnia skomplikowania, a przede wszystkim braku przejrzystości ekspozycji głównych uczestników rynku³.

Jednym z większych problemów na pozagiełdowym rynku instrumentów pochodnych jest silna asymetria informacji, wynikająca przede wszystkim z ograniczonej wiedzy banków na temat pozycji ich klientów wobec innych banków. Sposobem poprawy informacji na temat ekspozycji poszczególnych klientów na ryzyko byłoby formalne zobowiązanie banków do udostępniania takich danych w sposób automatyczny wszystkim bankom⁴.

¹ W maju 2012 r. JP Morgan Chase & Co, jedna z największych firm inwestycyjnych na świecie, ogłosiła, że w wyniku błędnych inwestycji w instrumenty pochodne poniosła w pierwszym kwartale 2012 r. straty rzędu 2 mld USD.

² K. Koprończak, *To będzie wydarzenie*, „Puls biznesu” z 19.12.2011 r.

³ W. Sikorzewski, *EMIR i meandry regulacji*, „BANK” 2011, nr 4, s. 12.

⁴ M. Konopczak, P. Mielus, P. Wieprzowski, *Rynkowe aspekty problemów na pozagiełdowym rynku walutowych instrumentów pochodnych w Polsce w czasie globalnego kryzysu finansowego*, „Bank i Kredyt” 2011, nr 42, s. 119.

W ramach reform rynku OTC dyskutowane były, zarówno na forum międzynarodowym, jak i w poszczególnych krajach, trzy rozwiązania⁵:

- 1) pozostawienie obrotu bilateralnego,
- 2) wprowadzenie instrumentów OTC na rynek giełdowy,
- 3) zreformowanie systemu zawierania transakcji i rozliczeń, poprzez powołanie instytucji izby rozliczeniowej (centralnego kontrpartnera) CCP – Central Counterpartner.

Wprowadzenie centralnego kontrpartnera (izby rozliczeniowej) na rynek nieuregulowany uznano za wystarczające rozwiązanie, odpowiadające potrzebom inwestora⁶.

Reformy światowego i europejskiego systemu finansowego zmierzają w tym kierunku, by transakcje instrumentami pochodnymi były bezpieczniejsze (aby wypadnięcie z gry jednego gracza nie spowodowało efektu domina). Temu ma służyć obowiązek rozliczania instrumentów pochodnych u centralnych kontrpartnerów rozliczeniowych (CCP). W konsekwencji gdy jeden z podmiotów wpadnie w kłopoty i nie rozliczy na czas swojej transakcji, wtedy wpływ na pozostałe podmioty gospodarcze będzie bardzo ograniczony, bo drugą stroną transakcji jest CCP, który gwarantuje swoim kapitałem wywiązywanie się bankruta z transakcji wobec pozostałych uczestników rynku finansowego⁷.

W giełdowym obrocie derywatami izba rozrachunkowa pełni funkcję drugiej strony transakcji, zapewniając rozliczenie transakcji, gdy któraś ze stron staje się niewypłacalna. W przypadku instrumentów pozagiełdowych między stronami umowy nie stoi nikt. Tak więc nie tylko jedna ze stron może ponieść ogromne straty, ale w wyniku tego mogą się też pojawić znaczne wstrząsy wtórne w całym systemie finansowym, ponieważ pozostali uczestnicy rynku zaczynają się obawiać o ryzyko, jakie ta sytuacja stwarza dla ich partnerów – czyli osób prawnych, które są drugą stroną transakcji, jaką chcą zawrzeć. Taki właśnie efekt wywołał w systemie finansowym upadek Lehman Brothers: zniknięcie tego banku inwestycyjnego z Wall Street wyzwoliło całą serię niewypłacalności, które – poprzez ich partnerów – rozprzestrzeniły się w zwielokrotnionym tempie⁸.

Na rynku OTC bardzo dużą rolę w zarządzaniu ryzykiem prawnym i kredytowym kontrahenta z tytułu transakcji instrumentami pochodnymi odgrywa dokumentacja

⁵ S. Miklaszewicz, K. Sum, A. Waszkiewicz, *Alienacja rynków finansowych a perspektywy gospodarki światowej*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2013, s. 122.

⁶ Ch. Weistroffer, *Credit Default Swaps. Heading towards a more stable system*, „Deutsche Bank Research” z 21.12.2009 r., s. 8.

⁷ *Regulacyjne tsunami*, „BANK” 2013, nr 1, s. 12.

⁸ www.forsal.pl/artykuly/362438,firmy_bronia_derywatow.html.

prawna⁹. Najważniejszą kwestią z punktu widzenia ryzyka prawnego jest umowa ramowa. Jej zadaniem powinna być wyczerpująca regulacja stosunków prawnych między bankiem a klientem, określająca m.in. dopuszczalny limit maksymalnego zaangażowania klienta w transakcje z bankiem¹⁰.

Niezdolność jednego z uczestników systemu finansowego (np. banku) do realizacji swoich zobowiązań może spowodować problemy kontrahentów, a nawet doprowadzić do zaburzenia systemu finansowego. Ryzyko systemowe¹¹, definiowane jako ryzyko wystąpienia zakłóceń w funkcjonowaniu systemu finansowego, może mieć poważne negatywne skutki dla sfery realnej gospodarki. Może być ono zdefiniowane przez inne rodzaje ryzyka, np. kredytowe, płynności. Identyfikowane jest przez skutki, a nie źródła¹². Jest dynamiczne i zmienia się. Dotyczy wielu części systemu finansowego, a jego pojawienie się może mieć każdorazowo inny charakter. Trudno je zidentyfikować z powodu występowania wielu wzajemnie powiązanych czynników, dlatego może być szkodliwe dla systemu finansowego oraz gospodarki.

Źródłem kryzysu finansowego w latach 2007–2009 było ryzyko finansowe o charakterze systemowym. Doprowadziło ono do rozpowszechnienia się kryzysu w Stanach Zjednoczonych związanego z ekspozycjami instytucji finansowych na rynku nieruchomości na inne rynki – w tym także rynek Unii Europejskiej. Jego skutki wywarły wpływ na akcję kredytową globalnego sektora bankowego, zaufanie na rynkach międzybankowych oraz na kondycję przedsiębiorstw i gospodarstw domowych.

Zdaniem dr A. Stopczyńskiego z Komisji Nadzoru Finansowego przedsiębiorcy¹³:

- zawierali transakcje na instrumentach pochodnych bez odpowiedniej analizy skutków decyzji finansowych,
- zawierali umowy bez pokrycia w rzeczywistych wpływach walutowych,
- zawierali umowy „zabezpieczające” te same przychody z kilkoma bankami (spekulacyjnie),
- zaniechali decyzji o zamknięciu pozycji na wczesnym etapie.

⁹ Ibidem, s. 241.

¹⁰ B. Paxford, *W krainie derywatów*, „BANK” 2010, nr 7–8, s. 18.

¹¹ NBP, *Identyfikacja ryzyka systemowego w polskim systemie finansowym*, s. 5, www.bik.pl/documents/10158/2750479/Prezentacja%20BM.Belka.pdf+%cd=27&hl=pl&ct=clnk&gl=pl&client=firefox-a, dostęp: 4.12.2013.

¹² *Systemic Risk and Systematically Important Firms: an Integrated Approach*, Institute of International Finance, www.iif.com%2Fdownload.php%3Fid%3D65SLPhiO1ds%3D&ei=q9CgUu3yAune7AbN4IDYAg&usg=AFQjCNEMaczhbZ-J-pSSyTe_7pS2qs5D3A&sig2=_Kj-rQNCWA2VCyK7Tw-KVQg&bvm=bv.57155469,d.ZGU, dostęp: 5.12.2013.

¹³ A. Stopczyński, *Problem walutowych instrumentów pochodnych*, KNF, www.knf.gov.pl/Images/KIG%20opcje_tcm75-9837.pdf, dostęp: 26.10.2013.

3. Regulacja EMIR

EMIR to rozporządzenie uchwalone przez Parlament Europejski wraz z rozporządzeniami delegowanymi i aktami wykonawczymi, nakładające na przedsiębiorców finansowych i niefinansowych obowiązki związane z zawieraniem transakcji pochodnych na rynku nieregulowanym (OTC). Rozporządzenie EMIR jest kolejnym po MIFID II, UCITS IV czy CRD III aktem prawnym, mającym regulować rynki kapitałowe, w tym przypadku rynek derywatów OTC.

Po upadku banku Lehman Brothers zdecydowano o wprowadzeniu niezbędnych uregulowań na rynku instrumentów pochodnych. W dniu 26 września 2009 r. na szczycie w Pittsburgu przywódcy państw grupy G-20 uzgodnili, że do końca 2012 r. wszystkie wystandaryzowane kontrakty pochodne, będące przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, powinny być rozliczane za pośrednictwem kontrahenta centralnego (CCP) oraz że kontrakty te należy zgłaszać do repozytorium transakcji. W czerwcu 2010 r. w Toronto przywódcy grupy G-20 potwierdzili swoje zobowiązanie i zobligowali się również do przyspieszenia wdrażania zdecydowanych środków służących poprawie przejrzystości i do nadzoru regulacyjnego nad kontraktami pochodnymi będącymi przedmiotem obrotu poza rynkiem nieregulowanym w sposób spójny i niedyskryminujący w skali międzynarodowej¹⁴.

Przywódcy krajów grupy G-20 mieli za sobą wiele doświadczeń z dwóch pierwszych lat kryzysu: najpierw zaburzenia na rynku instrumentów pochodnych, a następnie kryzys systemowy. Pierwsza fala kryzysu utożsamiana jest z niewypłacalnością funduszy hedgingowych, załamaniem się rynku kredytów typu *subprime* oraz zarzutami wobec agencji ratingowych i podmiotów finansowych, które to samo zabezpieczenie wykorzystywały do kolejnych transakcji. Druga fala kryzysu to upadek banku Lehman Brothers i obawy przed efektem domina we własnych krajach¹⁵.

Uznano, że transakcje pozagiełdowe miały duży wpływ na rozprzestrzenienie się kryzysu finansowego i wymagają większej kontroli. Komunikat końcowy nakazuje rozliczanie wszystkich standardowych instrumentów pochodnych OTC przez centralnych kontrpartnerów (CCP) najpóźniej do końca 2012 r. oraz raportowanie kontraktów w instrumentach pochodnych OTC do repozytorium transakcji.

W Stanach Zjednoczonych nowe ramy prawne wyznaczyła ustawa autorstwa kongresmenów Dodda i Franka, tzw. Dodd-Frank Act. Ustawa ta została podpisana

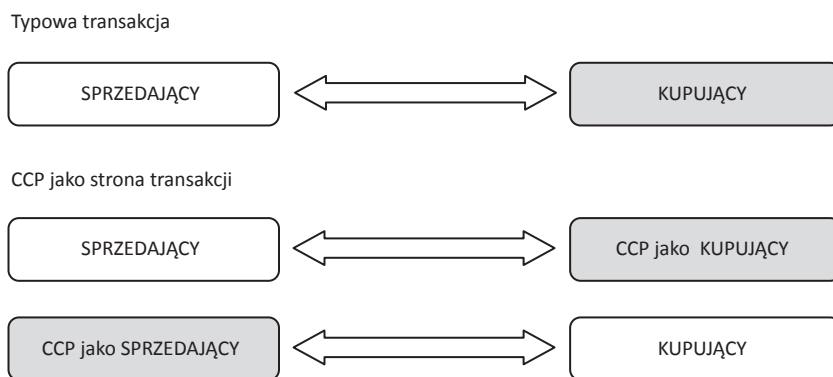
¹⁴ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) NR 648/2012 z dnia 4 lipca 2012 r. w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytorium transakcji, Dz.U. Unii Europejskiej z dnia 4.07.2012 r., s. 2.

¹⁵ J. Bródnowski, *EMIR obejmuje rządy*, „BANK” 2013, nr 3, s. 52.

przez prezydenta Baracka Obamę w lipcu 2010 r. Ma szerszy zakres niż EMIR, gdyż poza przepisami regulującymi rynek derywatów OTC wprowadza jeszcze instytucje mające na celu monitorowanie i zapobieganie nadmiernemu ryzyku systemowemu (*Financial Stability Oversight Council* i *Office of Financial Reserach*) oraz nadzór finansów konsumenckich (w ramach *Consumer Financial Protection Bureau*)¹⁶.

Kluczowym celem ustawy Dodd-Frank jest przejrzysty obrót na rynku OTC poprzez elektroniczne platformy¹⁷.

Rysunek 1. Porównanie typowej transakcji z transakcją, w której uczestniczy CCP



Źródło: kdpwccp.pl, dostęp: 22.11.2013.

CCP oznacza osobę prawną, która działa pomiędzy kontrahentami kontraktów będących w obrocie na co najmniej jednym rynku finansowym, stając się nabywcą dla każdego sprzedawcy i sprzedawcą dla każdego nabywcy¹⁸.

Zgodnie z nowymi regulacjami kontrahent centralny w ramach rozliczenia transakcji będzie wstępował w prawa i obowiązki stron (rysunek 1), które uprzednio zawarły ze sobą kontrakt pochodny, wygaszając tym samym pierwotnie powstałe zobowiązania stron względem siebie. W praktyce oznacza to, że w miejscu jednego stosunku zobowiązaniowego powstaną dwa stosunki zobowiązaniowe, w których każdorazowo jedną ze stron będzie kontrahent centralny. Kontrahent centralny będzie

¹⁶ W. Sikorzewski, *EMIR...*, op.cit., s. 12.

¹⁷ N. Wolkoff, *Seps are the weak link in OTC regulations*, „Financial Times” z 25.10.2013, www.ft.com/intl/cms/s/0/77d8f386-3bf1-11e3-b85f-00144feab7de.html#axzz2lYYVp2iz, dostęp: 24.11.2013.

¹⁸ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) NR 648/2012 z dnia 4 lipca 2012 r. w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytorium transakcji, art. 2 pkt. 1), Dz.U. Unii Europejskiej z 4.07.2012, s. 14.

odpowiadał za rozliczenie transakcji, co ograniczy jednostkowe ryzyko kredytowe, gwarantując tym samym płynne rozliczenie kontraktu.

Gdy jedna strona nie będzie w stanie wywiązać się z transakcji, wtedy zostanie uruchomiony system gwarantowania rozliczeń. Rozliczenie transakcji będzie następowało ze środków będących należnościami uczestnika naruszającego lub z wniesionych przez niego depozytów zabezpieczających. W przypadku niewystarczającej ilości środków fundusz zabezpieczający OTC pokryje rozliczenie transakcji do wysokości wpłat uczestnika naruszającego. Następnie zostanie uruchomiony kapitał CCP w części proporcjonalnej dla rynku OTC. Ostatecznie można sięgnąć po resztę pieniędzy z funduszu zabezpieczającego OTC i w skrajnej sytuacji pozostały kapitał CCP.

Natomiast w przypadku korzystania z usług centralnego kontrpartnera CCP całe ryzyko rynkowe kumuluje się w tym miejscu. Pojawia się pytanie, co się stanie, gdy upadnie bardzo duży uczestnik CCP. Aby ograniczyć takie zagrożenia, rozporządzenie EMIR wprowadza procedury z zakresu ładu korporacyjnego, polityki inwestycyjnej, raportowania czy outsourcingu oraz procedur upadłościowych. Dyskusyjna jest rola banków centralnych jako ostatecznych gwarantów CCP poprzez udostępnianie im dostępu do źródeł finansowania krótkoterminowego oraz możliwości lokowania nadwyżek w banku centralnym.

Nie wszystkie instrumenty pochodne muszą być rozliczane przez pośrednictwo CCP. Dlatego pojawił się problem, jak je zabezpieczać i rozliczać. Odpowiedzią na tę potrzebę rynku jest daleko idąca standaryzacja umów bilateralnych, w których położono szczególny nacisk na bezpieczeństwo transakcji. Wprowadzenie unijnego rozporządzenia EMIR będzie miało ogromne konsekwencje dla krajowych instytucji. Dlatego już w połowie 2012 r. grupa polskich podmiotów skupionych wokół KDPW postanowiła razem utworzyć lokalny (krajowy) odpowiednik CCP. Chodziło o ułatwienie polskim bankom rozliczania w kraju instrumentów pochodnych zgodnie z wymogami EMIR. W konsekwencji KDPW oprócz CCP będzie prowadziło także repozytorium transakcji. Polskie banki będą dzięki temu mogły rozliczać instrumenty pochodne w PLN.

Handel derywatami zostanie ograniczony przez standaryzację produktów. Kontrola ma doprowadzić do skorelowania wielkości rynku z potrzebami realnej gospodarki. Zadanie to ma być powierzone narodowym oraz globalnym instytucjom nadzoru finansowego. Rozwiązaniem ma być platforma handlu, nad którą kontrolę pełnić będzie Komitet Stabilności Finansowej (FSB – *Financial Stability Board*).

Do utworzenia Komitetu Stabilności Finansowej zobowiązały się w dniu 1 czerwca 2008 r. wszystkie państwa członkowskie, podpisując porozumienie o współpracy

między organami nadzoru finansowego, bankami centralnymi i ministerstwami finansów Unii Europejskiej na temat transgranicznej stabilności finansowej¹⁹.

Takiemu nadzorowi sprzeciwiała się głównie Wielka Brytania, która ma ponad połowę udziału w tym rynku. Ostatecznie 4 października 2011 r. udało się wypracować kompromis państw UE, a Wielka Brytania – przy pewnych gwarancjach – zgodziła się na europejski nadzór nad rynkiem derywatów OTC. Porozumienie krajów UE otworzyło drogę do negocjacji z Parlamentem Europejskim.

Na rynku instrumentów pochodnych OTC EMIR²⁰:

- określa kontrahentów transakcji instrumentami pochodnymi OTC podlegających rejestracji (art. 2),
- wskazuje sposób, w jaki zostaną określone klasy instrumentów pochodnych OTC podlegających obowiązkowi rozliczania centralnego (art. 5),
- ustala zasady działania repozytoriów transakcji instrumentami pochodnymi OTC (art. 78),
- nakazuje obowiązkowe pośrednictwo kontrpartnera centralnego przy rozliczeniu takich transakcji (art. 4),
- określa techniki ograniczania ryzyka kontraktów na instrumenty pochodne OTC nierozliczanych przez partnerów centralnych (art. 11),
- określa system współpracy regulatorów, partnerów centralnych i repozytoriów.

Podmioty podlegające omawianemu rozporządzeniu dzieli się na dwie grupy: kontrahentów finansowych i niefinansowych. Do pierwszej należą przedsiębiorstwa inwestycyjne, instytucje kredytowe, zakłady ubezpieczeń, zakłady reasekuracji, UCITS i ich zarządcy, instytucje pracowniczych programów emerytalnych oraz alternatywne fundusze inwestycyjne. Rozporządzenie EMIR ma także zastosowanie do kontrahentów niefinansowych, tj. jednostek innych niż wyżej wymienione, będących przedsiębiorstwami z siedzibą na terenie UE, o ile zawierają one kontrakty na instrumenty pochodne OTC.

Obowiązkowi rozliczania z udziałem CCP będą podlegać tylko niektóre transakcje zawierane przez kontrahentów niefinansowych w zależności od²¹:

¹⁹ Memorandum of Understanding on cooperation between the Financial Supervisory Authorities, Central Banks and Finance Ministries of the European Union on cross-border financial stability, ECFIN/CEFCPE(2008)/53106 REV, Brussels, June 2008 www.finance.gov.ie/documents/publications/other/MOUcbankjune08.pdf, dostęp: 24.11.2013.

²⁰ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) NR 648/2012 z dnia 4 lipca 2012 r.

²¹ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) NR 648/2012 z dnia 4 lipca 2012 r. w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytorium transakcji, art. 2 pkt. 1), Dz.U. Unii Europejskiej z 4.07.2012 r., preambuła pkt 29) oraz art. 10.

- poziomu ekspozycji na ryzyko, na jakie kontrahent niefinansowy jest wystawiony,
- celu, w jakim zawiera on taką transakcję,
- wartości transakcji instrumentami pochodnymi OTC zawieranej przez kontrahenta niefinansowego.

Instytucja centralnego rozliczania dotknie polskich przedsiębiorców w niewielkim stopniu ze względu na wolumen transakcji (ang. *clearing threshold*) konieczny dla kwalifikowania danego kontraktu pochodnego jako podlegającego centralnemu rozliczaniu. Wartości progowe do celów obowiązku rozliczania przez CCP wynoszą²²:

- 1 mld EUR wartości referencyjnej brutto w przypadku kredytowych oraz akcyjnych instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym,
- 3 mld EUR wartości referencyjnej brutto w przypadku instrumentów pochodnych stopy procentowej, walutowych oraz towarowych instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym.

Instytucje niefinansowe, które nie będą podlegać obowiązkowi centralnego rozliczania, będą zobligowane m.in. do²³:

- zarządzania ryzykiem wynikającym z zawieranych transakcji z uwzględnieniem procesu wyceny transakcji,
- rekonyliacji portfela transakcji pochodnych,
- kompresji portfela transakcji pochodnych,
- wykrywania potencjalnych sytuacji spornych z kontrahentami i ich rozstrzygnięcia oraz monitoringu i zapisywania takich transakcji,
- potwierdzania zawarcia transakcji pochodnych.

Wszystkie instytucje będą miały obowiązek raportowania o zawieranych transakcjach do repozytorium transakcji. W tym sensie EMIR dotknie wszystkich uczestników rynku instrumentów pochodnych²⁴.

Obowiązek ten obejmuje wszystkie kontrakty pochodne zawarte przez przedsiębiorcę po dniu 16 sierpnia 2012 r. Będzie on miał również charakter retroaktywny, tzn. obejmie wszystkie transakcje zawarte przed 16 sierpnia 2012 r. (czyli przed datą wejścia w życie Rozporządzenia), jednakże pod warunkiem ich dalszego obowiązywania w tym dniu.

Zgłoszeniu do repozytorium transakcji podlegają będą wszystkie kontrakty pochodne. Nowe regulacje dotkną wszystkie przedsiębiorstwa zawierające transakcje

²² Ibidem, art. 11.

²³ R. Stanek, *Instrumenty pochodne z mniejszym ryzykiem*, „Dziennik Gazeta Prawna” z 10.04.2013 r.

²⁴ *Drugiej afery opcyjnej nie będzie*, „Parkiet” z 22–23.11.2012 r.

pochodne, niezależnie, co warto podkreślić, od wolumenu zawieranych przez nie transakcji. Sam proces przekazywania informacji do repozytorium transakcji polegał będzie na wypełnianiu formularzy o łącznej ilości 85 pól informacyjnych, obejmujących szczegółowe dane dotyczące kontrahentów oraz samego kontraktu (tzw. dane wspólne). Co więcej, pochodzące z umów dane będą musiały być archiwizowane przez okres co najmniej pięciu lat po ich wygaśnięciu.

Istotą tego rodzaju mechanizmu jest dostarczenie nadzorcom kompendium wiedzy na temat skali oraz charakteru zawieranych transakcji pochodnych. Uzyskanie przejrzystego obrazu całego rynku OTC na terenie UE niewątpliwie pomoże oszacować skalę oraz charakter tego rynku, a następnie dokonać głębszej analizy ryzyka systemowego i w zależności od rezultatu podjąć działania zmierzające do jego dalszego ograniczenia²⁵.

Z punktu widzenia polskich przedsiębiorców konieczność adaptowania regulacji przewidzianych przez Rozporządzenie EMIR będzie wiązać się z wysiłkiem implementacyjnym oraz spowoduje wzrost kosztu zabezpieczania ryzyka przy wykorzystaniu instrumentów pochodnych. Jednak docelowo regulacja ta poprzez zwiększenie przejrzystości rynku oraz świadomości rzeczywistej redukcji ryzyka kredytowego kontrahenta na rynku międzybankowym powinna doprowadzić do większej konkurencji oraz niższych cen²⁶.

Nie oznacza to, że proponowane rozwiązania można traktować jako panaceum na wszelkie problemy dotyczące świata pozagiełdowych instrumentów pochodnych. Wątpliwości budzą zagadnienia dotyczące zarządzania zabezpieczeniami kontrahentów, innowacyjności rynków pozagiełdowych, liczby izb rozrachunkowych oraz dostępu do usług centralnych²⁷.

Rozporządzenie EMIR niesie ze sobą duże wyzwania nie tylko dla sektora finansowego, lecz także dla firm w sektorze niefinansowym, który będzie musiał dostosować swoje procedury do nowych regulacji. O ile poziom debaty wokół Rozporządzenia EMIR wśród sektora finansowego rozgorzał na dobre i pociąga za sobą konkretne procesy dostosowawcze do nowych regulacji, o tyle istnieje obawa, iż problematyka EMIR oraz związane z tym wymogi implementacyjne nie zostały wystarczająco zidentyfikowane przez sektor niefinansowy. Warto w tym miejscu podkreślić, iż Rozporządzenie EMIR ze względu na swój charakter prawny znajduje bezpośrednie zastosowanie na gruncie prawa polskiego i nie będzie przedmiotem dodatkowych prac ustawodawczych²⁸.

²⁵ R. Stanek, *Instrumenty pochodne...*, op.cit.

²⁶ W. Ślusarski, A. Skrzypczyńska, *EMIR czai się za rogiem*, „Parkiet” z 2.11.2012 r.

²⁷ W. Sikorzewski, *EMIR...*, op.cit., s. 13.

²⁸ R. Stanek, *Instrumenty pochodne...*, op.cit., „Dziennik Gazeta Prawna” z 10.04.2013 r.

Zaskakuje fakt, że wskutek presji unijnych lobbystów z rozliczeń w CCP zwolnione będą transakcje instrumentami pochodnymi dokonywane wewnątrz grupy bankowej. Ten zapis ma ogromne znaczenie dla polskiego sektora bankowego. W opinii NBP to bardzo złe rozwiązanie, zwłaszcza z punktu widzenia bezpieczeństwa krajowego i europejskiego systemu finansowego²⁹.

Zdaniem D. Tymoczko z NBP „możemy się spodziewać gorszego zabezpieczenia transakcji pomiędzy spółką córką a spółką matką niż w przypadku typowych transakcji instrumentów pochodnych za pośrednictwem CCP. Generuje to na przyszłość duże ryzyko dla europejskiego systemu bankowego. Trudno znaleźć choćby jedno racjonalne wytłumaczenie dla wprowadzenia tego dziwnego wyłączenia w unijnych przepisach prawa. Co więcej, takie rozliczenia pomiędzy bankowymi spółkami córkami i matkami wpłyną na ograniczenie skali obrotów na polskim rynku instrumentów pochodnych, np. gdy okaże się, że zabezpieczenia w ramach grupy bankowej będą tańsze niż te rozliczane przez CCP. Dotychczas krajowe banki redystrybuowały część swojej płynności za pomocą instrumentów niezabezpieczonych. Dziś dzięki CCP przy KDPW będzie to bezpieczniejsze, co zwiększy stabilność całego polskiego sektora bankowego”³⁰.

Raportowanie będzie żmudną i pochłaniającą czas czynnością. W stosownych formularzach będą musiały się znaleźć, m.in.: dane stron transakcji, wycena na zasadach rynkowych (musi być aktualizowana i raportowana codziennie), wykorzystane zabezpieczenia i potwierdzenia. Strony są zobowiązane przechowywać dane dotyczące umów co najmniej pięć lat po ich wygaśnięciu. Choć trudno w tej chwili oszacować koszty przystosowania każdej z instytucji do nowych przepisów, to można zasadnie przypuszczać, że będą one znaczne.

Powstaje pytanie: Czy nowe regulacje będą skuteczne? Na pewno byłoby łatwiej zapobiec kryzysowi, którego przyczyny leżą m.in. w zawłości ówczesnych transakcji pochodnych. Nadzorca miałby możliwość wcześniejszego wykrycia zagrożeń i zminimalizowania strat. Na razie trudno wyrokować, czy ten mechanizm spełni wszystkie zakładane cele. Otwartym pozostaje pytanie, na ile rynek będzie w stanie stworzyć instrumenty wymykające się nowym regulacjom w zakresie podlegania obowiązkowi centralnego rozliczenia³¹. Ostatecznie pojawia się pytanie, czy regulacje związane z uczestnictwem na rynkach OTC okażą się wystarczające, aby zapobiec powtórce kryzysu oraz czy rozporządzenie EMIR spełni wszystkie zakładane cele.

²⁹ *Regulacyjne tsunami*, „BANK” 2013, nr 1, www.aiebank.pl/index.php?option=com_content&view=article&id=31136:rynek-finansowy-regulacyjne-tsunami&catid=694&Itemid=254, dostęp: 23.11.2013.

³⁰ *Ibidem*.

³¹ www.deloitte.com/view/pl_PL/pl/dla-prasy/9e5b720cf572b310VgnVCM1000003156f70aRCRD.htm, dostęp: 27.10.2013.

Część krytyków wskazuje, że EMIR, paradoksalnie, może doprowadzić nie do zmniejszenia ryzyka systemowego, ale do jego zwiększenia, bo w modelu rozliczeń bilateralnych, czyli obowiązującym wcześniej na rynku OTC, ryzyko było rozproszone w całym systemie. Jeżeli upadek drugiej strony kontraktu był jedynie problemem dla jego partnera i jeśli zasoby pozwalały mu przetrwać stratę, to sprawa na tym się kończyła³². Natomiast po wejściu w życie regulacji EMIR obowiązek centralnego rozliczania za pośrednictwem CCP będzie antidotum na tego typu zdarzenia.

4. Podsumowanie

Podsumowując, należy wskazać, że rozporządzenie EMIR ma na celu zabezpieczenie obrotu instrumentami pochodnymi na rynku OTC. UE nakłada na uczestników rynków finansowych wiele obowiązków: informowanie właściwych organów o zawartych transakcjach, współpracę z repozytorium transakcji w sprawozdawczości transakcyjnej, pośrednictwo partnerów centralnych w rozliczeniach transakcji instrumentami pochodnymi OTC. Regulacja EMIR jest adresowana nie tylko do instytucji finansowych, lecz także obejmuje podmioty niefinansowe nawet poniżej progu istotności. Jej celem jest uporządkowanie rynku, by uniemożliwić powtórkę kryzysu opcyjnego. Głównym wymogiem, jaki EMIR stawia przed rynkami instrumentów pochodnych, jest raportowanie transakcji, co ma na celu dostarczenie nadzorcom kompendium wiedzy na temat wolumenu oraz charakteru zawieranych transakcji. Bieżąca analiza umożliwi monitoring przeprowadzanych transakcji oraz pozwoli na wykrycie potencjalnych niebezpieczeństw.

Można przypuszczać, że dużą korzyścią regulacji EMIR jest uporządkowanie infrastruktury rynku oraz zmniejszenie ryzyka systemowego związanego z rozliczeniami na tym rynku. Nie należy jednak zapominać, że to nie wadliwa infrastruktura, ale brak obiektywnej oceny ryzyka był głównym źródłem kryzysu. Negatywną konsekwencją wprowadzenia EMIR są koszty dostosowania się do wymagań, jakie stawia regulacja, związane z poniesieniem nakładów na rozbudowanie sieci IT oraz zatrudnieniem dodatkowych pracowników przy niezmiennych przychodach. Konsekwencją regulacji EMIR może być wzrost potrzeb płynnościowych związanych z zabezpieczeniem transakcji, która sporadycznie występuje na rynku międzybankowym. Korzyścią regulacji EMIR będzie bezpieczeństwo związane z redystrybucją płynności za pomocą instrumentów niezabezpieczonych przez banki krajowe za pośrednictwem CCP, co zwiększy stabilność sektora bankowego. Rynek instrumen-

³² J. Bródnowski, *EMIR obejmuje...*, op.cit., s. 53.

tów pochodnych OTC jest interesujący dla inwestorów ze względu na innowacyjny charakter oraz możliwość dostosowania warunków kontraktu do indywidualnych potrzeb. Korzystanie z izby rozliczeniowej może przyczynić się do zmniejszenia tej atrakcyjności i tworzenia kontraktów pozwalających na pominięcie tego wymogu. Jednocześnie ryzyko związane z rozliczeniem transakcji, które aktualnie jest rozproszone wśród wielu uczestników rynku poprzez wprowadzenie instytucji CCP, może spowodować pojawienie się nowych źródeł ryzyka na rynku instrumentów pochodnych OTC.

Bibliografia

Dokumenty prawne

1. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) NR 648/2012 z dnia 4 lipca 2012 r. w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytorium transakcji, Dz.U. Unii Europejskiej z dnia 4.07.2012 r.
2. Memorandum of Understanding on cooperation between the Financial Supervisory Authorities, Central Banks and Finance Ministries of the European Union on cross-border financial stability, ECFIN/CEFCPE(2008)/53106 REV, Brussels, June 2008 www.finance.gov.ie/documents/publications/other/MOUcbankjune08.pdf, dostęp: 24.11.2013.

Artykuły i opracowania

1. Bródnowski J., *EMIR obejmuje rządy*, „BANK” 2013, nr 3.
2. *Drugiej afery opcyjnej nie będzie*, „Parkiet” z 22–23.11.2012 r.
3. Konopczak M., Mielus P., Wieprzowski P., *Rynkowe aspekty problemów na pozagiełdowym rynku walutowych instrumentów pochodnych w Polsce w czasie globalnego kryzysu finansowego*, „Bank i Kredyt” 2011, nr 42.
4. Koprończak K., *To będzie wydarzenie*, „Puls biznesu” z 19.12.2011.
5. Miklaszewicz S., Sum K., Waszkiewicz A., *Alienacja rynków finansowych a perspektywy gospodarki światowej*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2013.
6. NBP, *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2011 r.*
7. Paxford B., *W krainie derywatów*, „BANK” 2010, nr 7–8, s. 18.
8. Pruchnicka-Grabias I., *Opcje walutowe w Polsce w obliczu kryzysu finansowego*, w: *Instrumenty i regulacje bankowe w czasie kryzysu*, red. J. Nowakowski, Difin, Warszawa 2010.

9. *Regulacyjne tsunami*, „BANK” 2013, nr 1.
10. Stanek R., *Instrumenty pochodne z mniejszym ryzykiem*, „Dziennik Gazeta Prawna” z 10.04.2013 r.
11. Sikorzewski W., *EMIR i meandry regulacji*, „BANK” 2011, nr 4.
12. Ślusarski W., Skrzypczyńska A., *EMIR czai się za rogiem*, „Parkiet” z 2.11.2012 r.
13. Weistroffer Ch., *Credit Default Swaps. Heading towards a more stable system*, „Deutsche Bank Research” z 21.12.2009 r.
14. Wolkoff N., *Sefs are the weak link in OTC regulations*, „Financial Times” z 25.10.2013 r.

Strony internetowe

1. NBP, *Identyfikacja ryzyka systemowego w polskim systemie finansowym*, www.bik.pl/documents/10158/2750479/Prezentacja%2BM.Belka.pdf+&cd=27&hl=pl&ct=clnk&gl=pl&client=firefox-a, dostęp: 4.12.2013.
2. *Regulacyjne tsunami*, „BANK” nr 1, styczeń 2013 r., www.alebank.pl/index.php?option=com_content&view=article&id=31136:rynek-finansowy-regulacyjne-tsunami&catid=694&Itemid=254, dostęp: 23.11.2013.
3. Stopczyński A., *Problem walutowych instrumentów pochodnych*, KNF, www.knf.gov.pl/Images/KIG%20opcje_tcm75-9837.pdf, dostęp: 26.10.2013.
4. *Systemic Risk and Systematically Important Firms: an Integrated Approach*, Institute of International Finance, www.iif.com%2Fdownload.php%3Fid%3D65SL-PhiO1ds%3D&ei=q9CgUu3yAune7AbN4IDYAg&usg=AFQjCNEMaczhbZ-J-pSSyTe_7pS2qs5D3A&sig2=_Kj-rQNCWA2VCyK7TwKVQg&bvm=bv.57155469,d.ZGU, dostęp: 5.12.2013.
5. www.deloitte.com/view/pl_PL/pl/dla-prasy/9e5b720cf572b310VgnVCM-1000003156f70aRCRD.htm, dostęp: 27.10.2013.
6. www.forsal.pl/artykuly/112095,zloty_traci_na_opcjach_walutowych.html, dostęp: 26.10.2013.
7. www.hutnictwo.wnp.pl/odlewnie-polskie-zlozyly-wniosek-o-upadlosc,69929_1_0_0.html, dostęp: 20.10.2013.
8. www.knf.gov.pl/Images/KNF_opcje_11_03_2009_tcm75-9890.pdf, dostęp: 26.10.2013.
9. www.praca.wnp.pl/tysiace-straca-prace-przez-opcje-walutowe,70663_1_0_0.html, dostęp: 21.10.2013.

EMIR – Potential Benefits and Negative Impact on the OTC Market Turnover

Summary

The article is aimed at the analysis of potential benefits and negative impact on the market of derivative instruments in Poland caused by the adjustment of the OTC (over the counter) market to EMIR (European Market Infrastructure Regulation). The author attempts to find the reasons for the crisis EMIR refers to. The article also presents the origin, including the comparison with the Dodd-Frank Act and the stages of the regulation development. The study presents the duties of financial and non-financial partners and an attempt to answer the question if the regulations will become a remedy for another crisis.

Keywords: EMIR, CCP, OTC

Anna Rutkowska-Ziarko

Wydział Nauk Ekonomicznych

Uniwersytet Warmińsko-Mazurski w Olsztynie

Marek Sochoń

Kolegium Zarządzania i Finansów

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

Rentowność inwestycji giełdowych w branży budowlanej na tle wybranych wskaźników rynkowych

Streszczenie

Przedmiotem badań były anomalie o charakterze fundamentalnym, w szczególności te związane z wpływem wysokości wskaźników rynkowych na kształtowanie się cen akcji. W pracy poza klasycznymi i najpopularniejszymi wskaźnikami rynkowymi, odnoszącymi cenę akcji do zysku netto, czy też wartości księgowej, uwzględniono także wskaźniki zbudowane na podstawie przychodów ze sprzedaży oraz wartości kapitału pracującego. Wskaźnik rynkowy dla kapitału pracującego nie był do tej pory wykorzystywany do wyboru portfela akcji. Celem pracy było zbadanie, czy portfele zbudowane z akcji spółek o niskich lub średnich wartościach wskaźników rynkowych przynosiły w przyszłości wyższe stopy zwrotu w porównaniu z portfelami zbudowanymi z akcji spółek o wysokich wartościach tych wskaźników. Spośród czterech rozpatrywanych wskaźników rynkowych do wyboru portfela inwestycyjnego najlepszy okazał się wskaźnik odnoszący cenę rynkową akcji do wartości księgowej przypadającej na jedną akcję. Portfele zbudowane z akcji spółek o niskich lub średnich wartościach wskaźników rynkowych były generalnie bardziej zyskowne od pozostałych.

Słowa kluczowe: efektywność rynku, wskaźniki rynkowe, wybór portfela, wskaźnik cena/zysk, wskaźnik cena/wartość księgowa, wskaźnik cena/sprzedaż, kapitał pracujący

1. Wprowadzenie

Inwestorzy starają się wykorzystać dostępne informacje w celu uzyskania jak najlepszych efektów inwestycyjnych. Zgodnie z teorią rynków efektywnych¹ analiza przeszłych notowań spółek oraz informacji finansowych zawartych w sprawozdaniach okresowych nie powinna przynosić dodatkowych korzyści, gdyż wszystkie te informacje są dyskontowane w cenie akcji w krótkim terminie po publikacji. Występuje tu pewnego rodzaju paradoks: aby dostępne informacje były faktycznie dyskontowane w cenie akcji, to uczestnicy rynku musieliby bardzo wnikliwie te informacje analizować i trafnie oceniać ich znaczenie dla wyceny danego przedsiębiorstwa. Badania na rozwiniętych i wschodzących rynkach kapitałowych pokazują, że rynki są w stanie zbliżonym do efektywności, jednak można na nich zaobserwować pewne anomalie pozwalające na osiągnięcie ponadprzeciętnych stóp zwrotu². Anomalie związane ze wskaźnikami rynkowymi występują zarówno na rynkach rozwiniętych, jak i na rynkach wschodzących, pomimo że rynki te różnią się kapitalizacją, liczbą notowanych spółek, rodzajem notowanych instrumentów oraz regulacjami prawnymi.

Zdaniem Famy, twórcy teorii efektywności informacyjnej rynków kapitałowych, wszelkie anomalie mają charakter przejściowy lub też ich występowanie nie jest statystycznie udowodnione³. Jednocześnie badania nad występowaniem anomalii o charakterze fundamentalnym związanych z wysokością wskaźników rynkowych prowadzone przez Bassu⁴, czy też innych badaczy cytowanych przez Barbee⁵, wykazują, że w pewnych sytuacjach występują odstępstwa od koncepcji efektywności informacyjnej rynków kapitałowych. Przyczyną powstawania tego typu anomalii wg Ritchie'a jest to, że inwestorzy przeceniają zarówno pozytywne, jak i negatywne informacje dotyczące danego przedsiębiorstwa, co może skutkować zaniżoną wyceną rynkową akcji. Niska cena rynkowa akcji może również wynikać z ryzyka, jakim jest obciążona działalność danej firmy. Zdaniem tego autora najlepszymi inwestycjami jest zakup akcji firm będących w dobrej kondycji finansowej, ale o niskich wartościach

¹ E. Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, „Journal of Finance” 1970, 25(2), s. 383–417.

² W. Barbee, J. Jeong, S. Mukherji, *Relation between portfolio returns and market multiples*, „Global Finance Journal” 2008, no. 19, p. 1–10; E. Fama, K. French, *Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioral Finance*, „Journal of Finance Economics” 1998, no. 49, p. 283–306; J. Czekaj, M. Woś, J. Żarnowski, *Efektywność giełdowego rynku akcji w Polsce*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.

³ E. Fama, K. French, *Market Efficiency...*, op.cit.

⁴ S. Basu, *Investment performance of common stocks in relation to their price-earnings ratios: a test of the efficient market hypothesis*, „Journal of Finance” 1977, no. 3, p. 663–682.

⁵ W. Barbee, J. Jeong, S. Mukherji, *Relation between...*, op.cit.

wskaźnika P/E⁶. Badania dotyczące spółek branży budowlanej notowanych na GPW wykazały, że wskaźnik P/E, powszechnie uważany przez inwestorów giełdowych za jeden z najważniejszych charakteryzujących atrakcyjność inwestycyjną spółek giełdowych, wykazuje niską korelację z kondycją finansową spółki⁷.

Przedmiotem niniejszych badań są anomalie o charakterze fundamentalnym, w szczególności te związane z wpływem wysokości wskaźników rynkowych na kształtowanie się cen akcji. Zbadano, czy portfele zbudowane z akcji spółek o niskich wartościach wskaźników rynkowych przynosiły w przyszłości wyższe stopy zwrotu w porównaniu z portfelami zbudowanymi z akcji spółek o wysokich wartościach tych wskaźników. W pracy poza klasycznymi i najpopularniejszymi wskaźnikami rynkowymi odnoszącymi cenę akcji do zysku netto, czy też wartości księgowej, uwzględniono także wskaźniki zbudowane na podstawie przychodów ze sprzedaży oraz wartości kapitału pracującego. Przydatność wskaźnika rynkowego dla przychodów ze sprzedaży jest opisywana w literaturze anglojęzycznej⁸, natomiast wykorzystanie wskaźnika rynkowego dla kapitału pracującego jest nowym podejściem.

Celem artykułu jest zbadanie występowania związku pomiędzy wartością wybranych wskaźników rynkowych a przyszłą stopą zwrotu portfeli zbudowanych z akcji spółek branży budowlanej notowanych na GPW.

2. Wskaźniki rynkowe

Wskaźniki rynkowe stanowią element analizy finansowej przedsiębiorstw, których papiery wartościowe (akcje, obligacje i inne) są notowane na rynku giełdowym (rynek akcji, rynek obligacji). Gdy założy się efektywność informacyjną rynku, wtedy wysoka wartość wskaźników rynkowych może świadczyć o stabilnej sytuacji przedsiębiorstwa. Obserwacja w dłuższym okresie wskaźników rynku kapitałowego stanowi dobrą podstawę oceny przedsiębiorstw i ich stabilności finansowej⁹. Wskaźniki rynkowe służą do dokonywania porównań oraz oceny w kontekście opłacalności planowanej inwestycji. Prezentują stosunek ceny rynkowej akcji danej firmy do określonych wartości finansowych przypadających na jedną akcję zwykłą.

⁶ J. Ritchie, *Analiza fundamentalna*, WIG-Press, Warszawa 1997, s. 202–203.

⁷ A. Rutkowska-Ziarko, M. Sochoń, *Związek pomiędzy wskaźnikami rynkowymi i miernikiem syntetycznym kondycji ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstwa*, Zeszyty Akademii Ekonomicznej w Poznaniu 2013, s. 189–177.

⁸ W. Barbee, J. Jeong, S. Mukherji, *Relation between...*, op.cit.

⁹ L. Gąsioriewicz, *Analiza ekonomiczno-finansowa przedsiębiorstwa*, Oficyna wydawnicza Politechniki Warszawskiej, Warszawa 2011, s. 71.

Wskaźnik P/E uznawany jest za jeden z najpopularniejszych wskaźników; prezentuje on zależność pomiędzy ceną akcji a zyskiem przypadającym na jedną akcję. Wskaźnik ten jest często określany miernikiem oceny spółki przez rynek, a jego wysoki poziom oznacza, że inwestorzy dobrze oceniają spółkę¹⁰. Z reguły jest wyższy dla spółek charakteryzujących się szybkim rozwojem i rosnącą skalą zysków¹¹.

W przypadku wskaźnika P/BV cena jednej akcji zwykłej jest odnoszona do wartości księgowej spółki przypadającej na jedną akcję zwykłą. Wskaźnik ten ukazuje wartość rynkową spółki w odniesieniu do jej wartości księgowej. Niska wartość wskaźnika może oznaczać, że spółka nie funkcjonuje dobrze¹².

Pozycja rynkowa przedsiębiorstwa w odniesieniu do konkurentów jest związana z wielkością sprzedaży danej firmy. Wskaźnik P/S jest stosunkiem ceny rynkowej akcji do wartości sprzedaży przypadającej na jedną akcję zwykłą. Im wyższa wartość wskaźnika, tym spółka jest lepiej postrzegana przez rynek, tym samym można przyjąć, że jej kondycja finansowa jest lepsza.

Kapitał pracujący ma istotne znaczenie dla istnienia i rozwoju przedsiębiorstwa ze względu na to, że jego wysoki poziom w przedsiębiorstwie zapewnia możliwość realizacji bieżących potrzeb operacyjnych podmiotu oraz implikuje niezależność przedsiębiorstwa od zewnętrznych źródeł finansowania działalności bieżącej. Kapitał pracujący jest różnicą pomiędzy aktywami bieżącymi a pasywami bieżącymi. Właściwe zarządzanie kapitałem pracującym w przedsiębiorstwie jest istotnym elementem prowadzonej przez nie polityki finansowej.

Wskaźnik P/W jest stosunkiem ceny rynkowej akcji do wielkości kapitału pracującego przypadającego na jedną akcję zwykłą. Wysoka wartość wskaźnika może świadczyć o wysokiej ocenie firmy przez inwestorów giełdowych. Wskaźnik ten nie był do tej pory wykorzystywany do wyboru portfela akcji; propozycja jego stosowania w ocenie funkcjonowania przedsiębiorstw branży budowlanej została zaprezentowana we wcześniejszej pracy autorów niniejszego artykułu¹³.

Zgodnie z badaniami przeprowadzonymi na NYSE przez Basu¹⁴ spółki o niższych bieżących wartościach wskaźnika P/E w przyszłości generowały wyższe zyski w porównaniu z tymi o wysokich bieżących wartościach tego wskaźnika. Badania dotyczące wykorzystania wskaźników rynkowych były później prowadzone dla innych rozwinię-

¹⁰ W. Tarczyński, M. Łuniewska, *Analiza portfelowa na podstawie wskaźników rynkowych i wskaźników ekonomiczno-finansowych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Prace Katedry Ekonometrii i Statystyki, 2005, nr 16, s. 257–271.

¹¹ M. Sierpińska, T. Jachna, *Ocena przedsiębiorstwa wg standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 214.

¹² W. Tarczyński, M. Łuniewska, *Analiza portfelowa...*, op.cit., s. 264.

¹³ A. Rutkowska-Ziarko, M. Sochoń, *Związek pomiędzy...*, op.cit.

¹⁴ S. Basu, *Investment performance...*, op.cit.

tych i wschodzących rynków giełdowych oraz rozszerzone o większy zbiór wskaźników rynkowych, odnoszących cenę rynkową akcji między innymi do wysokości dywidendy, obrotów, przepływów gotówkowych¹⁵. Badania te wskazały na istnienie odwrotnej zależności pomiędzy wysokością wskaźników rynkowych a przyszłymi zwrotami z akcji. Oznacza to, że informacje publiczne zawarte we wskaźnikach rynkowych nie są w pełni zdyskontowane w cenach akcji¹⁶. Inny charakter zależności pomiędzy wartościami wskaźników rynkowych i przyszłą zyskownością akcji ujawniły badania dotyczące wskaźników P/E i P/BV dla akcji notowanych na GPW¹⁷. Najbardziej zyskowne okazały się akcje o medianowych wartościach tych wskaźników. Może to świadczyć o nieefektywności informacyjnej rynków kapitałowych. Pokazuje również potrzebę dalszych badań nad wykorzystaniem wskaźników rynkowych przez inwestorów giełdowych.

3. Wyniki badań

Badania obejmowały 31 firm sektora budowlanego notowanych na GPW w Warszawie; były to wszystkie firmy, jakie w analizowanym okresie były notowane na GPW. Dane finansowe pochodziły z rocznych sprawozdań finansowych z lat 2008–2011. W celu zbadania zyskowności portfeli zbudowanych na podstawie wybranych wskaźników rynkowych wykorzystano ceny zamknięcia analizowanych akcji w okresie od 22 marca do końca czerwca dla lat 2009–2012.

W poszczególnych latach dla każdej spółki wyznaczono wartość danego wskaźnika na podstawie ceny zamknięcia z 22 marca danego roku. Wyjątkowo w roku 2009 przyjęto datę 23 marca, co wynikało z daty publikacji sprawozdania za rok 2008. Spółki zostały uporządkowane zgodnie z rosnącą wartością danego wskaźnika rynkowego oddzielnie dla każdego roku. Pominięto te spółki, dla których dany wskaźnik rynkowy był w wybranym okresie ujemny. Następnie utworzono portfele równomierne dla spółek podzielonych na trzy grupy w zależności od wartości wskaźnika rynkowego: niskie, średnie i wysokie. Utworzone grupy z założenia miały zawierać po 1/3 rozpatrywanych spółek, co w praktyce nie było możliwe, gdyż nie zawsze liczba spółek o dodatniej wartości wskaźnika rynkowego była podzielna przez 3. Zyskowność zbudowanych portfeli dla wybranych okresów inwestycyjnych pokazano w tabelach 1 i 2.

Dla wskaźnika P/E w większości przypadków najlepszą strategią było inwestowanie w spółki o niskich wartościach tego wskaźnika, szczególnie dla krótkiego okresu

¹⁵ W. Barbee, J. Jeong, S. Mukherji, *Relation between...*, op.cit.

¹⁶ Ibidem.

¹⁷ J. Czekaj, M. Woś, J. Żarnowski, *Efektywność giełdowego...*, op.cit.

inwestycyjnego. W przypadku wskaźnika P/BV prawie zawsze portfele o niskich wartościach tego wskaźnika były wyraźnie zyskowniejsze od pozostałych. W żadnym z rozpatrywanych okresów inwestycyjnych portfele zbudowane ze spółek o wysokich wartościach tego wskaźnika nie były najbardziej zyskowne. Powyższe wyniki mogą oznaczać, że w przypadku branży budowlanej najistotniejsze z perspektywy oceny atrakcyjności inwestycyjnej akcji danej firmy jest posiadanie przez nią wysokiej wartości księgowej przypadającej na jedną akcję w stosunku do ceny rynkowej akcji.

Tabela 1. Stopy zwrotu (%) dla portfeli równomiernych utworzonych ze spółek o różnych poziomach wskaźników P/E i P/BV

Długość okresu inwestycyjnego	Rok	Wartości wskaźnika P/E			Wartości wskaźnika P/BV		
		niskie	średnie	wysokie	niskie	średnie	wysokie
Tydzień	2009	3,06	0,75	0,84	4,12	11,76	0,71
	2010	4,89	4,82	3,56	7,6	3,72	3,72
	2011	0,65	-0,54	-0,12	0,66	-0,29	-0,1
	2012	7,11	4,72	2,32	12,51	-0,31	-0,13
Dwa tygodnie	2009	9,43	8,83	8,27	11,57	17,65	6,68
	2010	8,26	5,62	2,67	8,28	5,78	3,48
	2011	-0,14	0,45	-0,59	2,74	-0,08	-0,08
	2012	4,12	2,01	1,86	10,3	-0,62	-2,8
Trzy tygodnie	2009	27,83	24,74	24,02	33,07	30,05	17,07
	2010	12,83	4,18	3,94	10,54	8,99	3,61
	2011	-1,74	-0,88	0,81	2,32	-1,86	-0,8
	2012	-1,69	-3,62	-0,63	1,43	-1,82	-5,93
Miesiąc	2009	28,45	23,22	22,42	32,82	23,45	15
	2010	10,72	2,63	3,9	11,66	7,05	2,56
	2011	-0,49	0,96	2,88	4,36	-0,48	-0,97
	2012	-8,24	-3,63	-2,07	-3,96	-2,86	-4,72
Dwa miesiące	2009	16,41	28,55	27,77	19,68	20,38	23,75
	2010	-1,07	-2,69	-3,97	0,46	-1,55	-2,12
	2011	-4,54	-6,62	-9,94	-3,06	-7,15	-10,03
	2012	-17,23	-24,2	-6,97	-22,89	-13,06	-13,12
Trzy miesiące	2009	24,41	33,49	32,3	23,01	27,6	25,77
	2010	-3,07	-8,31	-6,78	-2,1	-3,86	-5,82
	2011	-2,08	-7,44	-10,84	-2,44	-10,95	-11,26
	2012	-25,45	-33,4	-16,24	-34,2	-18,2	-18,85

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 2. Stopy zwrotu (%) dla portfeli równomiernych utworzonych ze spółek o różnych poziomach wskaźników P/S i P/W

Długość okresu inwestycyjnego	Rok	Wartości wskaźnika P/S			Wartości wskaźnika P/W		
		niskie	średnie	wysokie	niskie	średnie	wysokie
Tydzień	2009	1,85	8,25	6,71	11,91	4,81	-1,44
	2010	3,13	5,64	6,72	8,90	3,76	2,96
	2011	0,53	1,06	-1,31	-1,77	-0,57	1,85
	2012	10,23	1,94	0,13	8,63	1,84	-4,34
Dwa tygodnie	2009	12,39	11,51	11,92	20,18	7,98	7,33
	2010	3,30	5,12	9,62	12,76	3,39	2,28
	2011	2,16	1,59	-1,12	-1,88	0,52	2,68
	2012	7,88	0,51	-1,26	6,20	1,92	-5,29
Trzy tygodnie	2009	36,16	21,84	21,88	39,84	18,81	21,77
	2010	3,40	6,23	14,23	18,10	2,50	3,52
	2011	0,73	0,78	-1,68	-3,19	-1,34	2,68
	2012	0,34	-2,86	-3,68	0,19	-2,08	-7,63
Miesiąc	2009	36,64	24,14	10,11	30,08	18,86	17,77
	2010	3,49	5,22	13,38	16,35	3,50	2,48
	2011	-0,01	1,71	1,64	-1,78	-0,49	4,95
	2012	-5,20	-2,19	-4,03	2,67	-1,58	-14,09
Dwa miesiące	2009	27,71	20,59	14,72	20,04	22,42	20,58
	2010	-1,89	-1,81	0,72	2,76	-1,95	-2,70
	2011	-10,94	-1,23	-7,28	-7,84	-9,79	-3,24
	2012	-17,72	-14,57	-17,30	-12,96	-12,66	-26,73
Trzy miesiące	2009	29,28	31,29	15,17	21,97	29,85	21,73
	2010	-4,64	-4,83	-2,07	-0,18	-3,65	-5,48
	2011	-12,35	-3,61	-7,69	-7,79	-15,42	-2,38
	2012	-28,33	-21,07	-22,45	-18,21	-24,20	-35,56

Źródło: opracowanie własne.

Dla wskaźnika P/S w roku 2010 najlepsze efekty przynosiło inwestowanie w spółki o wysokiej wartości tego wskaźnika. W pozostałych latach dla krótszych okresów inwestycyjnych zyskowniejsze były portfele o niższych wartościach wskaźnika, a dla dłuższych okresów inwestycyjnych – o średnich wartościach.

W przypadku wskaźnika P/W dla inwestycji o długości od 1 tygodnia do 1 miesiąca najbardziej zyskowne były portfele o niskich wartościach tego wskaźnika z wyjątkiem roku 2011 – w tym roku w drugim kwartale na GPW występował silny trend

spadkowy, co szczególnie widoczne było dla spółek branży budowlanej. Porównując stopy zwrotu portfeli z grupy „niskie” dla wskaźnika P/E z tymi dla pozostałych wskaźników, można zauważyć, że portfele z grupy „niskie” dla P/BV charakteryzują się w 20 spośród 24 analizowanych przypadków wyższymi stopami zwrotu, dla wskaźnika P/W – w 17, a P/S – w 12 przypadkach.

Dla każdego wskaźnika rynkowego przeanalizowano 64 horyzonty inwestycyjne o długości od jednego dnia do 3 miesięcy. Badania te pokazały wyraźną przewagę portfeli wyselekcjonowanych z grupy spółek o niskich i średnich wartościach wskaźników nad portfelami dla spółek o wysokich wartościach tych wskaźników. Wyniki zaprezentowano w tabeli 3.

Tabela 3. Odsetek portfeli równomiernych zbudowanych z akcji spółek o niskich lub średnich wartościach danego wskaźnika rynkowego, o wyższych stopach zwrotu od portfeli równomiernych zbudowanych ze spółek o wysokich wartościach tego wskaźnika

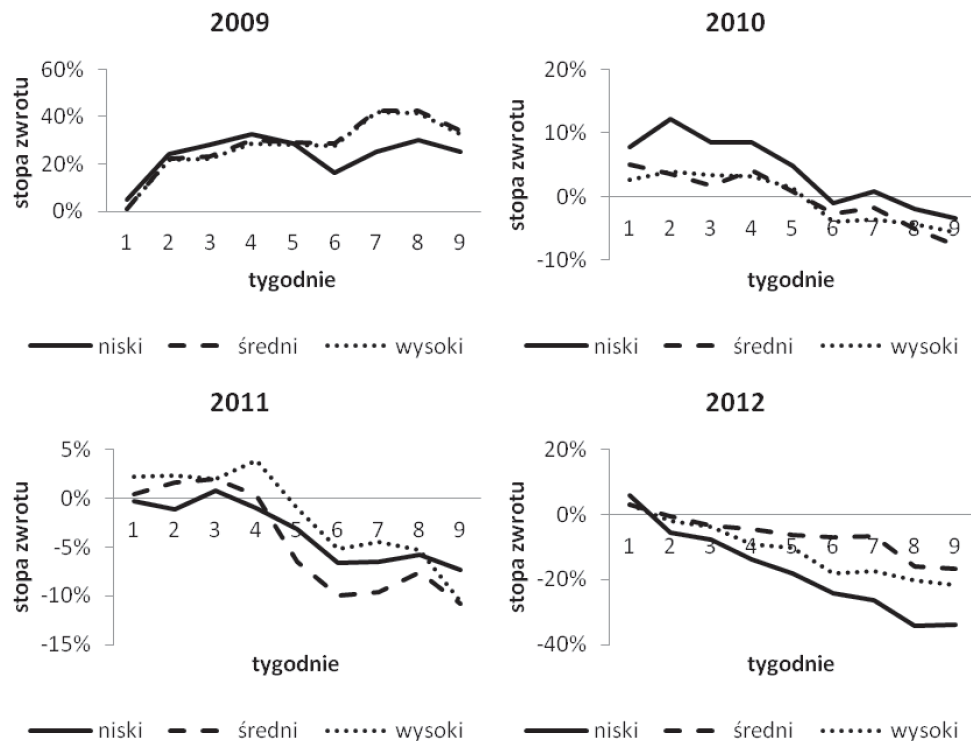
Wskaźnik rynkowy	Rok			
	2009	2010	2011	2012
P/E	1,00	1,00	0,28	0,91
P/BV	0,75	0,98	1,00	0,64
P/S	1,00	0,03	0,91	0,81
P/W	0,94	1,00	0,02	1,00

Źródło: opracowanie własne.

Poza trzema wyjątkami widoczna jest wyraźna przewaga portfeli o niskich i średnich wartościach wskaźników rynkowych nad portfelami o wysokich wartościach tych wskaźników. W analizowanym okresie najskuteczniejszą strategią inwestycyjną dla spółek branży budowlanej był dobór portfela o niskich lub średnich wartościach wskaźnika P/BV. Badania pokazują, że inwestorzy powinni unikać spółek o wysokich wartościach tego wskaźnika, gdyż prowadzi to generalnie do gorszych efektów inwestycyjnych niż w przypadku pozostałych spółek.

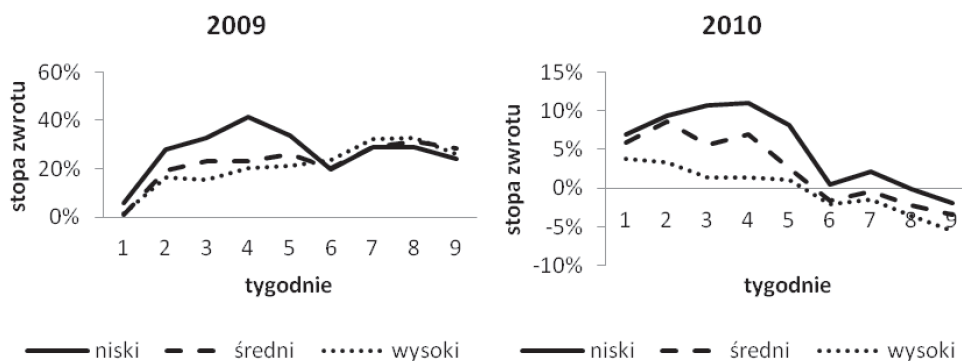
Porównano zmiany zyskowności zbudowanych portfeli dla danego wskaźnika rynkowego w poszczególnych latach, co pokazano na rysunkach 1–4.

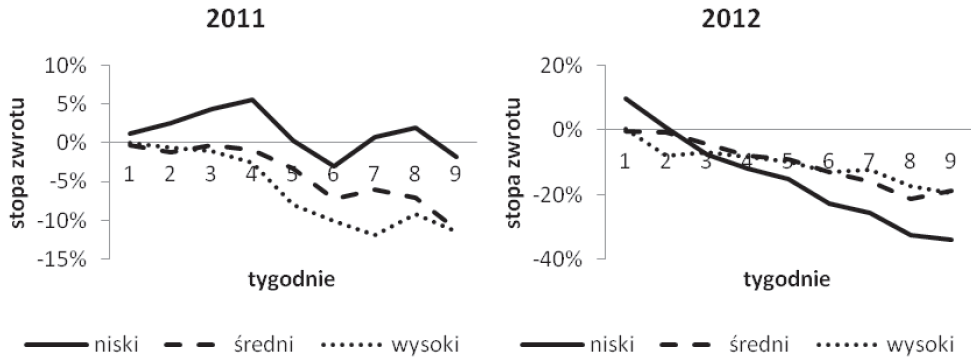
Rysunek 1. Stopy zwrotu portfeli równomiernych zbudowanych z akcji spółek o niskich, średnich i wysokich wartościach wskaźnika P/E dla okresów inwestycyjnych od jednego do 9 tygodni, w latach 2009–2012



Źródło: opracowanie własne.

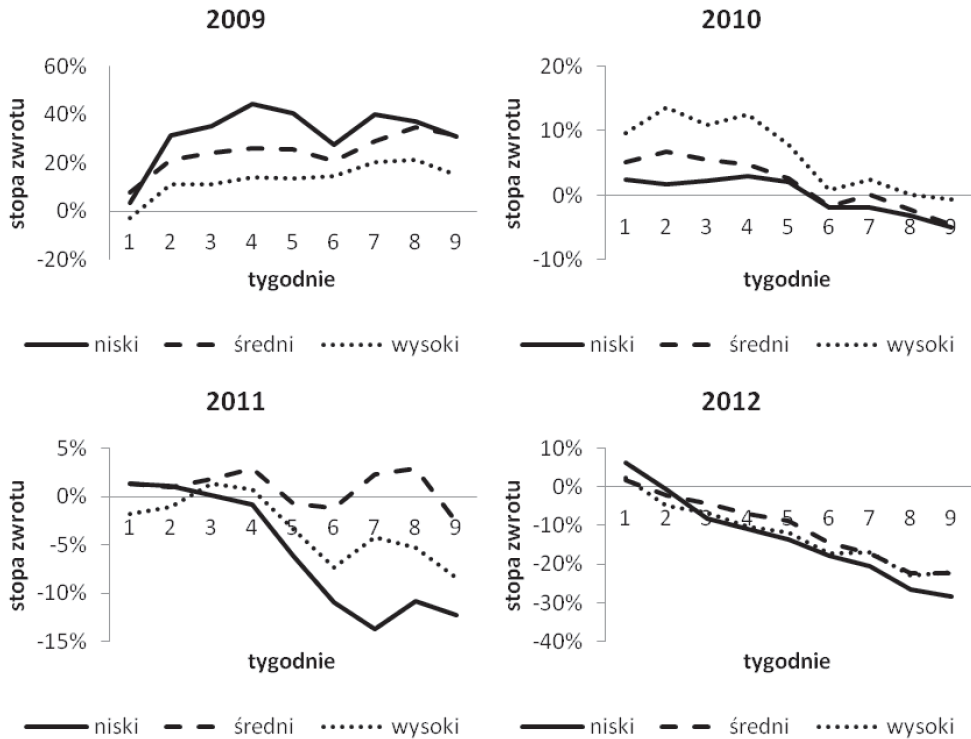
Rysunek 2. Stopy zwrotu portfeli równomiernych zbudowanych z akcji spółek o niskich, średnich i wysokich wartościach wskaźnika P/BV dla okresów inwestycyjnych od jednego do 9 tygodni, w latach 2009–2012





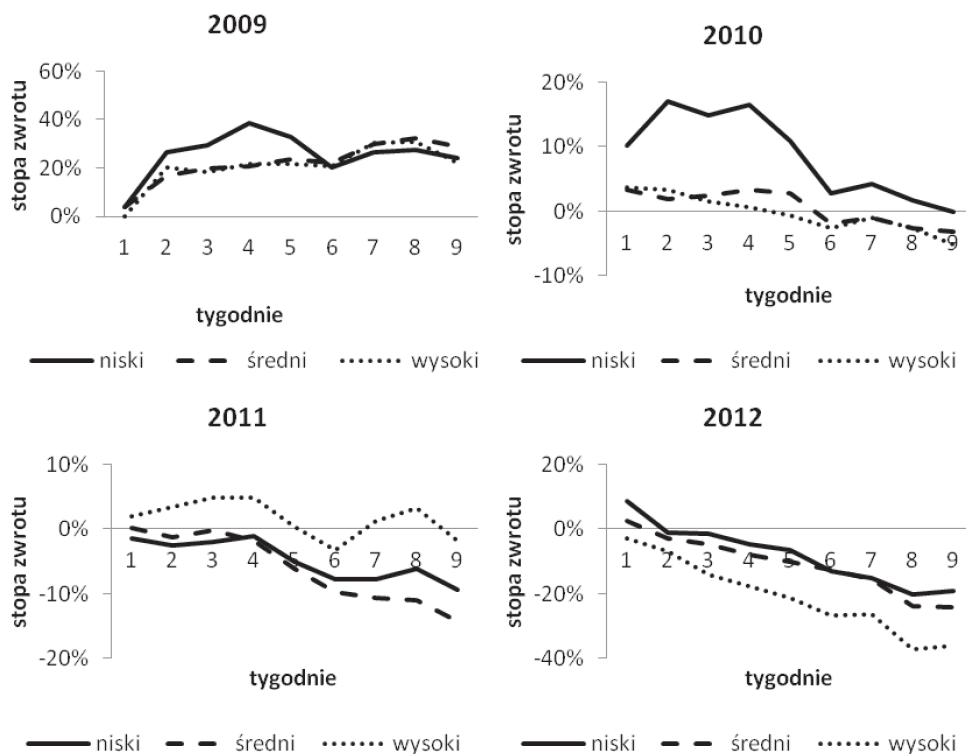
Źródło: opracowanie własne.

Rysunek 3. Stopy zwrotu portfeli równomiernych zbudowanych z akcji spółek o niskich, średnich i wysokich wartościach wskaźnika P/S dla okresów inwestycyjnych od jednego do 9 tygodni, w latach 2009–2012



Źródło: opracowanie własne.

Rysunek 4. Stopy zwrotu portfeli równomiernych zbudowanych z akcji spółek o niskich, średnich i wysokich wartościach wskaźnika P/W dla okresów inwestycyjnych od jednego do 9 tygodni, w latach 2009–2012



Źródło: opracowanie własne.

Portfele zbudowane na podstawie wskaźnika P/E w dłuższym horyzoncie inwestycyjnym, w latach 2010–2012, charakteryzowały się niższą rentownością od portfeli o krótszym horyzoncie inwestycyjnym. Analiza kształtowania się indeksu WIG oraz WIG-bud w II kwartale rozpatrywanych lat wykazała występowanie wyraźnego trendu spadkowego. Jedynie w roku 2009, kiedy w II kwartale wystąpił trend wzrostowy na GPW, inwestycje o dłuższym horyzoncie czasowym były bardziej zyskowne.

Dla wskaźnika P/BV w latach 2009–2011 najwyższe stopy zwrotu zaobserwowano w portfelach zbudowanych ze spółek o niskich wartościach tego wskaźnika. Przeprowadzona analiza wykazała, że w 2012 r. wysokość stopy zwrotu była uzależniona od długości okresu inwestycyjnego, była ona niższa dla inwestycji długookresowych w porównaniu z krótkookresowymi. Portfel zbudowany na podstawie najniższej wartości wskaźnika zanotował najwyższą stopę zwrotu w krótkim horyzoncie inwestycyjnym, portfel dla spółek o średniej wartości wskaźnika był najbardziej zyskowny

dla okresów o średnim horyzoncie, zaś portfel zbudowany z akcji spółek o wysokiej wartości wskaźnika zanotował najwyższą stopę zwrotu w długim horyzoncie inwestycyjnym.

Dla wskaźnika P/S w 2009 r. był okres hossy, najzyskowniejszy był portfel zbudowany z akcji spółek o najniższych wartościach tego wskaźnika. Natomiast w 2010 r. najlepszy był portfel zbudowany z akcji spółek o wysokich wartościach wskaźnika, a dla lat 2011 i 2012 – najzyskowniejszy był portfel o średnich wartościach wskaźnika P/S, przy czym w roku 2012 wszystkie typy portfeli charakteryzowały się zbliżoną zyskownością. W przypadku wskaźnika P/W to portfele zbudowane ze spółek o niskich wartościach tego wskaźnika były bardziej zyskowne, za wyjątkiem roku 2010.

4. Podsumowanie

Przeprowadzone badania potwierdziły występowanie na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie anomalii związanych z wpływem wysokości wskaźników rynkowych na kształtowanie się cen akcji. Badania te dotyczyły spółek branży budowlanej. Wykrycie anomalii fundamentalnych w tym sektorze giełdy pozwala przypuszczać, iż występują one także w innych sektorach, co będzie przedmiotem dalszych badań.

Spśród czterech rozpatrywanych wskaźników rynkowych do wyboru wariantu inwestycyjnego najlepszym okazał się wskaźnik P/BV. Portfele zbudowane ze spółek o niskich wartościach tego wskaźnika były w przeważającej liczbie przypadków bardziej zyskowne od portfeli dla średniej i wysokiej wartości tego wskaźnika, przy czym portfele dla wysokich wartości tego wskaźnika nigdy nie charakteryzowały się najwyższą zyskownością. Wskaźnik ten okazał się przydatny we wszystkich analizowanych latach, zarówno w okresie wzrostów, jak i spadków na rynku giełdowym.

Spółki o niskich wartościach P/E były generalnie bardziej zyskowne od pozostałych, co szczególnie było widoczne dla inwestycji krótkookresowych. Dla wskaźnika P/S portfele zbudowane ze spółek o średnich poziomach wskaźnika były w większości przypadków bardziej zyskowne od tych o niskich i wysokich wartościach wskaźnika.

W przypadku wskaźnika P/W najzyskowniejsze były portfele dla niskich wartości tego wskaźnika.

Przeprowadzone badania wskazują, że w przypadku spółek z branży budowlanej notowanych na GPW inwestorzy mogą wykorzystać wartości wskaźników rynkowych do wyboru akcji o potencjale wzrostowym, jednak powinni dodatkowo analizować kondycję ekonomiczno-finansową rozpatrywanych spółek na podstawie danych

o charakterze zarówno ilościowym, zawartych w sprawozdaniach finansowych, jak i jakościowym dotyczących działalności danej firmy, jak również całej branży.

Bibliografia

1. Barbee W., Jeong J., Mukherji S., *Relation between portfolio returns and market multiples*, „Global Finance Journal” 2008, no. 19, p. 1–10.
2. Basu S., *Investment performance of common stocks in relation to their price-earnings ratios: a test of the efficient market hypothesis*, „Journal of Finance” 1977, no. 3, p. 663–682.
3. Czekaj J., Woś M., Żarnowski J., *Efektywność giełdowego rynku akcji w Polsce*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2001.
4. Fama E., *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, „Journal of Finance” 1970, 25(2), s. 383–417.
5. Fama E., French K., *Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioral Finance*, „Journal of Finance Economics” 1998, no. 49, p. 283–306.
6. Gąsioriewicz L., *Analiza ekonomiczno-finansowa przedsiębiorstwa*, Oficyna wydawnicza Politechniki Warszawskiej, Warszawa 2011.
7. Ritchie J., *Analiza fundamentalna*, WIG-Press, Warszawa 1997.
8. Rutkowska-Ziarko A., Sochoń M., *Związek pomiędzy wskaźnikami rynkowymi i miernikiem syntetycznym kondycji ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstwa*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu 2013, nr 242, s. 177–189.
9. Sierpińska M., Jachna T., *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
10. Tarczyński W., Łuniewska M., *Analiza portfelowa na podstawie wskaźników rynkowych i wskaźników ekonomiczno-finansowych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Prace Katedry Ekonometrii i Statystyki 2005, nr 16, s. 257–271.

Stock Exchange Investment Profitability in Construction Industry against Selected Market Indicators

Summary

The study focusses on basic anomalies connected in particular with the impact of the volume of market indicators on share prices. The study deals apart from classical market indicators referring the share price to profit or book value with the indicators based on sales income or working capital value. So far the working capital market indicator has not been used for the selection of share portfolio. The study is aimed at establishing whether portfolios based on shares of companies with low or medium market indicators value bring higher rates of return in comparison with portfolios based on companies with high values of these indicators. From among four considered market indicators, the indicator referring the share price to book value proved to be the best one to choose the investment portfolio. The portfolios based on companies of low or medium value of market value indicators were generally more profitable than others.

Keywords: market efficiency, market indicators, portfolio selection, price profit indicator, indicator: price book value, price sales, working capital
