

STUDIA I PRACE

Kolegium  
Zarządzania  
i Finansów

ZESZYT NAUKOWY 140



STUDIA I PRACE

Kolegium  
Zarządzania  
i Finansów

ZESZYT NAUKOWY 140



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 Głuchowski  
prof. dr hab. Małgorzata Iwanicz-Drozdowska  
prof. dr hab. Jan Kaja  
dr hab. Jan Komorowski, prof. SGH  
prof. dr hab. Tomasz Michalski  
prof. dr hab. Zygmunt Niewiadomski  
prof. dr hab. Jerzy Nowakowski  
prof. dr hab. Janusz Ostaszewski  
dr hab. Wojciech Pacho, prof. SGH  
dr hab. Piotr Płoszajski, prof. SGH  
prof. dr hab. Maria Romanowska  
prof. dr hab. Anna Skowronek-Mielczarek  
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. +48 22 564 94 77, 22 564 95 46

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

**Projekt okładki**

Małgorzata Przestrzelska

**Aktualizacja okładki**

Monika Trypuz

**Skład i łamanie**

DM Quadro

**Druk i oprawa**

QUICK-DRUK s.c.

tel. +48 42 639 52 92

Zamówienie 13/II/15

# Spis treści

Od Rady Naukowej .....	7
<i>Jan Kaja</i> Gospodarka Japonii jako źródło inspiracji narodzin metodologii deskryptywnej. Ujęcie syntetyczne .....	9
<i>Grzegorz Pogorzelski</i> Szacowanie strat kredytowych w banku komercyjnym – wybrane aspekty tworzenia i funkcjonowania rezerw .....	27
<i>Arkadiusz Orzechowski</i> Efekt dnia w tygodniu – od przyczyn anomalii do wstępnej analizy nieprawidłowości kursowych występujących na GPW w Warszawie .....	71
<i>Waldemar Rogowski, Katarzyna Jankowska</i> Przyczyny upadłości spółek akcyjnych w Polsce w latach 2008–2012 – analiza zjawiska .....	89
<i>Piotr Zygmantowski</i> Finansowanie działalności przedsiębiorstw z wykorzystaniem IPO na polskim rynku kapitałowym .....	123
<i>Grzegorz Sobiecki</i> Krytyczna ocena teorii zarządzania przez wartości ( <i>Managing By Values</i> ) .....	145
<i>Katarzyna Bachnik</i> Zasady skutecznego stosowania strategii crowdsourcingu .....	163
<i>Bogdan Włodarczyk</i> Komu służy system finansowy? Refleksja po światowym kryzysie gospodarczym ....	179



# 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.

Artykuł Jana Kaja jest trzecim i ostatnim w cyklu poświęconym gospodarce Japonii przedstawianej jako rzeczywistość, która stała się inspiracją powstania metodologii badawczej w naukach ekonomicznych zwanej deskryptywną.

Celem artykułu Grzegorza Pogorzelskiego jest zaprezentowanie zasad tworzenia rezerw celowych i odpisów aktualizujących na oczekiwane straty, za pomocą których banki, zgodnie z Polskimi i Międzynarodowymi Standardami Rachunkowości, antycypują przyszłe straty w momencie ich utworzenia.

Arkadiusz Orzechowski w swoim artykule przedstawił zagadnienie efektu dnia w tygodniu. Omówił przyczyny tej anomalii, wstępne badania na podstawie danych empirycznych dotyczących Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie oraz zaprezentował wnioski związane z możliwością praktycznego wykorzystania tego przejawu sezonowości.

Waldemar Rogowski i Katarzyna Jankowska w swoim artykule przedstawili problem upadłości spółek akcyjnych w Polsce. Na tle definicji pojęcia upadłości i obowiązujących w Polsce przepisów prawnych w tym zakresie omówili wyniki badania przeprowadzonego na próbie spółek akcyjnych, których upadłość została ogłoszona przez sądy w Warszawie w latach 2008–2012.

Celem artykułu Piotra Zygmantowskiego jest odpowiedź na pytanie, w jaki sposób przedsiębiorstwa wykorzystują ofertę pierwotną instrumentów udziałowych i dłużnych w celu pozyskania finansowania z publicznego rynku kapitałowego w Polsce. Zostały w nim zaprezentowane wyniki badań nad ofertami pierwotnymi na polskim rynku kapitałowym w okresie 2009–2013.

Tematem artykułu Grzegorza Sobieckiego jest krytyczna ocena teorii zarządzania przez wartości. Autor postuluje zmianę roli wartości w zarządzaniu: z narzędzia do realizacji celów przedsiębiorstwa na przestrzeń, w której podejmowane są decyzje.

Ta zmiana ma doprowadzić do rozumienia zarządzania przez wartości jako „zarządzania z respektowaniem wartości”.

Crowdsourcing jest przedmiotem artykułu Katarzyny Bachnik. Autorka wskazuje w nim dobre praktyki poruszania się w przestrzeni społecznej oraz angażowania dużej liczby użytkowników w projekty organizacyjne w celu wykorzystywania ich „zbiorowej mądrości”.

Bogdan Włodarczyk w swoim artykule zastanawia się, komu służy system finansowy. Poddaje refleksji społeczno-ekonomiczny system finansowy, który jest w ciągłej i często niemoralnej pogoni za zyskiem. Autor postuluje budowanie tzw. nowego ładu gospodarczego, który uwzględni wartości humanizmu.

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*



*Jan Kaja*

Kolegium Zarządzania i Finansów

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

# Gospodarka Japonii jako źródło inspiracji narodzin metodologii deskryptywnej. Ujęcie syntetyczne

---

## Streszczenie

Przedstawiony Czytelnikom cykl artykułów, na który złożyły się jego trzy odrębne, ale wzajemnie powiązane części, nie zawiera wyczerpującej prezentacji deskryptywnego podejścia metodologicznego w naukach ekonomicznych, gdyż prowadziłyby to do radykalnego zwiększenia, i tak już obszernej, jego objętości. Ponadto podejście to było już wielokrotnie opisywane w wybranej literaturze, do której nawiązano w przypisach. Dlatego ograniczyłem się tylko do symbolicznego przedstawienia trzech podstawowych cech metodologii deskryptywnej. W trzyczęściowym artykule skoncentrowano natomiast uwagę na wyjaśnieniu jednego z ważnych czynników, jaki stał się inspiracją narodzin owego podejścia metodologicznego. Czynnikiem takim była mianowicie historia rozwoju japońskiej gospodarki. Jej unikalny charakter powodował, że ekonomia tworzona na podstawie tradycyjnej metodologii może co prawda objaśniać logikę funkcjonowania gospodarki rynkowej, ale staje się ona bezradna wobec wyjaśniania zjawisk społeczno-gospodarczych występujących w rzeczywistości japońskiej, radykalnie różniącej się od rynkowej. Dlatego zjawiska te stały się główną siłą sprawczą poszukiwania takiej metodologii badań ekonomicznych, która pozwalała na objaśnianie tamtej unikalnej rzeczywistości, a więc każdej różniącej się od modelowego systemu funkcjonującego na zasadach rynkowych.

**Słowa kluczowe:** metoda deskryptywna, gospodarka japońska

---

## 1. Wprowadzenie

Przedkładany artykuł stanowi już trzeci, i ostatni, z cyklu poświęconego gospodarce Japonii przedstawianej jako rzeczywistość, która stała się inspiracją powstania metodologii badawczej w naukach ekonomicznych zwanej deskryptywną. Logika konstrukcji i przesłanie rozważań, a także syntetyczne ujęcie podstawowych cech metody deskryptywnej zostały przedstawione już w pierwszym artykule składającym się na ten tryptyk.

Niniejszy artykuł został poświęcony zagadnieniom związanym z dodatkowym wyjaśnieniem istoty głównych zjawisk występujących w warunkach japońskiej rzeczywistości społeczno-gospodarczej, które wywarły szczególnie wpływ na to, że stała się ona inspiracją powstania deskryptywnej metodologii badawczej w naukach ekonomicznych. Przeprowadzona została też systematyka tych zjawisk, które kształtowały się w poszczególnych okresach historii Japonii. Są to mianowicie takie zjawiska, jak: japoński system gospodarczy, który miał niewiele albo nie miał nic wspólnego z rynkowym systemem gospodarczym; generowane w ramach tego systemu cele i narzędzia polityki gospodarczej, które z natury są sprzeczne z ideą funkcjonowania systemu rynkowego; unikalne instytucje w japońskiej gospodarce funkcjonujące na zasadach niespotykanych w warunkach gospodarki rynkowej; pozaekonomiczne czynniki stanowiące potencjał rozwoju gospodarczego, bez których nie da się wyjaśnić logiki funkcjonowania japońskiej rzeczywistości gospodarczej. Do zjawisk generujących powstawanie metodologii deskryptywnej niewątpliwie trzeba zaliczyć także specyficzną rolę ekonomii marksistowskiej i jej współzależność z japońską rzeczywistością, która jest łatwiejsza do objaśnienia za pomocą metodologii marksistowskiej niż za pomocą metodologii tradycyjnej. I wreszcie, za czynnik znakomicie ilustrujący inspirację narodzin metodologii deskryptywnej można uznać zjawisko długotrwałego kryzysu japońskiej gospodarki w okresie Heisei.

## 2. Gospodarka Japonii a system rynkowy

Jeżeli uznamy, że do czynników determinujących powstawanie w naukach ekonomicznych określonych teorii należą zjawiska tkwiące w sferze konkretnej rzeczywistości społeczno-gospodarczej, to trzeba również uznać, że inspiracją powstawania klasycznych odmian teorii ekonomii musiała być gospodarka rynkowa, a więc taka, w której wszystkie zjawiska gospodarcze są regulowane przez mechanizm rynkowy. Taka gospodarka była objaśniana przez teorie ekonomii tworzone od czasów Smitha

do dziś. Jeżeli zatem poddamy analizie gospodarkę Japonii, jaka kształtowała się w poszczególnych okresach historycznych, to łatwo można wykazać, że nigdy nie miała ona wiele wspólnego z gospodarką występującą w państwach Europy Zachodniej czy Ameryki Północnej. Dlatego ekonomia tworzona w tych państwach, a więc inspirowana przez istniejącą w nich rzeczywistość, okazuje się całkowicie bezradna jako narzędzie objaśniania realiów gospodarki japońskiej. Przypadek gospodarki japońskiej mógł więc stanowić twórczą inspirację do poszukiwania takiej metodologii badawczej, na bazie której mogła być tworzona ekonomia pozwalająca na objaśnianie każdej rzeczywistości, również niemającej wiele wspólnego z gospodarką rynkową. Takim właśnie przypadkiem jest gospodarka japońska, zwłaszcza z okresu poprzedzającego lata dziewięćdziesiąte<sup>1</sup>.

Nie może być najmniejszych wątpliwości, że z gospodarką rynkową nic wspólnego nie miała gospodarka Ery Tokugawa. Japońska gospodarka z tamtego okresu to gospodarka scentralizowana, oparta na regułach rygorystycznego systemu feudalnego i doktrynie *Nohon-Shugi*. Dlatego formułowana w tamtym czasie myśl ekonomiczna koncentrowała się na gloryfikacji fundamentalizmu agrarnego, bo w takich warunkach się kształtowała. Dokonania myślicieli z tamtego okresu mogą być co najwyżej porównywalne do rozważań snutych przez fizjokratów. Daleko im jednak do finezji analizy Quesnaya.

Można by oczekiwać, na gruncie logiki rozwoju historycznego występującego w państwach zachodnich, że po upadku feudalizmu w Japonii zaczną się kształtować stosunki społeczno-gospodarcze charakterystyczne dla rodzącego się kapitalizmu funkcjonującego na zasadach rynkowych. Okazuje się jednak, że w Japonii tak się nie stało. Po upadku rządów Tokugawa nastąpiła przede wszystkim zmiana ośrodka władzy z wojskowego na cesarski, ale utrzymana została klasowa struktura społeczna. Nastąpiła wprawdzie pewna swoboda w zakresie wyboru zawodu i przemieszczania się po kraju, ale powstające w wyniku inwestycji rządowych nowe podmioty gospodarcze nie stanowiły własności prywatnej – były własnością państwową, czyli cesarską. Podmioty takie nie miały zatem żadnej swobody działania. Nieposiadające żadnej autonomii podmioty nie mogły też stanowić przedmiotu transakcji handlowych. Swobody nie przyniosły im nawet uruchomione w ostatniej dekadzie

---

<sup>1</sup> Różniąc się od zachodniej rzeczywistości japońska stanowiła inspirację ekonomistów japońskich do stosowania odmiennej od tradycyjnej metodologii w badaniach gospodarki międzywojennej pod kątem dowodzenia hipotez formułowanych w kontekście poszukiwania odpowiedzi na pytania tego typu, czy jest to gospodarka w fazie feudalizmu, czy kapitalizmu. Efektem takich inspiracji stała się oryginalna teoria ekonomiczna Profesora Uno Kozo, której jest poświęcone m.in. jego dzieło: *Keizai Genron (Zasady ekonomii politycznej)*, Iwanami Shoten, Tokio 1964, a także K. Uno, *Principles of Political Economy. Theory of a Purely Capitalist, Society*, Harvester Press, Sussex 1980.

XIX w. procesy prywatyzacyjne, gdyż również prywatyzacja nie była prowadzona w sposób rynkowy, ale regulowany przez cesarskie rządy. O możliwościach zakupu prywatyzowanego majątku nie przesądzał zatem pieniądz, ale status społeczny potencjalnych nabywców oraz arbitralne decyzje cesarza o tym, komu, co i za ile można sprzedać. Nawet jednak po takiej prywatyzacji o działalności firm nie decydowali ich właściciele, lecz urzędnicy cesarskich rządów. Właściciele podlegali bowiem władzy cesarza.

Pewne otwarcie gospodarki, które zaczęło się w Japonii w drugiej połowie XIX w., uruchomiło import zachodniej literatury ekonomicznej. Do Japonii zaczęli też przybywać ekonomiści z Zachodu. Po pierwszych fascynacjach ekonomią zachodnią euforia wywołana zaspokojeniem głodu intelektualnych nowości szybko jednak się skończyła. Okazało się bowiem, że wyrafinowana ekonomia zachodnia kompletnie nie nadawała się do tłumaczenia japońskiej rzeczywistości. Na bardziej podatny grunt w Japonii natrafiła ekonomia tworzona w ramach starszej i młodszej niemieckiej szkoły historycznej, a później – myśl marksistowska.

System rynkowy w japońskich realiach nie nastał nawet po I wojnie światowej. W okresie międzywojennym gospodarka nadal stanowiła bowiem przedmiot centralnej regulacji przez rządy podlegające władzy cesarskiej. Firmy japońskie znajdowały się w rękach dawnej klasy uprzywilejowanej, a nie ludzi pochodzących z niższych klas, którzy nie mieli szans na awans w strukturze społecznej. Taka sytuacja dodatkowo sprzyjała centralizacji gospodarki. Apogeum centralizmu, co oczywiste, nastąpiło w okresie narastającej intensywności militaryzacji Japonii i nasilania się jej zapędów imperialnych. Nawet jednak w krótkim czasie względnego pokoju kapitalistyczne reguły systemu rynkowego nie zdominowały japońskiej gospodarki, której podstawę stanowiła scentralizowana regulacja i monopolistyczne molochy finansowo-przemysłowe, funkcjonujące pod pełną kontrolą rodowych klanów wywodzących się z dawnej arystokracji i na ogół współdziałające z kręgami władzy rządowej. Japoński system gospodarczy funkcjonujący w okresie międzywojennym nie miał zatem praktycznie wiele wspólnego z rynkowym systemem gospodarczym państw zachodnich. Dlatego w japońskiej ekonomii teorie klasyczne stanowiły raczej przedmiot powielania dokonań ekonomii zachodniej, gdyż japońska rzeczywistość nie mogła stanowić inspiracji do twórczego rozwoju ekonomii utrzymanej w nurcie klasycznym. Efekty prac ekonomistów japońskich, prowadzonych w konwencji ekonomii klasycznej, nie osiągały też poziomu finezji dokonań ekonomistów marksistowskich. Ich błyskotliwe spory na temat etapu rozwoju społeczno-gospodarczego Japonii w okresie międzywojennym potwierdzają też tezę, że w Japonii z tego okresu na pewno nadal obce były kapitalistyczne reguły rozwoju i nie istniała gospodarka rynkowa analogiczna do występującej w państwach zachodnich.

W czasie okupacji naturalnym celem polityki Amerykanów wobec Japonii było zaszczepienie na jej grunt zasad gloryfikowanej przez nich gospodarki opartej na systemie rynkowym. Tylko taki system był bowiem przez nich znany z własnego kraju, a zatem był możliwy dla nich do zrozumienia, w ramach jego reguł potrafili się sprawnie poruszać. Wszelkie odstępstwa od reguł gospodarki rynkowej traktowali więc podejrzliwie, gdyż były dla nich obce i trudne do zrozumienia. Jednakże, nawet w takiej dogodnej dla okupantów sytuacji, wynikającej z ewidentnej przewagi nad pokonanym wrogiem, osiągnięcie celu, jakim było narzucenie Japonii zasad amerykańskiej gospodarki, okazało się nierealne, gdyż napotkało na grzeczny, ale skuteczny opór ze strony Japończyków, dla których tradycyjne wartości były znacznie bliższe niż zasady rządzące rynkiem. Rzeczywistość pokazała zatem, że głęboko zakorzoną mentalność społeczeństwa trudno zmienić rozkazem.

Jeżeli reguł rynkowych nie udało się zaszczepić na grunt rzeczywistości japońskiej w czasie okupacji, to tym bardziej nie mogły się one przyjąć w gospodarce japońskiej po jej zakończeniu. Dlatego japońska gospodarka również w latach pięćdziesiątych i w następnych dekadach Ery Showa rozwijała się na zasadach sprzecznych z zasadami gospodarki rynkowej. Jej głównej siły napędowej nie stanowił rynek, ale oparta na planach centralnych polityka gospodarcza państwa. To właśnie aktywne działania rządów japońskich w sferze realizacji planowej polityki gospodarczej, a nie mechanizm rynkowy, doprowadziły do spektakularnego sukcesu, nieznajdującego odpowiednika w świecie. Sukcesu, który przejawiał się osiągnięciem w krótkim czasie pozycji drugiej potęgi gospodarczej na świecie i utrzymaniem tej pozycji przez czterdzieści lat.

Historia japońskiej gospodarki, której zarys został zaprezentowany w poprzednich artykułach o tej tematyce, pokazuje dobitnie, że system gospodarczy funkcjonujący w tamtym państwie w całym okresie obejmującym prawie cztery stulecia nie był systemem rynkowym, analogicznym do takiego, który występował w warunkach państw zachodnich. Dlatego teorie ekonomii tworzone w warunkach tych państw nie mogły stać się użytecznym narzędziem wyjaśniającym gospodarkę rządzącą się zupełnie innymi zasadami niż wynikające z działania mechanizmu rynkowego. Dlatego właśnie gospodarka Japonii mogła stać się inspiracją do poszukiwania takiej metodologii badawczej, której zastosowanie pozwala na tworzenie ekonomii wyjaśniającej funkcjonowanie każdej gospodarki, a nie tylko gospodarki rynkowej, którą zajmuje się ekonomia klasyczna.

W latach dziewięćdziesiątych minionego stulecia w polityce japońskiego rządu pojawiły się symptomy dopuszczenia do pewnej liberalizacji gospodarki, oznaczające ograniczanie centralizmu na rzecz zwiększania zakresu regulacji rynkowej. Może się zatem wydawać, że w miarę postępu takich tendencji ekonomia zachodnia będzie

się stawać coraz bardziej użyteczna w objaśnianiu japońskiej rzeczywistości społeczno-gospodarczej. Nie można wykluczyć, że tak się nie stanie. Jednakże z uwagi na inercję systemu gospodarczego, ukształtowanego w wyniku tradycji opartej na odrębności kulturowej i mentalnościowej, proces implementacji reguł zachodnich na grunt japoński może okazać się dłuższy od spodziewanego. Jednocześnie nie można wykluczyć także, że na jego postęp będą miały wpływ negatywne zjawiska społeczno-gospodarcze, jakie pojawiły się w Japonii wraz z procesami liberalizacji gospodarki na wzór zachodni.

### 3. Narzędzia polityki gospodarczej

Jeżeli politykę gospodarczą uznamy za zjawisko sprzeczne z ideą systemu rynkowego, to trzeba również uznać, że w gospodarce rynkowej zjawisko takie nie występuje. Jednakże realny system funkcjonujący w państwie nigdy nie jest czystym systemem rynkowym, gdyż sama instytucja państwa implikuje choćby minimalny zakres polityki gospodarczej. Zakres polityki gospodarczej w Japonii daleko jednak wykracza poza ten minimalny zakres, o czym świadczy choćby rola, jaką w sukcesach gospodarczych odgrywała aktywna polityka przemysłowa, proeksportowa czy socjalna<sup>2</sup>. Tylko z tego tytułu gospodarkę japońską trzeba zatem uznać za całkowite zaprzeczenie gospodarki rynkowej. Wynika to jednak nie tylko z olbrzymiego wpływu polityki na kształtowanie rzeczywistości społeczno-gospodarczej tamtego kraju, lecz także dodatkowo z narzędzi stosowanych w ramach tej polityki.

Jednym z narzędzi stosowanych w ramach polityki przemysłowej, odróżniającym radykalnie tę politykę od zachodniej, były plany centralne stanowiące jej podstawę. Japonia jest mianowicie jedynym na świecie przypadkiem, w którym planowanie centralne okazało się niezwykle skutecznym narzędziem polityki przemysłowej państwa. W niektórych państwach zachodnich po II wojnie podejmowano co prawda próby planowania wieloletniego, ale nigdy nie odegrały one roli jakiegokolwiek narzędzia polityki gospodarczej, gdyż takiej nie mogły odgrywać w gospodarce kształtującej się na zasadach mechanizmu rynkowego. Rządy japońskie natomiast do planów centralnych zawsze podchodziły z ogromną estymą. Ich wykonanie

---

<sup>2</sup> W praktyce gospodarki Japonii występuje wiele rodzajów polityki mikroekonomicznej, o których nie wspominałem z uwagi na obawy przed nadmiernym rozszerzeniem objętości artykułu. Por. np. J. Kaja, *Wybrane elementy japońskiej polityki mikroekonomicznej*, w: *Polityka ekonomiczna. Współczesne wyzwania*, red. M. Klamut, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.

traktowane też było zawsze jako ważne kryterium oceny dokonań każdego z rządów. O randze, jaką nadawano planowaniu w gospodarce, może świadczyć choćby to, że stanowiły one podstawę nie tylko polityki przemysłowej i proeksportowej, ale nawet w ministerstwie rolnictwa, leśnictwa i rybołówstwa każde gospodarstwo rolne miało swój plan rozwoju gospodarstwa, a trzeba zauważyć, że wiele japońskich gospodarstw dysponowało relatywnie małym arealem gruntów rolnych. Przeciętna powierzchnia tych gruntów na początku lat dziewięćdziesiątych na Honsiu wynosiła zaledwie 0,3 hektara.

Do ważnych narzędzi japońskiej polityki gospodarczej należały apele kierowane przez rząd do społeczeństwa. Było to zatem narzędzie niezwykle kuriozalne, a jednocześnie zadziwiająco skuteczne. Zawsze przynosiło efekty oczekiwane przez rząd, a zatem było chętnie wykorzystywane w praktyce polityki przemysłowej i proeksportowej. O skuteczności tego narzędzia mogą świadczyć m.in. opinie japońskich specjalistów zajmujących się analizą fenomenu wzrostu gospodarczego w Japonii w latach sześćdziesiątych. Wielu z nich podkreśla, że głównym czynnikiem sprawczym niespotykanego sukcesu gospodarczego w tamtym okresie były hasła rządu mające na celu wzbudzanie woli narodu do walki o produktywność i wzrost eksportu. Hasła tego typu głoszone przez członków japońskich rządów musiały budzić zdumienie ekonomistów spoza Japonii, ale dla ekonomistów japońskich ich wpływ na skuteczność polityki gospodarczej z tamtego okresu był traktowany jako coś oczywistego. Hasła tego typu miały bowiem silny wpływ na zachowania japońskiego społeczeństwa, uruchamiając jego potężny potencjał tkwiący w takich cechach, jak pracowitość, posłuszeństwo czy skłonność do poświęceń w imię określonych wartości. Specjaliści zajmujący się okresem japońskiego cudu gospodarczego często zgodnie podkreślają, że apele rządu odegrały rolę niezwykle ważnego czynnika determinującego niebywałe osiągnięcia tamtego okresu.

Podobnie przez analityków spoza Japonii są traktowane milczące sugestie rządu jako narzędzie polityki gospodarczej. Tymczasem w japońskiej polityce gospodarczej milczące sugestie czy polecenia są czymś jak najbardziej normalnym. Japońskich ekonomistów nie dziwi więc np. praktyka polegająca na tym, że kierownictwo banku centralnego bez słów rozumiało intencje rządu popierającego określone przedsięwzięcia inwestycyjne korzystne dla rozwoju gospodarki i eksportu. O zrozumieniu intencji rządu zawsze świadczyły działania banku centralnego, zmierzające do zapewnienia popieranym przez rząd przedsięwzięciom maksymalnie korzystnych środków kredytowych. Tego typu zjawiska nie mają zatem żadnych szans na ich wytłumaczenie na gruncie tradycyjnej ekonomii zachodniej. Mogą one być objaśniane tylko na podstawie głębokich i wszechstronnych badań nad japońską rzeczywistością.

## 4. Instytucje pozarynkowe

Amerykańskie władze okupacyjne, mając na celu narzucenie Japonii rozwiązań zgodnych z ideami systemu rynkowego, dążyły do likwidacji na okupowanym terytorium wszelkich instytucji niepasujących do reguł tego systemu. Do najważniejszych należała według nich archaiczna instytucja absolutnej władzy cesarskiej. Podjęli zatem próbę maksymalnego osłabienia pozycji cesarza w społeczeństwie, poprzez rozwiązania wprowadzone pod ich wpływem w nowej Konstytucji Japonii, uchwalonej wkrótce po rozpoczęciu okupacji. Osiągnięcie takiego celu miały więc zapewnić określone zapisy konstytucyjne, które pozbawiały cesarza atrybutów nadprzyrodzonej boskości i sprowadzały jego rolę wyłącznie do pełnienia symbolicznych funkcji o charakterze reprezentacyjnym. Okazało się jednak, że cel taki nie jest wcale łatwy do osiągnięcia w społeczeństwie japońskim, które, pomimo upokorzenia spowodowanego sromotnym przegraniem wojny, zachowało swoją godność i przywiązanie do tradycji. Zmiana konstytucji dla wielu Japończyków nie oznaczała zatem utraty przez cesarza jego boskości, a tym samym pozycji godnej najwyższego szacunku, jakim go wcześniej darzyli, i poddaństwa. Zmiana statusu cesarza dla wielu Japończyków sprowadziła się zatem jedynie do konstytucyjnego zapisu, który nie zmienił jego faktycznej pozycji, jaką od wieków zajmował w hierarchii społecznej. Takie zjawisko było dla Amerykanów kompletnie niezrozumiałe, ale musieli je zaakceptować.

Ważną instytucją zakwalifikowaną przez władze okupacyjne do likwidacji były zaibatsu, a więc firmy, które funkcjonowały na zasadach kompletnie sprzecznych z zasadami działania firm kapitalistycznych w gospodarce rynkowej. Dla Amerykanów nie do zaakceptowania był rodzinny charakter zaibatsu, a więc ich podległość arystokratycznym rodom. Nie do zaakceptowania była też struktura organizacyjna zaibatsu oparta na pionowych hierarchicznych zależnościach. Dla Japończyków natomiast taka struktura organizacyjna była czymś zupełnie naturalnym, gdyż wywodziła się z wielowiekowej tradycji funkcjonowania państwa na zasadach hierarchicznego podporządkowania. Naturalny był także wielokierunkowy charakter działalności tych finansowo-przemysłowych molochów, sprzeczny z zasadami korzyści wynikających ze specjalizacji i skali działalności. Jeżeli na takie niezrozumiałe dla Amerykanów cechy zaibatsu nałożyła się dodatkowo rola, jaką odgrywały te organizacje w polityce militarно-imperialnej Japonii, to jasne jest, dlaczego okupantom tak zależało na likwidacji tej instytucji. Jednakże również w tym przypadku sprawa okazała się niełatwa, gdyż społeczeństwo japońskie niechętnie patrzyło na próby eliminacji instytucji tak pozytywnej w powszechnej opinii. Przeciw likwidacji



zaibatsu protestowali więc zarówno zarządy zaibatsu oraz urzędnicy rządowi, jak i robotnicy. Znane są przypadki zbierania podpisów pod petycjami, pod wpływem których Amerykanie wycofywali się z działań likwidacyjnych. Ratowaniu zaibatsu sprzyjała też zmiana polityki amerykańskiej wobec Japonii, wywołana strachem przed ekspansją na wschód komunistów. W takich warunkach proces likwidacji zaibatsu szybko został wstrzymany, a ustępstwa Japończyków przejawiały się co najwyżej w wyrażaniu zgody na przekształcanie zaibatsu w keiretsu, co sprowadzało się jedynie do symbolicznych zmian kosmetycznych w strukturze organizacyjnej zaibatsu. Szybko okazało się też, że postawa Japończyków była niezwykle korzystna dla gospodarki. Keiretsu, które zastąpiły w strukturze podmiotowej japońskiego systemu gospodarczego wcześniejsze zaibatsu, stanowiły bowiem ważną siłę napędową przyczyniającą się do dynamicznego rozwoju gospodarczego Japonii. Trzeba więc uznać, że również te organizacje, niemieszczące się w klasycznych ramach systemu opartego na zasadach systemu rynkowego, odgrywały ważną rolę w japońskiej rzeczywistości.

Sprzeczne z ideami gospodarki rynkowej były także zastane przez Amerykanów po wojnie rozwiązania funkcjonujące w japońskim systemie bankowym. W gospodarce rynkowej bank centralny jest z reguły instytucją autonomiczną. W skrajnych przypadkach jego działalność sprowadza się do funkcji emisyjnych i regulacyjnych w zakresie kontroli podaży pieniądza. Wszystkie pozostałe banki w gospodarce rynkowej prowadzą autonomiczną działalność finansową. Jeżeli nawet bank centralny próbuje wpływać na ich działalność, to może to robić tylko pośrednio, poprzez ustalanie stóp procentowych, kursu walutowego, rezerw obowiązkowych itp.

W czasach intensywnej militaryzacji gospodarki japońskiej wprowadzony został system oparty na zasadach pełnej centralizacji państwa. W takich warunkach rządowi podlegały już nie tylko wyspecjalizowane banki cesarskie, ale również wszystkie banki komercyjne, które zostały podporządkowane bankowi centralnemu, a ten podlegał cesarskiemu rządowi. Takie rozwiązanie było adekwatne do warunków gospodarki wojennej, której działalność była nastawiona wyłącznie na maksymalizację realizacji celów militarnych. Rozwiązanie takie było jednak według Amerykanów kompletnie nieprzystające do warunków pokojowych. Dlatego wywierali naciski na rząd japoński, aby zarzucił praktykę gospodarki opartej na scentralizowanym systemie bankowym.

Jak się jednak okazało, pomimo wyrażanej przez Japończyków zgody na amerykańskie propozycje, rząd nie przeprowadził reformy systemu bankowego zgodnie z życzeniami Amerykanów, ale utrzymał rozwiązania, które sprawdzały się w czasach militaryzacji gospodarki. Rozwiązania te pasowały bowiem do

japońskiej tradycji hierarchicznego podporządkowania. Praktyka pokazała także, że ukształtowana na potrzeby wojenne struktura organizacyjna systemu bankowego sprzyjała niezwyklej skuteczności polityki gospodarczej, zapewniającej dynamiczny i równomierny rozwój japońskiej gospodarki. Centralizacja systemu bankowego pozwalała bowiem rządowi na wywieranie bezpośredniego wpływu na realizację podejmowanych decyzji rozwojowych oraz na pełną kontrolę procesów rozwojowych.

Za kompletnie sprzeczną z zasadami gospodarki opartej na mechanizmie rynkowym trzeba też uznać ważną instytucję w japońskiej polityce gospodarczej, którą było Ministerstwo Międzynarodowego Handlu i Przemysłu. Wynika to nie tylko ze specyfiki działalności tej organizacji rządowej, lecz także z jej roli jako centralnego ośrodka planistycznego, aktywnie uczestniczącego w formułowaniu planów stanowiących podstawę rządowej polityki gospodarczej. Do instytucji pozarynkowych trzeba zaliczyć także wiele innych organizacji rządowych wspierających różne priorytetowe cele polityki gospodarczej, takie jak zwiększanie produktywności sfery produkcji przemysłowej, ekspansja eksportowa itp. Za tego typu instytucje można uznać choćby Japońskie Centrum Produktywności czy Japońskie Biuro Handlu Zagranicznego. Działalność tego typu organizacji zawsze oznacza naruszenie reguł mechanizmu rynkowego, a zatem nie wchodzi w zakres zjawisk stanowiących przedmiot badań ekonomii tradycyjnej. Tymczasem organizacje tego rodzaju stanowią nieodłączny element japońskiej rzeczywistości we wszelkich dziedzinach życia gospodarczego i społecznego. Ich struktura i zasady działania są z reguły mocno skomplikowane i trudne do zrozumienia dla obcokrajowców<sup>3</sup>.

Występowanie w japońskiej rzeczywistości instytucji kompletnie niepasujących do reguł systemu rynkowego, a więc instytucji, których logiki funkcjonowania nie da się objaśnić zasadami rządzącymi takim systemem, musiało stanowić ważne źródło inspiracji poszukiwania metodologii badawczej, pozwalającej wyjaśnić przyczyny istnienia tego typu instytucji i ich sprawnego działania.

## 5. Pozaekonomiczne czynniki rozwoju

Tradycyjne teorie ekonomiczne tłumaczą zjawiska rozwoju gospodarczego przede wszystkim za pomocą czynników o charakterze ekonomicznym. Jest w tym sporo logiki i pragmatyzmu, gdyż czynniki ekonomiczne mają z reguły niezwykle

---

<sup>3</sup> Przypadki niektórych organizacji tego typu opisuję w książce: *Japońska ekonomia i japońskie fenomeny...*, op.cit.

użyteczną cechę z badawczego punktu widzenia, jaką jest ich mierzalność. Dzięki temu hipotezy badawcze formułowane na gruncie mierzalnych zmiennych objaśniających podlegają łatwej i przekonującej weryfikacji. To wszystko prawda, ale istnieją takie zjawiska, w przypadku których empiryczna weryfikacja zawodzi i nie potwierdza hipotez formułowanych na gruncie logiki. Tym niemniej zdolny ekonomista zawsze poradzi sobie w takiej sytuacji, gdyż potrafi dobierać do dowodzenia hipotez takie fakty, które pozwolą udowodnić każdą, nawet najbardziej absurdalną hipotezę.

W japońskiej rzeczywistości społeczno-gospodarczej, jak z resztą w każdej, można spotkać wiele zjawisk, których kompletnie nie da się wytłumaczyć na gruncie tradycyjnych teorii opartych na badaniach empirycznych, a staje się to możliwe tylko po przeprowadzeniu głębokich, wszechstronnych, a tym samym interdyscyplinarnych badań różnych zjawisk charakterystycznych dla tamtego kraju, które jednak nie poddają się łatwemu pomiarowi, albo w ogóle nie dają się zmierzyć. Jednym z takich ważnych czynników, bez analizy którego jest niemożliwe objaśnienie wielu fenomenów z japońskiej rzeczywistości, są cechy japońskiego społeczeństwa. Jest ich mnóstwo, ale ograniczę się tylko do trzech najbardziej znanych.

Do najpopularniejszych w świecie cech japońskiego społeczeństwa można zaliczyć jego pracowitość, która stanowiła niebagatelną przyczynę japońskich sukcesów gospodarczych. Cechę tę wykazują nie tylko statystyki, obrazujące wydajność pracy, tygodniowy normatywny i pozanormatywny czas pracy, dni wykorzystanych urlopów itp. O tym, jak ewidentna jest ta cecha, można przekonać się nawet na podstawie obserwacji pewnych zachowań z życia codziennego Japończyków. Oto jeden z prozaicznych, ale sugestywnych przykładów zachowań świadczących o zakorzenionej w społeczeństwie estymie do pracy.

Obserwując ulice Tokio, można zauważyć, że ludzie przemieszczają się po nich w tempie szybszym w porównaniu z innymi wielkimi miastami świata. Czytałem artykuły amerykańskich dziennikarzy, w których logicznie tłumaczyli takie zjawisko wielką gęstością zaludnienia w Tokio zmuszającą do szybkiego chodzenia, aby chronić pięty i nie zostać zdeptany. Jeżeli jednak znajdziemy się nawet w małym japońskim miasteczku, to również zobaczymy szybko poruszających się Japończyków w białych koszulach. To na pewno pracownicy firm udający się na lunch lub spieszący się do pracy. Również na uniwersytetach możemy zobaczyć biegających profesorów. Ów powszechnie spotykany pośpiech wynika jednak nie tyle z zacięcia do sportu, ile z wielkiego poszanowania pracy, której trzeba poświęcić jak najwięcej czasu. Praca w japońskim społeczeństwie stanowi bowiem niejako wartość samą w sobie, a nie jest tylko sposobem na zarabianie pieniędzy. Miarą wartości człowieka nie jest zatem stan jego konta bankowego, ale stopień zapracowania. Dlatego człowiek

godny najwyższego szacunku, to człowiek pracowity, a karoshi to najbardziej ceniony w społeczeństwie rodzaj śmierci<sup>4</sup>.

Ważną cechą japońskiego społeczeństwa jest posłuszeństwo. Ta cecha również odgrywa ważną rolę jako czynnik sukcesów japońskiej gospodarki. Bez jej uwzględnienia trudno byłoby wytłumaczyć choćby niezwykle skuteczną niektórych narzędzi polityki gospodarczej w dziedzinie popierania produktywności i ekspansji eksportowej. I znów, aby nie zwiększać nadmiernie objętości artykułu, posłużę się tylko jednym przykładem. O genetycznym wręcz posłuszeństwie i grzeczności Japończyków można się przekonać w trakcie odwiedzenia najstarszego baru w Tokio, jakim jest Kamiya Bar. W tym pięknym japońskim lokalu panuje niepowtarzalna atmosfera, wynikająca m.in. ze zwyczaju, że nowi klienci swobodnie przysiadają się do wolnych miejsc przy stołach i natychmiast rozpoczyna się przyjacielska rozmowa między nieznanymi się wcześniej ludźmi. Nikt nie protestuje też, jeżeli kelner według swojego uznania podaje mu wodę zamiast alkoholu. Mimo sympatycznej atmosfery, przed godziną 22 po zapłaceniu rachunków, wszyscy bez żadnego wyjątku grzecznie żegnają się i punktualnie o 22 opuszczają restaurację. To bowiem godzina zamknięcia lokalu.

I wreszcie trzecia cecha japońskiego społeczeństwa – lojalność, skłonność do poświęcenia, honor, przywiązanie do tradycyjnych wartości itp. Oto prawdziwa historia potwierdzająca wagę wspomnianych cech w tamtych społeczeństwie. Kuzyn mojego przyjaciela w latach siedemdziesiątych popełnił samobójstwo. Jako student uniwersytetu trenował wioślarstwo. W dniu zawodów wioślarskich konkurujących uniwersytetów miał płynąć jako sternik w załodze, ale zachorował i zastąpił go inny student. Z powodu tsunami cała załoga łącznie ze sternikiem utonęła. Dlaczego zatem zginął także kuzyn mojego przyjaciela, choć nie utonął? Odpowiedź mojego przyjaciela na takie pytanie była dla niego oczywista: zginął, bo musiał być lojalny wobec nieżyjących kolegów.

Nie mam zatem żadnych wątpliwości, że bez uwzględnienia cech japońskiego społeczeństwa, jako czynników wpływających istotnie na japońską rzeczywistość, nie dałoby się objaśnić wielu zjawisk występujących w tamtej rzeczywistości. Tymczasem w przypadku zastosowania tradycyjnej metodologii badawczej czynniki tego typu musiałyby zostać pominięte, gdyż w gospodarce rynkowej nie odgrywają one żadnej roli. Z takich też powodów cechy społeczeństwa rzutujące na japońską gospodarkę w dużym stopniu odegrały rolę źródła inspiracji deskryptywnej metodologii badawczej

---

<sup>4</sup> Być może niektóre sformułowania opisujące cechy japońskiego społeczeństwa brzmią dziś już zbyt górnolotnie, ale nie mam wątpliwości, że na pewno są one trafne w odniesieniu nieodległej jeszcze przeszłości.

w naukach ekonomicznych zajmujących się formułowaniem teorii objaśniających zjawiska społeczno-gospodarcze na podstawie wszechstronnej i głębokiej analizy wszystkich potencjalnych zmiennych objaśniających.

## 6. Japońska rzeczywistość a marksizm

Zapoczątkowany w schyłkowych czasach Ery Tokugawa proces otwierania się Japonii na świat zewnętrzny spowodował w pierwszym okresie zafascynowanie zachodnią ekonomią rynkową. Tłumaczono na język japoński dzieła Smitha, Ricardo, Milla, Jevonsa itd. Przyjmowano też chętnie wizytujących Japonię amerykańskich ekonomistów szerzących wiedzę z tego zakresu na nowo powstających w epoce Meiji uniwersytetach cesarskich. Po pierwszych fascynacjach nowymi dla japońskich intelektualistów dokonaniem ekonomii anglo-amerykańskiej, zainteresowanie tą myślą zaczęło jednak słabnąć. Okazało się bowiem relatywnie szybko, że ekonomia zachodnia kompletnie nie nadaje się objaśniania japońskiej rzeczywistości, która niewiele miała wspólnego z kapitalistyczną gospodarką rynkową. Dlatego pod koniec XIX w. zainteresowanie tą ekonomią ustąpiło miejsca popularności myśli tworzonej w ramach niemieckiej szkoły historycznej, starszej i młodszej, która w Japonii natrafiła na znacznie podatniejszy grunt niż ekonomia anglo-amerykańska. Stąd było już niedaleko do eksplozji zafascynowania ekonomią marksistowską na początku XX w.

W okresie międzywojennym ogół ekonomistów można podzielić na dwie grupy. Do jednej należeli ci, którzy zajmowali się popularyzacją zachodniej ekonomii liberalnej, a do drugiej – wyznawcy ekonomii marksistowskiej, zajmujący się jej twórczym rozwijaniem, zwłaszcza w warstwie metodologicznej<sup>5</sup>. W ramach ekonomistów marksistowskich powstały dwie szkoły: *Koza-Ha*, co można tłumaczyć jako szkoła feudalistyczna i *Rono-Ha*, czyli szkoła robotniczo-wieśniacza. Dokonania ekonomistów marksistowskich okazały się nieporównywalne z pozostałymi ekonomistami, którzy siłą rzeczy ograniczali się do powielania teorii ekonomii, rozwijanej od czasów Smitha. Natomiast marksiści zajmowali się twórczymi poszukiwaniami nowych rozwiązań metodologicznych pozwalających na coraz bardziej głębokie i wszechstronne badanie japońskiej rzeczywistości społeczno-gospodarczej i na tym tle prowadzili błyskotliwe polemiki, które owocowały kolejnymi twórczymi dokonaniem.

---

<sup>5</sup> Tematykę tę można znaleźć w: M. Ito, *The World Economic Crisis and Japanese Capitalism*, The Macmillan Press Ltd, London 1990; M. Ito, *Value and Crisis*, Pluto Press, London 1980.

Można zatem uznać, że przekonanie japońskich marksistów o słabości tradycyjnej metodologii badawczej w konfrontacji z rzeczywistością niespełniającą założeń ekonomii klasycznej faktycznie mogło stanowić inspirację poszukiwań metodologicznych prowadzonych przez ucznia profesora Uno Kozo, w których miałem okazję aktywnie uczestniczyć.

## 7. Długotrwały kryzys w Epoce Heisei

Gospodarka funkcjonująca w Epoce Heisei, zwłaszcza w XXI w., nie stanowiła faktycznie bezpośredniej inspiracji narodzin metodologii deskryptywnej tylko z jednego powodu. Epoka ta trwa w czasie, gdy zasady tej metodologii stawały się już na tyle wykrystalizowane, że stanowiły w miarę ugruntowaną podstawę prowadzonych za ich pomocą badań. Tworzeniu tych zasad wystarczająco sprzyjały bowiem spektakularne i sugestywne zjawiska występujące w gospodarce japońskiej w okresie poprzedzającym Epokę Heisei. Trzeba jednak przyznać, że japońska rzeczywistość z obecnej Epoki mogłaby w niemniejszym stopniu stanowić inspirację genyzy metodologii deskryptywnej, gdyby ta nie zaczęła się kształtować wcześniej. W każdym razie gospodarka japońska w czasach cesarza Akihito, równie jak ta z poprzednich epok, znakomicie potwierdza zasadność kierunku podjętych poszukiwań metodologicznych. Wynika to co najmniej z dwóch powodów.

Po pierwsze, długi okres trwania kryzysu japońskiej gospodarki w Epoce Heisei świadczy o tym, że żaden rząd nie był dotąd w stanie sformułować planu polityki gospodarczej pozwalającej na pokonanie kryzysu i na zapewnienie dalszego rozwoju tamtej gospodarki, tak jak to miało miejsce wcześniej, choćby w przypadku pierwszego i drugiego kryzysu paliwowego. W epoce Meiji, Taisho i Showa rozwój gospodarczy zapewniała niezwykle skuteczna polityka państwa, oparta na wytyczonych celach i logicznie uzasadnionych długofalowych narzędziach oraz sposobach ich osiągnięcia. Polityka ta bazowała też na przejrzystych koncepcjach wykorzystania ogromnego potencjału tkwiącego w japońskim społeczeństwie. Cele wytyczane przez różne rządy charakteryzowały się tym, że były wyrażane w sposób przekonujący dla społeczeństwa, co dodatkowo uruchamiało jego ogromne możliwości, napędzające skutecznie rozwój japońskiej gospodarki. Możliwości te, co znakomicie dostrzegały i umiejętnie wykorzystywały rządy, tkwiły w uwarunkowanych historycznie cechach społeczeństwa, takich jak pracowitość, posłuszeństwo, lojalność itp. Rzeczywistość japońska stanowi zatem przypadek pokazujący, że polityka gospodarcza podporządkowana implementacji określonych planów stanowiła w tamtych warunkach niezwykle skuteczne narzędzie, zapewniające niespotykany w świecie rozwój gospo-

darczy. Takiego fenomenu nie jest w stanie wyjaśnić żadna teoria ekonomii oparta na metodologii tradycyjnej. Aby przekonująco objaśnić ten fenomen, potrzebne było poszukiwanie użytecznej do tego celu metodologii.

Po drugie, długo utrzymujący się kryzys w Epoce Heisei świadczy o tym, że reformy systemu gospodarczego, polegające na odchodzeniu od regulacji planowej w kierunku samoregulacji rynkowej, w warunkach gospodarki japońskiej nie tylko nie przyczyniły się do opanowania zjawisk kryzysowych, ale przeciwnie – przyczyniły się do ich trwałości. Okazało się bowiem, że mechanizm rynkowy w tamtych warunkach generuje z powodzeniem zjawiska charakterystyczne dla kryzysu w gospodarce rynkowej, ale nie sprzyja wykorzystaniu unikalnego potencjału rozwojowego tkwiącego w cechach japońskiego społeczeństwa. Przypadek gospodarki japońskiej z okresu Heisei pokazuje zatem bezużyteczność ekonomii rynkowej, która nie dostarcza żadnych wskazówek dla polityki zmierzającej do opanowania kryzysu gospodarczego, jak choćby przywrócenia rozwoju i eliminacji zjawiska bezrobocia.

## 8. Podsumowanie

W latach osiemdziesiątych i dziewięćdziesiątych dzięki przypadkowemu, być może sprzyjającemu, splotowi okoliczności miałem okazję prowadzić wspólnie z profesorem Yoshino Etsuo badania naukowe nad rzeczywistością polską i japońską, a także niektórych państw byłego Związku Sowieckiego<sup>6</sup>. Jednym z efektów tych badań była wypracowana przez nas metodologia, określona mianem deskryptywnej, a więc metodologia oparta m.in. na takich zasadach, jak: szeroko interpretowana obiektywność, wszechstronność, interdyscyplinarność, głęboka deskrypcja, oznaczoność i instrumentalny profesjonalizm. Istotę metodologii deskryptywnej przedstawiałem w różnych publikacjach. Prezentował ją także Yoshino Etsuo w swoich japońskich książkach, a także w książce wydanej w języku polskim. Dlatego w cyklu tematycznym, na który złożyły się trzy artykuły, nie przedstawiam szczegółowo idei, istoty i zasad wypracowanej przez nas metodologii, lecz prezentuję jedynie zarys jej wybranych cech i wskazuję jedynie w przypisach źródła, w których można znaleźć bardziej obszerny opis owej metodologii. Natomiast w przedstawionych artykułach niniejszym koncentruję uwagę na wyjaśnieniu jednego z ważnych czynników, który stał się inspiracją narodzin metodologii deskryptywnej, jaką była japońska rzeczywistość gospodarcza w kolejnych epokach historycznych, poczynając od Ery Tokugawa.

---

<sup>6</sup> W niektórych badaniach uczestniczyli też inni naukowcy z japońskich uniwersytetów, m.in. profesorowie Ushiyama Keiji, Sakashita Akihito, Matsui Noriaki, Hayasaka Makoto.

W dwóch pierwszych artykułach zaprezentowałem zatem historię rozwoju japońskiej gospodarki, której unikalny charakter sprawiał, że tradycyjna metodologia nauk ekonomicznych, wygenerowana przez gospodarkę rynkową, nie pozwala wyjaśnić wielu zjawisk z tamtej rzeczywistości, radykalnie różniącej się od regulowanej przez mechanizm rynkowy. Dlatego japońska rzeczywistość gospodarcza stała się inspiracją do poszukiwań takiej metodologii badawczej, która pozwalałaby na jej przekonujące objaśnienie.

W trzecim artykule natomiast przedstawiłem podsumowującą interpretację określonych zjawisk występujących w japońskiej gospodarce, która pozwala na dodatkowe objaśnienie ich związku z narodzinami deskryptywnej metodologii nauk ekonomicznych. Przeprowadziłem też systematyzację tych zjawisk.

Być może zapoznanie się z treścią tych trzech artykułów nie tylko ułatwi zrozumienie genezy lansowanej przeze mnie i Yoshino Etsuo metodologii deskryptywnej. Miałbym wielką satysfakcję, gdyby ich lektura przyczyniła się także do pewnych refleksji nad japońskimi doświadczeniami w zakresie prowadzenia przez państwo niezwykle skutecznej polityki gospodarczej, które stałyby się inspiracją do rozważań nad możliwościami wykorzystania w jakimś stopniu rozwiązań, sprawdzonych w warunkach japońskich, w praktyce polskiej polityki gospodarczej. Nawet bowiem jeżeli gospodarka japońska spadła w rankingu potęg gospodarczych świata na trzecią pozycję, to jej dokonania, osiągnięte dzięki niezwyklej skuteczności polityki gospodarczej prowadzonej przez rządy tego państwa, zwłaszcza w Epokach Meiji i Showa, nadal można uznawać za imponujące.

## 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., *Geneza metodologii deskryptywnej*, „Zarządzanie i Marketing” 2009, nr 16.
7. Kaja J., *Japońska ekonomia deskryptywna*, „Życie Gospodarcze” 1992, nr 50.



8. Kaja J., *Podejścia metodologiczne w teorii polityki gospodarczej*, w: *Polityka społeczno-ekonomiczna w dobie przemian*, red. E. Kryńska, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2006.
9. Kaja J., *Wybrane elementy japońskiej polityki mikroekonomicznej*, w: *Polityka ekonomiczna. Współczesne wyzwania*, red. M. Klamut, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
10. Kaja J., *Zarys japońskiej ekonomii deskryptywnej*, Instytut Cybernetyki i Zarządzania, SGPiS, Warszawa 1992.
11. Kaja J., *Zarys polityki gospodarczej*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 1994.
12. Uno K., *Keizai Genron (Zasady ekonomii politycznej)*, Iwanami Shoten, Tokyo 1964.
13. Uno K., *Principles of Political Economy. Theory of a Purely Capitalist Society*, Harvester Press, Sussex 1980.
14. Yoshino E., *Porando no Nogo to Nomin. Gushtoef Mura no Kenkyu (Polscy chłopci i rolnictwo. Studia o gminie Gushtoef)*, Bokutakusha, Tokyo 1993.
15. Yoshino E., *Polscy chłopci w XX wieku. Podejście mikrodeskryptywne*, Wydawnictwo Naukowe „Semper”, Warszawa 1997.
16. Yoshino E., *Shakaishugi Keizai Kaikuro (Szkice o socjalistycznej reformie gospodarczej)*, Bokutakusha, Tokyo 1987.

---

## Japan's Economy: Source of Inspiration for the Birth of Descriptive Methodology. A Synthetic Approach

---

### Summary

The readers have been presented with a cycle of articles consisting of three separate but mutually connected sections. It does give an exhaustive presentation of the descriptive approach in economic sciences as it would lead to a radical extension of its current comprehensive volume. Furthermore, this approach has been described extensively so far in the literature referred to in the Reference section. Therefore, a symbolic presentation has been confined to three basic features of descriptive methodology. The three-part article focuses on the explanation of an important factor which became an inspiration for the birth of this methodological approach. It is the history of the Japanese economy that constitutes this factor. Its unique character leads to the situation in which the economics based on traditional methodology may actually explain the logic of market economy operation but becomes helpless

with regard to the necessity for explanation of social and economic phenomena occurring within the Japanese reality, which differs dramatically from the market reality. Therefore, these phenomena became a prime driver of the search for such a methodology of economic research that would allow for the explanation of that unique reality, and as a result every reality different from the model system operating according to the market principles.

**Keywords:** descriptive method, Japanese economy

---

*Grzegorz Pogorzelski*  
Kolegium Zarządzania i Finansów  
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

# Szacowanie strat kredytowych w banku komercyjnym – wybrane aspekty tworzenia i funkcjonowania rezerw

---

## Streszczenie

Banki coraz bardziej upodabniają się do siebie zarówno pod względem struktury organizacyjnej, jak i relacji kosztów do przychodów. Czynnikiem różnicującym poszczególne banki jest niewątpliwie sposób zarządzania ryzykiem. Kosztem funkcjonowania banku w określonym obszarze działalności są oczekiwane straty. Banki są zobowiązane do posiadania rezerw celowych / odpisów aktualizacyjnych z tytułu trwałej utraty wartości aktywów w celu zapewnienia bezpieczeństwa finansowego. Rezerwy wpływają na jego wynik finansowy, co z kolei wpływa na rentowność działania. Są poważnym obciążeniem wyniku działalności banku. Mimo że odpisy aktualizacyjne w postaci utraty wartości albo rezerw celowych traktuje się jako stratę poniesioną, są to projekcje przyszłych strat. Celem pracy jest zaprezentowanie zasad tworzenia rezerw celowych i odpisów aktualizujących na oczekiwane straty, za pomocą których banki, zgodnie z Polskimi i Międzynarodowymi Standardami Rachunkowości, antycypują przyszłe straty w momencie ich utworzenia.

**Słowa kluczowe:** rezerwy PSR, odpisy MSR, rezerwy na straty kredytowe, zarządanie ekspozycji, model strat poniesionych

---

## 1. Wprowadzenie

Banki coraz bardziej upodabniają się do siebie zarówno pod względem struktury organizacyjnej, jak i relacji kosztów do przychodów, a czynnikiem różnicującym poszczególne banki jest niewątpliwie **sposób zarządzania ryzykiem** (w szczególności ryzykiem kredytowym) oraz cena tego ryzyka, wpływająca na wskaźnik zwrotu z kapitału. Umiejętne i świadome podejmowanie ryzyka jest źródłem przychodów banku. Działalność kredytowa banku powinna minimalizować zarówno ryzyko indywidualne (pojedynczych transakcji kredytowych), jak i ryzyko całego portfela kredytowego (łącznie ryzyko wynikające z udzielonych kredytów). Od sposobu, w jaki bank prowadzi swoją politykę kredytową i od skuteczności identyfikacji zagrożeń, związanych z ekspozycjami kredytowymi, zależy jego konkurencyjność na rynku, postrzeganie przez klientów oraz obecnych i przyszłych inwestorów.

Z kredytem, już od momentu jego udzielenia, integralnie związane jest ryzyko kredytowe, które w praktyce można zmierzyć udziałem należności zagrożonych<sup>1</sup> bądź należności z rozpoznaną utratą wartości w całym portfelu kredytowym<sup>2</sup>. Udział kredytów z rozpoznaną utratą wartości w całym portfelu kredytowym może się:

- pogorszyć wskutek rozszerzenia przez bank katalogu przesłanek indywidualnej utraty wartości bądź zmiany metodyki tworzenia rezerw w kierunku bardziej konserwatywnego podejścia proklieńskiego – spada wówczas pokrycie odpisami kredytów z rozpoznaną utratą wartości,
- polepszyć wskutek spisaną kredytu w ciężar rezerw, sprzedaży wierzytelności, spłaty kredytu bądź odzyskania przez bank części długu w procesie windykacji.

Na poziom kredytów zagrożonych wpływa również zmiana kursu walutowego, wiek portfela i migracja z kategorii zagrożonych do normalnych.

Aby zmierzyć ryzyko, bank musi zbadać **rozmiar strat**, które może ponieść oraz **wpływ tych strat na rentowność**. Skutki udzielenia kredytu, oceniane *ex post*, można zmierzyć, posługując się pojęciem prawdopodobieństwa wystąpienia określonego zdarzenia<sup>3</sup> oraz wielkością potencjalnej straty, którą to zdarzenie może spowodować.

<sup>1</sup> Klasyfikacja należności zgodna z Rozporządzeniem Ministra Finansów z 10 grudnia 2003 r. w sprawie zasad tworzenia rezerw na ryzyko związane z działalnością banków (Dz.U. z 2003 r. nr 218, poz. 2147). Należności zagrożone są to należności w grupie poniżej standardu, wątpliwej i straconej (z rozpoznaną utratą wartości). W przypadku należności zagrożonych dłużnicy naruszyli swoje zobowiązania wynikające z umów kredytu, tj. należności nie są spłacane w terminie: opóźnienie w spłacie odsetek lub kapitału przekracza 90 dni od wymaganego terminu zwrotu.

<sup>2</sup> Por. K. Jajuga, *Zarządzanie ryzykiem*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 202.

<sup>3</sup> Por. M. Gawart, E. Jezierska, *Teoretyczne rozważania na temat ryzyka i niepewności*, w: *Ryzyko w rachunkowości*, red. A. Karmańska, Difin, Warszawa 2008, s. 23.

wać, wpływając (poprzez realną zmianę kosztów i przychodów banku) na wynik finansowy lub fundusze własne banku.

**Rezerwy gospodarcze** (rezerwy w ekonomii) można interpretować jako część posiadanych, niewykorzystanych zasobów gospodarczych, tworzonych na mocy obowiązujących przepisów w formie odpisów z zysku<sup>4</sup> lub odpisów w koszty, i zachowywanych na wypadek<sup>5</sup>:

- niespodziewanych potrzeb (**rezerwy kapitałowe, prewencyjne**),
- sfinansowania zrealizowanych negatywnych skutków ryzyka (**rezerwy kompensacyjne na straty kredytowe na należnościach**),
- pokrycia przyszłych wydatków z uwagi na ryzyko towarzyszące działalności (**rezerwy na pewne lub prawdopodobne straty z operacji gospodarczych**).

Jest to wyraz ostrożności i zapobiegliwości zarządu w celu zapewnienia jednostce kontynuacji działania, utrzymania płynności finansowej w przypadku wystąpienia zjawisk losowych i zabezpieczenia sprawnego przebiegu podejmowanych przedsięwzięć.

Do rezerw gospodarczych o charakterze finansowym należą **rezerwy na straty kredytowe**, które mają charakter kompensacyjny i determinowane są przez ryzyko kredytowe, z którym są ściśle i nierozzerwalnie związane. Nie ograniczają one ryzyka kredytowego, gdyż ma ono charakter obiektywny, związany z sytuacją dłużnika, ale tworzone są w celu pokrycia (sfinansowania) urzeczywistnionych negatywnych skutków ryzyka kredytowego.

Rezerwy na straty kredytowe wywołują skutki mikroekonomiczne<sup>6</sup> oraz implikacje makroekonomiczne, wśród których można wyróżnić konsekwencje fiskalne, monetarne<sup>7</sup> oraz gospodarcze w ujęciu krajowym i globalnym<sup>8</sup>.

**Rezerwy na straty kredytowe / na ryzyko kredytowe** mogą być postrzegane jako kategoria, która determinowana jest wyłącznie ryzykiem kredytowym, generowanym przez działalność kredytową prowadzoną przez banki. Ich przedmiotem są tylko aktywa (zarówno bilansowe, jak i pozabilansowe) narażone na ryzyko kredytowe, które albo utraciły wartość (aktywa zagrożone) albo mogą ją utracić w przyszłości

<sup>4</sup> W formie zatrzymanych w przedsiębiorstwie zysków zgromadzonych na przestrzeni lat, niewypłaconych w formie dywidendy.

<sup>5</sup> Por. T. Orzeszko, *Rezerwy na straty kredytowe w bankach – istota i zasady funkcjonowania*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2013, s. 28–31.

<sup>6</sup> Wpływają m.in. na bilans, zyski, wskaźniki kapitałowe czy współczynnik wypłacalności, mogą też powodować rozległe perturbacje, jak np. upadłość banku.

<sup>7</sup> Pozytywnie oceniane, gdy rozwijanie akcji kredytowej przez banki ułatwia realizację przez władze monetarne ekspansywnej polityki monetarnej, dążącej do zwiększenia podaży pieniądza.

<sup>8</sup> Pośrednio związane są z kryzysami zadłużenia, kryzysami bankowymi i kryzysami finansowymi. Nasilenie i pogłębienie cykli koniunkturalnych prowadzi do dalszego osłabienia gospodarki.

(aktywa normalne). Rezerwy te mogą pomniejszać wartość aktywa (poprzez utworzenie rezerw) albo powiększać, przywracając uprzednio utraconą wartość aktywa (poprzez rozwiązanie rezerw). Pojęcie to jest używane zarówno w znaczeniu kategorii bilansowej, jak i kosztów związanych z tworzonymi rezerwami (ang. *net provisions charge, loan loss charge*). Rezerwy na straty kredytowe (LLP) można podzielić na:

- **rezerwy celowe** (ang. *provisions*) lub **rezerwy (odpisy) na utratę wartości / rezerwy (odpisy) z tytułu utraty wartości** (ang. *valuation allowances*) – tworzone na pokrycie ryzyka kredytowego związanego z poszczególnymi kategoriami należności kredytowych;
- **rezerwy ogólne *sensu stricto***<sup>9</sup> – służące pokryciu nieprzypisanych konkretnemu kredytowi ryzyk związanych z prowadzeniem ogólnej działalności bankowej; tworzone są tylko przez banki sporządzające sprawozdania finansowe zgodnie z Polskimi Standardami Rachunkowości (PSR);
- **rezerwy na zobowiązania pozabilansowe;**
- **rezerwy kapitałowe** (ang. *reserves*), zwane też kapitałami (funduszami) rezerwowymi, które wchodzą w zakres kapitałów (funduszy) własnych; rezerwy te absorbują ewentualne straty.

Po wyczerpaniu rezerw celowych, kolejnymi źródłami pokrycia pozostałych strat byłyby: rezerwa na ryzyko ogólne oraz zaliczany do funduszy podstawowych fundusz ogólnego ryzyka. Są to dodatkowo utworzone odpisy, będące przejawem działań ostrożnościowych kierownictwa banku. Pokrywają one ogólne (nieokreślone ściśle) ryzyko związane z prowadzeniem działalności bankowej, tj. nie są przypisane do określonej należności bądź grupy należności. Niezawiązanie rezerw celowych w wymaganej wysokości, wpływa na **pomniejszenie funduszy własnych** banku<sup>10</sup>.

Rezerwa na pokrycie utraty wartości konkretnej ekspozycji kredytowej ma charakter retrospektywny. Dotyczy faktycznie zaistniałych, udokumentowanych zdarzeń,

---

<sup>9</sup> Rezerwy fakultatywne tworzone tylko przez banki sporządzające sprawozdania finansowe zgodnie z PSR. Banki stosujące MSR tworzą zamiast niej rezerwę IBNR. Por. T. Orzeszko, *Ogólne rezerwy na straty kredytowe w bankach w świetle prawa bankowego, bilansowego i podatkowego*, „Finanse i rachunkowość – teoria i praktyka”, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu Nr 1186, Wrocław 2007, s. 213–224.

<sup>10</sup> Zgodnie z Bazyleą II, banki stosujące metodę wewnętrznych ratingów (IRB) do obliczania wymogów kapitałowych z tytułu ryzyka kredytowego muszą pomniejszać bazę kapitałową o niedobór rezerw na straty kredytowe między całkowitą oczekiwaną stratą a rezerwami kwalifikowanymi, do których zalicza się wszystkie rezerwy przypisane do ekspozycji, w tym np. rezerwy celowe, rezerwy na ryzyko kraju, częściowe odpisy aktualizujące z tytułu utraty wartości czy rezerwy ogólne. Niedobór ten powinien być pokryty w 50% kapitałem podstawowym (I kategorii) i w 50% kapitałem uzupełniającym (II kategorii). Natomiast zgodnie z Bazyleą III niedobór rezerw (w bankach wykorzystujących metodę IRB) musi być w 100% odejmowany od kapitału podstawowego warstwy pierwszej. Por. *Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems*, BCBS, BIS, Basel, December 2010 (rev. June 2011).

np. przeterminowania płatności. Wartość rezerw retrospektywnych, tworzonych *ex post*, jest ustalana na podstawie danych historycznych o poniesionych stratach. Natomiast ogólna rezerwa na straty kredytowe całego portfela kredytowego (bądź określonego subportfela) ma bardziej charakter prospektywny i dotyczy przyszłych nieokreślonych zdarzeń. Odzwierciedla ona **straty oczekiwane**.

Celem artykułu jest zaprezentowanie podstawowych teoretycznych i praktycznych problemów funkcjonowania rezerw celowych i odpisów aktualizujących na straty kredytowe. Rezerwy te tworzone są w celu zapewnienia bezpieczeństwa finansowego, zniwelowania ujemnych skutków ryzyka gospodarczego, zabezpieczenia części wyniku finansowego oraz finansowania (zmniejszania, łagodzenia) negatywnych rzeczywistionych skutków ryzyka kredytowego. Mimo że odpisy aktualizacyjne w postaci utraty wartości albo rezerw celowych traktuje się jako stratę poniesioną (skwantyfikowane ryzyko kredytowe), są to **projekcje przyszłych strat**<sup>11</sup>. Odzwierciedlają potencjalne (przyszłe) straty, które bank może ponieść, gdyż w momencie ich tworzenia nie są z reguły znane rzeczywiste wysokości zobowiązań kredytobiorców. Za ich pomocą banki antycypują i uprzedzają (amortyzują) przyszłe ewentualne, ale prawdopodobne, rzeczywiste straty spowodowane niewykonaniem zobowiązań przez klientów.

## 2. Rezerwy celowe tworzone na ryzyko związane z działalnością banków

Przedmiotem tworzenia rezerw na straty kredytowe są tylko **transakcje/ekspozycje kredytowe**, tj. składniki majątku narażone na ryzyko kredytowe. Rekomendacja **ekspozycje kredytowe** definiuje jako „należności bilansowe z tytułu kredytów, pożyczek, limitów zadłużenia, kart kredytowych i obciążeniowych, skupionych wierzycelności, czeków i weksli, zrealizowanych gwarancji [...] oraz udzielone zobowiązania pozabilansowe” o charakterze finansowym i gwarancyjnym<sup>12</sup>.

Jak wiadomo, banki zobowiązane są do tworzenia rezerw na zniżkę wartości aktywów, korygując wartość tych aktywów w bilansie<sup>13</sup>. Za takie rezerwy uważa się

---

<sup>11</sup> Por. E. Popowska, W. Wąsowski, *Rachunkowość bankowa po zmianach*, Difin, Warszawa 2008, s. 191, 212.

<sup>12</sup> Por. Komisja Nadzoru Finansowego, *Rekomendacja T dotycząca dobrych praktyk w zakresie zarządzania ryzykiem detalicznych ekspozycji kredytowych*, [http://www.knf.gov.pl/Images/Rekomendacja%20T\\_tcm75-18474.pdf](http://www.knf.gov.pl/Images/Rekomendacja%20T_tcm75-18474.pdf), dostęp 17.08.2014.

<sup>13</sup> Por. Generalny Inspektorat Nadzoru Bankowego, *Podręcznik inspekcji na miejscu: Jakość aktywów, portfel kredytowy, ryzyko i zarządzanie*, Warszawa, kwiecień 2007, s. 88, [http://bs.net.pl/upload/File/pdf3/3\\_a\\_portfel\\_kredytowy\\_ryzyko\\_i\\_zarzadzanie.pdf](http://bs.net.pl/upload/File/pdf3/3_a_portfel_kredytowy_ryzyko_i_zarzadzanie.pdf), dostęp 17.08.2014.

rezerwy PSR, które są obligatoryjne dla banków sporządzających sprawozdania finansowe wg Polskich Standardów Rachunkowości. Przez rezerwę PSR należy rozumieć rezerwę celową na kredyty i pożyczki, utworzoną w szczególności na podstawie Rozporządzenia Ministra Finansów (RMF) z dnia 16 grudnia 2008 r.<sup>14</sup>. Dzięki obliczaniu i tworzeniu rezerw celowych bank ujmuje i zabezpiecza ryzyko, które może przekształcić się w stratę<sup>15</sup>.

Rezerwy celowe służą do pokrycia ryzyka związanego z określonymi i przewidywanymi stratami dla określonych ekspozycji, zakwalifikowanych jako ekspozycje pod obserwacją, poniżej standardu, wątpliwe i stracone. Ekspozycje kredytowe wobec Skarbu Państwa dzieli się na trzy kategorie ryzyka (normalne, wątpliwe i stracone), uwzględniając kryterium terminowości spłaty kapitału lub odsetek. Natomiast ekspozycje kredytowe wobec osób fizycznych (z tytułu kredytów i pożyczek detalicznych z wyłączeniem kredytów i pożyczek mieszkaniowych, hipotecznych<sup>16</sup> i zobowiązań pozabilansowych) klasyfikuje się według czasu opóźnienia w spłacie na dwie kategorie: normalne i stracone. Na pięć grup dzieli się z kolei ekspozycje kredytowe wobec osób fizycznych z tytułu kredytów mieszkaniowych i hipotecznych (udzielone na cele niezwiązane z prowadzeniem działalności gospodarczej lub gospodarstwa rolnego), ekspozycje wobec przedsiębiorców oraz zobowiązania pozabilansowe.

Pożyczki i kredyty detaliczne, zgodnie z definicją zawartą w § 1 pkt 4 RMF, obejmują wyłącznie należności bilansowe, tj. zobowiązania pozabilansowe udzielone osobom fizycznym nie są kredytem/pożyczką detaliczną<sup>17</sup>. Przyjmuje się zasadę dominującego zabezpieczenia – ekspozycja kredytowa jest traktowana jako kredyt hipoteczny, gdy w momencie ustanowienia zabezpieczenia w postaci hipoteki ponad połowa kwoty ekspozycji kredytowej została zabezpieczona hipoteką na nieruchomości mieszkalnej. W przeciwnym wypadku ekspozycja powinna być traktowana jako kredyt/pożyczka detaliczna. W zależności od docelowego charakteru kredytu zobowiązanie pozabilansowe powinno być klasyfikowane razem z kredytami detalicznymi (w momencie uruchomienia środków zobowiązanie pozabilansowe

---

<sup>14</sup> Por. RMF z 16 grudnia 2008 r. w sprawie zasad tworzenia rezerw na ryzyko związane z działalnością banków (Dz.U. nr 235, poz. 1589).

<sup>15</sup> Por. J. Wójcik, *Rezerwy w bankach. Teoria i praktyka*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2007, s. 52.

<sup>16</sup> Zgodnie z § 1 pkt. 6 RMF z dnia 10 grudnia 2003 r. przez kredyt hipoteczny rozumie się ekspozycję kredytową wobec osoby fizycznej zabezpieczoną hipoteką na nieruchomości mieszkalnej, przeznaczoną na cele niezwiązane z prowadzeniem działalności gospodarczej.

<sup>17</sup> Por. *Pismo Generalnego Inspektora Nadzoru Bankowego w sprawie zasad tworzenia rezerw na ryzyko związane z działalnością banków*, Warszawa 2004.03.24, [http://kibr.org.pl/pl/korespondencja\\_GINB/239](http://kibr.org.pl/pl/korespondencja_GINB/239), dostęp 17.08.2014.



stanie się kredytem detalicznym) albo z kredytami mieszkaniowymi/hipotecznymi danego kredytobiorcy<sup>18</sup>.

RMF z 16 grudnia 2008 r.<sup>19</sup> wprowadza dwa niezależne od siebie kryteria klasyfikacji ekspozycji kredytowych: kryterium terminowości i kryterium ekonomiczne.

**Kryterium „ostre” o wymiernym, czasowym charakterze i jednoznacznej interpretacji** (terminowość spłat). Minimalną wysokość rezerw celowych w relacji do podstawy tworzenia rezerw celowych pokazano w tabeli 1. Jeśli kwota opóźnionej w spłacie należnej raty kapitałowej lub odsetkowej nie przekracza 200 zł, to opóźnienie w spłacie nie wymaga przeklasyfikowania ekspozycji kredytowej do wyższej kategorii ryzyka i utworzenia adekwatnej rezerwy celowej<sup>20</sup>. Po przekroczeniu tej kwoty długość okresu opóźnienia spłaty oblicza się od momentu wystąpienia opóźnienia, a nie od momentu przekroczenia pułapu 200 zł<sup>21</sup>. Opóźnienie w spłacie kapitału lub odsetek dłuższe niż określone dla danej kategorii ryzyka powoduje konieczność przeklasyfikowania całej należności do wyższej kategorii ryzyka.

**Kryterium „nieostre” o niewymiernym ilościowo (uznaniowym) charakterze, bardziej skomplikowane** (sytuacja finansowa kredytobiorcy i jego zachowania). Dla mierników ilościowych nie określono warunków brzegowych, zaś dla mierników jakościowych nie sposób określić warunków brzegowych. To powoduje pewną dowolność klasyfikacji należności przez banki. Dodatkowo analiza finansowa na bazie bieżącej sprawozdawczości finansowej, jako podstawowe narzędzie oceny standingu kredytobiorcy, może dostarczać niejednoznacznych sygnałów, chociaż jest to bogatsze i bardziej wartościowe (w warunkach prowadzenia rzetelnej sprawozdawczości) źródło informacji w porównaniu do kryterium terminowości. Analiza ta dostarcza znacznie szybciej przesłanek niewypłacalności i wskazuje na charakter perturbacji finansowych (przejściowy albo długoterminowy) oraz jego zewnętrzne/wewnętrzne podłoże. W procedurach kredytowych bank ma pewną swobodę dotyczącą decydowania o znaczeniu oraz wagach poszczególnych czynników jakościowych w końcowej ocenie ekonomiczno-finansowej. Przy dokonywaniu oceny podmiotu gospodarczego w odniesieniu do oceny sytuacji ekonomiczno-finansowej bank może uwzględniać szerszy zakres mierników ilościowych i jakościowych niż ten określony w Rozporządzeniu Ministra Finansów, co przy ich właściwej interpretacji może wpływać na dokładniejszą i precyzyjniejszą ocenę jego sytuacji.

---

<sup>18</sup> Ibidem.

<sup>19</sup> Por. RMF z 16 grudnia 2008 r. w sprawie zasad..., op.cit., załącznik 1.

<sup>20</sup> Ibidem, załącznik 1, część II, ust. 3.

<sup>21</sup> Por. *Pismo Generalnego Inspektora...*, op.cit.

**Tabela 1. Klasyfikacja ekspozycji w zależności od okresu opóźnienia w spłacie i grupy kredytobiorców**

Czas opóźnienia w spłacie kapitału lub odsetek	Ekspozycje wobec przedsiębiorców (kredyty gospodarcze) oraz ekspozycje wobec osób fizycznych wynikające z pożyczek i kredytów mieszkaniowych/hipotecznych <sup>a</sup> , zobowiązania pozabilansowe	Ekspozycje (wobec osób fizycznych) wynikające z pożyczek i kredytów detalicznych (kredyty konsumpcyjne dla osób prywatnych, w tym: z tytułu kart kredytowych, ratalne, studenckie)	Ekspozycje wobec Skarbu Państwa
do 1 miesiąca	normalne (0%)	normalne (1,5%) <sup>b</sup>	sytuacja normalna (0%)
1–3 miesiące	pod obserwacją (1,5%) <sup>c</sup>		
3–6 miesięcy	poniżej standardu (20%)		
do 1 roku	wątpliwe (50%)	stracone <sup>d</sup> (100%)	sytuacja wątpliwa (50%)
1–2 lata	stracone <sup>e</sup> (100%)		
powyżej 2 lat			sytuacja stracona <sup>f</sup> (100%)

<sup>a</sup> Z punktu widzenia klasyfikacji i tworzenia rezerw nie ma znaczenia, czy kredyt na realizację celu mieszkaniowego zabezpieczony hipoteką na nieruchomości mieszkalnej jest kredytem mieszkaniowym czy hipotecznym, gdyż w obu przypadkach stosowane jest identyczne podejście. Nie ma więc problemu przy klasyfikacji danej ekspozycji albo do kategorii kredytów (pożyczek) mieszkaniowych albo do kategorii kredytów (pożyczek) hipotecznych. Por. *Pismo Generalnego Inspektora Nadzoru Bankowego w sprawie zasad tworzenia rezerw na ryzyko związane z działalnością banków*, Warszawa 2004.03.24, [http://kibr.org.pl/pl/korespondencja\\_GINB/239](http://kibr.org.pl/pl/korespondencja_GINB/239), dostęp 17.08.2014.

<sup>b</sup> Wymagany poziom rezerw celowych na ryzyko związane z pożyczkami i kredytami detalicznymi zaklasyfikowanymi do kategorii „normalne” można pomniejszyć o 25% wartości rezerwy na ryzyko ogólne.

<sup>c</sup> Wymagany poziom rezerw celowych na ryzyko związane z ekspozycjami kredytowymi zaklasyfikowanymi do kategorii „pod obserwacją” można pomniejszyć o 25% wartości rezerwy na ryzyko ogólne.

<sup>d</sup> Opóźnienie w spłacie kapitału lub odsetek przekracza 6 miesięcy lub gdy bank złożył przeciwko dłużnikowi wniosek o wszczęcie postępowania egzekucyjnego, gdy dłużnik kwestionuje istnienie należności bądź gdy adres pobytu dłużnika jest nieznan, a jego majątek nie został ujawniony.

<sup>e</sup> Opóźnienie w spłacie kapitału lub odsetek przekracza 12 miesięcy lub gdy bank złożył przeciwko dłużnikowi wniosek o wszczęcie postępowania egzekucyjnego, gdy dłużnik kwestionuje istnienie należności bądź gdy adres pobytu dłużnika jest nieznan, a jego majątek nie został ujawniony.

<sup>f</sup> Por. RMF z 10 grudnia 2003 r., op.cit.

Źródło: opracowanie własne na podstawie W. Żółtkowski, *Zarządzanie ryzykiem bankowym w praktyce w kontekście Nowej Umowy Kapitałowej (BASEL II)*, CeDeWu.PL, Warszawa 2009, s. 104–105 oraz RMF z 10 grudnia 2003 r., op.cit.

Kryterium podstawowym oceny jakości należności jest kryterium terminowości spłaty długu. Klasyfikacja ekspozycji kredytowych wobec osób fizycznych (w odniesieniu zarówno do należności bilansowych, jak i udzielonych zobowiązań

pozabilansowych tego samego dłużnika) odbywa się wyłącznie na podstawie tego kryterium.

Tabela 2. Klasyfikacja ekspozycji kredytowych (w tym wobec podmiotów gospodarczych) wg kryterium sytuacji ekonomiczno-finansowej dłużnika

Ekspozycje normalne	Ekspozycje pod obserwacją	Ekspozycje poniżej standardu	Ekspozycje wątpliwe	Ekspozycje stracone
Sytuacja ekonomiczno-finansowa <b>nie budzi obaw</b>	Sytuacja ekonomiczno-finansowa <b>nie budzi obaw</b> , ale ze względu na ryzyko regionu, kraju, branży, grupy klientów, grupy produktów lub innych ustalonych przez bank kryterium <b>wymagają szczególnej uwagi</b>	Sytuacja ekonomiczno-finansowa <b>może stanowić zagrożenie</b> dla terminowej ich spłaty	Sytuacja ekonomiczno-finansowa <b>ulega znacznemu pogorszeniu</b> , a zwłaszcza gdy ponoszone straty w sposób istotny naruszają ich kapitały (aktywa netto)	Sytuacja ekonomiczno-finansowa <b>pogorszyła się w sposób nieodwracalnie uniemożliwiający spłacenie długu</b> . Również ekspozycje względem dłużników, których upadłość ogłoszono lub otwarto likwidację (z pewnymi wyjątkami)

Źródło: opracowanie własne na podstawie I. Emerling, *Działalność kredytowa banku komercyjnego*, Wydawnictwo Marina, Wrocław 2008, s. 184–185.

Ekspozycje kredytowe inne niż zobowiązania wobec Skarbu Państwa i zobowiązania wynikające z pożyczek oraz kredytów detalicznych klasyfikuje się (oprócz kryterium terminowości spłaty kapitału lub odsetek) również na podstawie sytuacji ekonomiczno-finansowej dłużnika, ocenianej za pomocą mierników ilościowych<sup>22</sup>, jakościowych oraz ocen ratingowych uznanych agencji (por. tabela 2). Wykorzystanie posiadanych zabezpieczeń do zastąpienia sytuacji ekonomiczno-finansowej dłużnika sytuacją ekonomiczno-finansową wystawcy zabezpieczenia<sup>23</sup> dotyczy tylko zabezpieczonej części ekspozycji i nie zwalnia z konieczności klasyfikacji tej ekspozycji pod względem terminowości obsługi.

Przy stosowaniu kryterium oceny sytuacji ekonomiczno-finansowej dłużnika występuje **dysharmonia czasowa** i naturalne przesunięcie w weryfikacji zdolności

<sup>22</sup> Przy wykorzystaniu wskaźników efektywności działania, płynności, rotacji czy wypłacalności. Sygnałem ostrzegawczym może być np. spadek przychodów, wzrost kosztów, zmniejszenie rotacji należności, wydłużenie okresu regulacji zobowiązań, wzrost zapasów, pogorszenie wizerunku firmy czy zastrzeżenie audytora. Por. M. Capiga, *Działalność kredytowa monetarnych instytucji finansowych*, Difin, Warszawa 2006, s. 74.

<sup>23</sup> Por. ust. 2 załącznika nr 2 do RMF.

kredytowej w stosunku do przebiegu faktycznych zjawisk gospodarczych. Ocena przebiega bowiem zgodnie z cyklem, z jakim przeprowadzana jest bieżąca sprawozdawczość, tj. co kwartał przy uwzględnieniu dodatkowego opóźnienia związanego z normatywnym czasem na dostarczenie danych finansowych bankowi<sup>24</sup>. W uzasadnionych sytuacjach bank może domagać się od kredytobiorcy dostarczenia informacji ekonomiczno-finansowej z większą częstotliwością.

Gdy wierzytelności względem jednego podmiotu kwalifikują się do różnych klas ryzyka (np. jedna wierzytelność jest normalna, a inna zaklasyfikowana została jako wierzytelność o pogorszonej jakości), to wszystkie takie wierzytelności należy zaklasyfikować do grupy najbardziej ryzykownej<sup>25</sup>. Wynik klasyfikacji należności bilansowej od tego samego dłużnika wpływa również na kategorię zobowiązania pozabilansowego, które także podlega zasadzie jednolitej klasyfikacji. Z zasady jednolitej klasyfikacji wobec tego samego dłużnika wyłącza się tę część ekspozycji, która pokryta jest odpowiednim zabezpieczeniem uwzględnionym na etapie klasyfikacji. Pozostała niezabezpieczona część ekspozycji jest jednolicie klasyfikowana z pozostałymi ekspozycjami kredytowymi dłużnika.

RMF z 16 grudnia 2008 r. nie zezwala na przenoszenie konsekwencji jednostkowego opóźnienia w spłacie konkretnego kredytu (tj. **zarażanie ekspozycji**) z portfela NML (kredytów niezabezpieczonych hipotecznie, ang. *non-mortgage lending*) na całość portfela ML (kredytów mieszkaniowych i hipotecznych, ang. *mortgage lending*) tego samego kredytobiorcy. Zasada jednolitej klasyfikacji ma zastosowanie tylko w ramach jednorodnej puli w zależności od tego, czy podmiot prowadzi działalność gospodarczą czy nie. Należy oddzielić ekspozycje kredytowe udzielone w związku z prowadzeniem działalności gospodarczej od ekspozycji kredytowych osób fizycznych udzielonych na cele prywatne, niezwiązane z działalnością gospodarczą (kredyty i pożyczki detaliczne, mieszkaniowe i hipoteczne). Rozróżnia się także pożyczki i kredyty detaliczne od pożyczek i kredytów mieszkaniowych/hipotecznych: zmiana klasyfikacji kredytu detalicznego nie wpływa na klasyfikację kredytu mieszkaniowego lub kredytu hipotecznego i odwrotnie<sup>26</sup>. W przypadku ekspozycji kredytowych stanowiących zobowiązania solidarne niepowiązanych ze sobą klientów (osób trzecich, które przystąpiły do długu, np. dług solidarny) kryte-

<sup>24</sup> Por. M.S. Wiatr, *Zarządzanie indywidualnym ryzykiem kredytowym. Elementy systemu*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2008, s. 96–97

<sup>25</sup> Por. R. Kałużny, *Pomiar ryzyka kredytowego banku. Aspekty finansowe i rachunkowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2009, s. 109–111.

<sup>26</sup> Por. Generalny Inspektor Nadzoru Bankowego, W. Kwaśnik, *Pismo Nr NB/BPN II/022–18/04 z dnia 24.03.2004r. w sprawie zasad tworzenia rezerw na ryzyko związane z działalnością banków*, Prawo Bankowe, czerwiec 2004, s. 13 oraz RMF z 10 grudnia 2003 r., op.cit., załącznik nr 1 część II, ust. 4.

rium oceny sytuacji ekonomiczno-finansowej stosuje się wobec dłużnika, który charakteryzuje się najlepszą sytuacją ekonomiczno-finansową<sup>27</sup>.

Bank tworzy rezerwy celowe na ryzyko związane z działalnością banków zgodnie ze wzorem:

$$\text{rezerwa celowa} = [PR - \min(Z, LP)] \cdot WP + U,$$

gdzie:

*PR* – podstawa rezerwy, tj. kwota należności / niespłaconej części ekspozycji (z wyłączeniem odsetek i prowizji) lub zobowiązania pozabilansowego, pomniejszona o przewidywaną kwotę restrukturyzacji zadłużenia, która zostanie umorzona oraz nierozliczone prowizje (pobrane z góry, ale niezaliczone do wyniku);

*U* – umorzona część ekspozycji w związku z restrukturyzacją zadłużenia;

*Z* – wartość zabezpieczenia skorygowana o limity określone w § 5 ust. 2 rozporządzenia, np. podstawę tworzenia rezerwy na ekspozycje kredytowe zabezpieczone hipoteką można pomniejszyć w kwocie nie wyższej niż wpis do księgi wieczystej i 50% wartości aktualnej nieruchomości na podstawie wyceny rzeczoznawcy lub 60% bankowo-hipotecznej wartości nieruchomości. W przypadku przeniesienia praw własności rzeczy ruchomej podstawa tworzenia rezerwy nie może być wyższa niż 50% wartości sprzedaży netto danej rzeczy ruchomej (tj. wartości aktualnej – ostatnio oszacowanej wartości rynkowej nieruchomości) i 50% pierwotnej wysokości zabezpieczanej kwoty (tj. wartości rynkowej nieruchomości na moment początkowego ujęcia kredytu). Uwzględnia się tylko te zabezpieczenia, które nie były wykorzystane do klasyfikacji ekspozycji kredytowych do kategorii normalne bądź zastąpienia oceny sytuacji ekonomiczno-finansowej dłużnika oceną sytuacji ekonomiczno-finansowej wystawcy zabezpieczenia;

*LP* – limit pomniejszenia podstawy rezerwy odnoszący się do kwoty ekspozycji kredytowej, zaklasyfikowanej do kategorii „pod obserwacją” lub grupy „zagrożone”. Limit wynikający z wielkości opóźnienia w spłacie długu wpływa na wysokość pomniejszeń podstawy tworzenia rezerwy celowej dopiero w momencie, gdy będzie niższy niż łączna wartość zabezpieczeń uwzględnianych w rachunku rezerw;

*WP* – wymiar podstawy (0%, 1,5%, 20%, 50%, 100%).

**Podstawą** tworzenia rezerwy celowej jest wartość bilansowa ekspozycji kredytowej<sup>28</sup>, tj. wartość należności (saldo części kapitałowej należności) po uwzględnieniu

<sup>27</sup> Por. RMF z dnia 16 grudnia 2008 r., op.cit., załącznik 1, część II, ust. 6.

<sup>28</sup> Por. RMF z 10 grudnia 2003 r. w sprawie zasad tworzenia rezerw..., op.cit., §1 pkt 2.

wszystkich pomniejszych kwot należnych (np. wysokości nierozliczonego dyskonta), bez uwzględnienia wysokości utworzonych wcześniej rezerw celowych<sup>29</sup>. W przypadku zobowiązań pozabilansowych podstawą tworzenia rezerwy celowej jest kwota zobowiązania<sup>30</sup>. Podstawa tworzenia rezerwy celowej jest pomniejszana o zweryfikowaną wartość zabezpieczeń według wskaźnika określonego przez RMF. Jeśli, zgodnie z postanowieniem umowy kredytowej, bank ma pewną swobodę dotyczącą podjęcia decyzji o uruchomieniu środków bądź uruchomienie środków w ramach zobowiązania jest uzależnione od terminowej obsługi przez dłużnika wykorzystanej części zobowiązania i posiadania przez niego nienagannej sytuacji ekonomiczno-finansowej bądź złożenia dodatkowych zabezpieczeń, to bank jest zwolniony z obowiązku tworzenia rezerwy celowej na udzielone zobowiązanie warunkowe<sup>31</sup>.

W związku z restrukturyzacją zadłużenia bank musi uwzględnić przewidywaną kwotę zadłużenia, jeśli na dzień tworzenia rezerwy celowej posiada informację o tym, że część ekspozycji kredytowej zostanie umorzona. Bank zobowiązany jest wówczas utworzyć 100% rezerwę celową na „umorzoną” część ekspozycji i rezerwę celową na „nieumorzoną” część ekspozycji w wymaganej wysokości zgodnie z klasyfikacją ekspozycji kredytowej<sup>32</sup>.

Jak już wyjaśniono, wymagany poziom rezerw celowych na ryzyko związane z pożyczkami i kredytami detalicznymi, zaklasyfikowanymi do kategorii *normalne* albo *pod obserwacją*, można pomniejszyć o 25% wartości rezerwy na ryzyko ogólne. Podstawę tworzenia rezerw celowych, w przypadku należności zakwalifikowanych do kategorii *pod obserwacją* albo *zagrożone*, można pomniejszyć o wartość zabezpieczeń określonych na podstawie wyceny rzeczoznawcy lub na podstawie wyceny bankowo-hipotecznej. Podstawa tworzenia rezerwy celowej na daną ekspozycję kredytową może być pomniejszona w zależności od wielkości opóźnienia w spłacie długu. Wspomniane RMF jednak w rachunku rezerw celowych **ogranicza w czasie** uznawanie wartości określonych kategorii zabezpieczeń przez nałożenie **limitu czasowego** na uznawanie każdego z zabezpieczeń z osobna. Po przekroczeniu ustalonego okresu opóźnienia w spłacie zabezpieczenia nie będą już uznawane a ekspozycja kredytowa (z wymogiem 100% rezerwy celowej) będzie od razu przeklasyfikowywana do kategorii straconych.

Ponieważ w miarę upływu czasu prawdopodobieństwo dochodzenia roszczeń z posiadanych zabezpieczeń jest coraz mniej skuteczne, to limity pomniejszenia

---

<sup>29</sup> Inaczej: wartość bilansowa netto ekspozycji kredytowej powiększona o wysokość utworzonych wcześniej rezerw celowych.

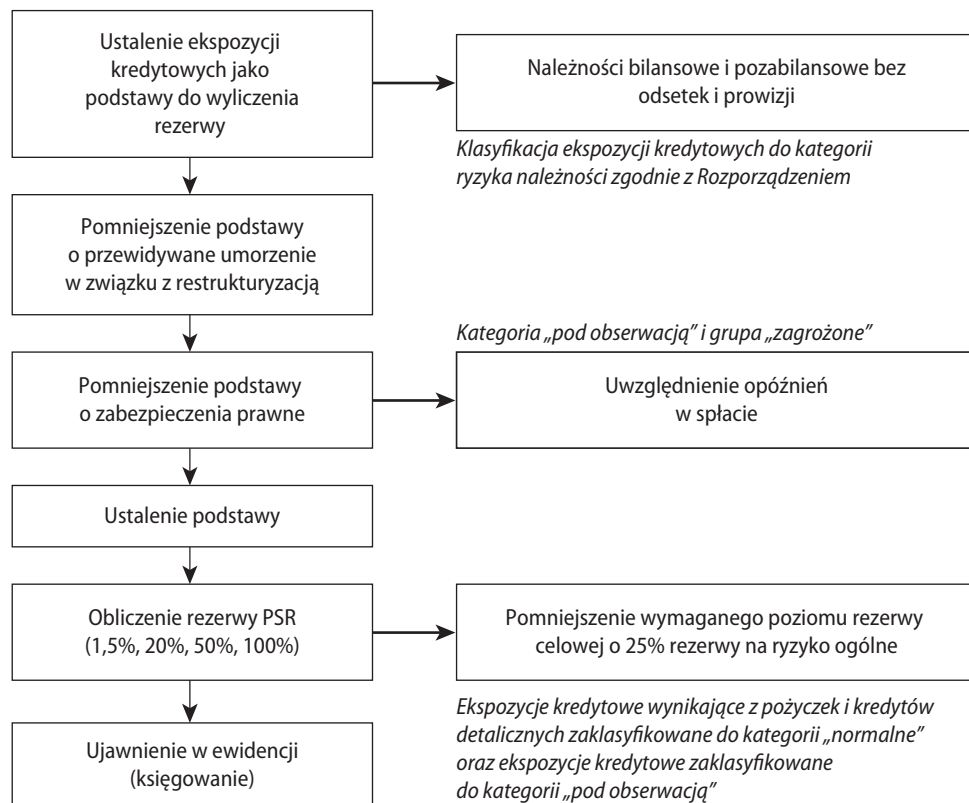
<sup>30</sup> Por. *Pismo Generalnego Inspektora...*, op.cit.

<sup>31</sup> Por. RMF z dnia 10.12.2003 r. w sprawie zasad tworzenia rezerw na ryzyko związane z działalnością banków.

<sup>32</sup> Por. *Pismo Generalnego Inspektora...*, op.cit.

wyrażone są jako % kwoty ekspozycji (od 100% do 0%) w zależności od opóźnienia w spłacie. Limity te mają **zmusić banki do szybszej windykacji**, aby uniknąć utraty wartości wskazanych zabezpieczeń. Bez pomniejszeń, wynikających z przyjętych zabezpieczeń, rezerwa obowiązkowa musi być utworzona w pełnej wysokości<sup>33</sup>.

Rysunek 1. Mechanizm tworzenia rezerw celowych



*Skorygowanie wartości istniejących rezerw do właściwego poziomu (dotworzenie brakujących lub rozwiązanie zbędnych rezerw)*

Źródło: opracowanie własne na podstawie E. Popowska, W. Wąsowski, *Rachunkowość bankowa po zmianach*, Difin, Warszawa 2008, s. 203.

<sup>33</sup> Por. W. Żółtkowski, *Zarządzanie ryzykiem bankowym w praktyce w kontekście Nowej Umowy Kapitałowej (BASEL II)*, CeDeWu.PL, Warszawa 2009, s. 104, 107.

Zabezpieczenie może również determinować kategorię ekspozycji kredytowej bez zmniejszenia poziomu rezerw. Przy klasyfikacji ekspozycji organ nadzorczy dopuścił możliwość uwzględniania najpewniejszych zabezpieczeń<sup>34</sup>. Dzięki temu jakość portfela kredytowego może odzwierciedlać faktyczne prawdopodobieństwo strat w tym portfelu. Są to alternatywne źródła ewentualnej spłaty roszczeń banku. Ekspozycje kredytowe, dla których ustanowiono takie zabezpieczenia, niezależnie od sytuacji ekonomiczno-finansowej klienta i terminowości obsługi długu, kwalifikowane są do kategorii normalnej. Są to tzw. **należności z zabezpieczonym ryzykiem**. Poza zwolnieniem banku z klasyfikacji ekspozycji do określonej kategorii ryzyka właściwe zabezpieczenie zwalnia również jednostkę z konieczności tworzenia rezerwy celowej, ale tylko wtedy, gdy ekspozycja kredytowa nie jest opóźniona w spłacie powyżej określonego limitu<sup>35</sup>. Po przekroczeniu tego limitu ekspozycja jest od razu przeklasyfikowywana do kategorii straconych, a więc wymaga utworzenia rezerwy w 100%<sup>36</sup>. Algorytm ustalania minimalnych, zalecanych wartości rezerw celowych został przedstawiony na rysunku 1.

Trzeba tu dodać, że rezerwy celowe, tworzone zgodnie z RMF, mają charakter minimalny i nie muszą odpowiadać wartości rzeczywiście utworzonej rezerwy. Bank ma prawo **tworzyć rezerwy o wartości wyższej od wielkości minimalnej**, określonej w RMF<sup>37</sup>, realizując dzięki temu politykę zachowawczą ukierunkowaną na maksymalizację płynności. Może to wynikać ze stosowania przez bank szerszego zakresu mierników ilościowych i jakościowych do oceny sytuacji ekonomiczno-finansowej danego podmiotu, przez co ocena jego rzeczywistej sytuacji jest dokładniejsza i bardziej precyzyjna. Np. ING Bank Śląski S.A. w 2004 r. przyjął ostrożniejsze podejście do tworzenia rezerw. Skróceni uległ minimalny okres opóźnienia w spłacie (do 30 dni dla kategorii „poniżej standardu”, do 90 dni dla kategorii „wątpliwe” i do 180 dni dla kategorii „stracone”), a niektóre rodzaje zabezpieczeń zostały wyłączone z katalogu pomniejszych podstawy tworzenia rezerw celowych. W przypadku zabezpieczeń trudno zbywalnych ING przyjęło wyższe niż w obowiązujących przepisach stopy dyskontowania ich wartości<sup>38</sup>. Takie praktyki z jednej strony zmniejszają wynik finansowy, a z drugiej – zwiększają bezpieczeństwo finansowe<sup>39</sup>.

<sup>34</sup> Między innymi gwarancje lub poręczenia Skarbu Państwa, jednostki samorządu terytorialnego, Banku Centralnego lub BFG, zastawy rejestrowe na prawach z papierów wartościowych emitowane przez Skarb Państwa lub NBP, kaucje pieniężne.

<sup>35</sup> Por. RMF z dnia 16 grudnia 2008 r., op.cit, załącznik nr 3.

<sup>36</sup> Por. *Pismo GINB w sprawie zasad tworzenia rezerw...*, op.cit..

<sup>37</sup> Por. RMF z dnia 16 grudnia 2008 r., op.cit.

<sup>38</sup> Por. *Memorandum Informacyjne ING Bank Śląski S.A.*, <http://img.interia.pl/biznes/nimg/eko640956.pdf>, dostęp 31.07.2014.

<sup>39</sup> Por. J. Wójcik, *Rezerwy w bankach...*, op.cit., s. 128.



Trzeba tu podkreślić, że **dokonywanie przeglądów ekspozycji kredytowych w portfelu kredytowym i limitów koncentracji z większą częstotliwością niż z tą wynikającą z obowiązujących przepisów<sup>40</sup> pozwala na szybszą reakcję w sytuacji zagrożenia spłaty** ekspozycji kredytowej. Dzięki utworzeniu właściwej, adekwatnej do ponoszonego ryzyka, wielkości rezerw możliwa jest prezentacja rzeczywistego wyniku finansowego<sup>41</sup>.

Rezerwa celowa jest **rozwiązywana** po wygaśnięciu przyczyny jej utworzenia. W przypadku gdy kwota należności ulega zmniejszeniu albo wartość zabezpieczenia, które pomniejsza podstawę tworzenia rezerwy celowej, wzrasta bądź też gdy w wyniku dokonanej klasyfikacji należność zmienia kategorię na kategorię o niższym stopniu ryzyka, to wartość rezerwy celowej ulega zmniejszeniu<sup>42</sup>. Jeśli wystąpią nieprawidłowości w obsłudze długu lub/i kondycja finansowa dłużnika ulegnie pogorszeniu, to przeklasyfikowanie ekspozycji kredytowej do niższej kategorii ryzyka możliwe jest dopiero po upływie 3-miesięcznego okresu prawidłowej obsługi długu. Jest to swoisty test trwałości poprawy jakości obsługi długu. Również po podpisaniu nowej umowy zmieniającej warunki spłaty przeniesienie ekspozycji kredytowej do kategorii o niższym stopniu ryzyka jest możliwe dopiero wówczas, gdy dłużnik terminowo obsługuje swoje zadłużenie (tzn. spłaca raty kapitałowe i odsetki) przez co najmniej 3 miesiące. W przypadku ekspozycji wobec przedsiębiorstw dodatkowym warunkiem jest odzyskanie pełnej zdolności kredytowej.

### 3. Porównanie zasad funkcjonowania odpisów aktualizujących i rezerw celowych

Rezerwy rachunkowe (z tytułu utraty wartości) tworzone są zgodnie ze standardami rachunkowości. Do klasyfikacji, wyceny należności kredytowych i oszacowania wartości tworzonych rezerw bank może wykorzystać przepisy polskiego prawa bilansowego (Polskie Standardy Rachunkowości – PSR albo Międzynarodowe Standardy Rachunkowości – MSR / Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej – MSSF).

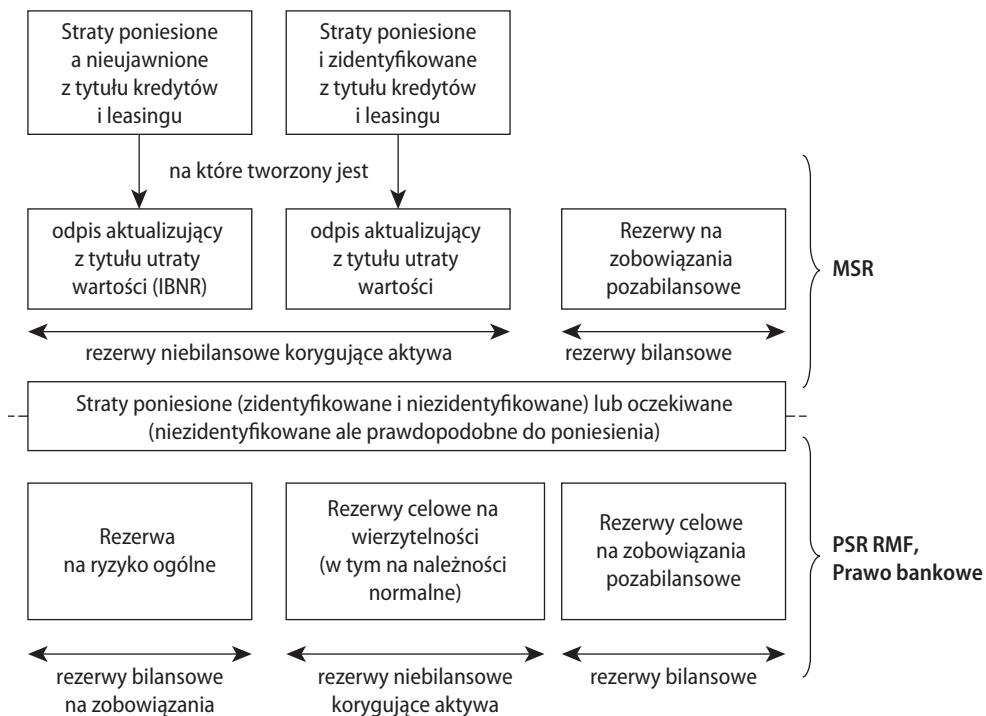
---

<sup>40</sup> Co najmniej raz na kwartał – w przypadku kryterium terminowości, co najmniej raz na rok – w przypadku kryterium oceny sytuacji ekonomiczno-finansowej dłużnika.

<sup>41</sup> Por. J. Wójcik, *Rezerwy w bankach...*, op.cit., s. 129.

<sup>42</sup> Por. I. Emerling, *Działalność kredytowa banku komercyjnego*, Wydawnictwo Marina, Wrocław 2008, s. 144.

**Rysunek 2. Rezerwy rachunkowe tworzone w ciężar kosztów na poniesione zidentyfikowane oraz poniesione nieujawnione straty kredytowe**



Źródło: opracowanie własne.

Ogólnie wyróżnia się odpisy aktualizujące z tytułu utraty wartości bilansowych ekspozycji kredytowych (rezerwy celowe na bilansowe ekspozycje kredytowe) oraz rezerwy na pozabilansowe ekspozycje kredytowe<sup>43</sup>, co zostało pokazane na rysunku 2. Banki stosujące MSR/MSSF wykazują w bilansie wartość odpisu aktualizującego z tytułu utraty wartości należności tworzonego w sposób indywidualny albo grupowy<sup>44</sup>, a stosujące PSR – wartość rezerwy celowej<sup>45</sup>.

<sup>43</sup> Przewidywana i możliwa do oszacowania utrata wartości korzyści ekonomicznych wynikających z zobowiązania pozabilansowego (z uwzględnieniem zapisów MSR 37 i MSR 39). Por. Komisja Nadzoru Finansowego, *Rekomendacja R*, Warszawa 2011, [http://www.knf.gov.pl/Images/Rekomendacja\\_R\\_07\\_06\\_2011\\_tcm75-26628.pdf](http://www.knf.gov.pl/Images/Rekomendacja_R_07_06_2011_tcm75-26628.pdf), dostęp 17.08.2014.

<sup>44</sup> Por. I. Emerling, *Działalność kredytowa...*, op.cit., s. 141.

<sup>45</sup> Por. E. Popowska, W. Wąsowski, *Rachunkowość bankowa...*, op.cit., s. 35 oraz Ustawa o rachunkowości z dnia 29 września 1994 r.

Utworzone rezerwy mogą pokrywać straty operacyjne, wygenerowane przez poszczególne ekspozycje kredytowe (rezerwy na poniesione i zidentyfikowane straty) albo straty wygenerowane przez grupy ekspozycji kredytowych wyodrębnione w portfelu kredytowym (rezerwy IBNR). Pod względem celu i funkcji rezerwa IBNR tworzona na poniesione, lecz niezidentyfikowane straty (ang. *Incurred But Not Reported*) jest zbliżona do rezerwy na ryzyko ogólne, którą banki komercyjne tworzą zgodnie z art. 130 Ustawy *Prawo bankowe*.

**Zasady tworzenia** rezerw celowych na ryzyko związane z działalnością banków reguluje RMF z 16 grudnia 2008 r.<sup>46</sup>, przy czym poziom rezerw celowych wyznaczony został w rozporządzeniu arbitralnie, natomiast utrata wartości wg MSR następuje po zaistnieniu obiektywnych okoliczności wskazujących na poniesienie straty. Rezerwy na straty poniesione są tworzone dopiero w przypadku znacznego pogorszenia jakości ekspozycji kredytowej. Strata jest uznawana jedynie, gdy została poniesiona w dniu bilansowym<sup>47</sup> i można ją racjonalnie oszacować na podstawie wszystkich dostępnych danych. Wykorzystuje się tutaj pochodzące z różnych źródeł dane, dotyczące prawdopodobnie poniesionych strat kredytowych, oraz historyczne doświadczenia, którymi powinni kierować się menedżerowie przy osądzie. Ekspozycje kredytowe, na które tworzy się rezerwy na poniesione straty, zostały albo uznane za nieściągalne, albo przypisane do bardzo niskich klas ryzyka kredytowego o wysokim prawdopodobieństwie strat. Rezerwy na straty z tytułu utraty wartości tworzy się także na wierzytelności zagrożone, podlegające restrukturyzacji<sup>48</sup>, gdy bank (z przyczyn ekonomicznych lub prawnych) wobec pożyczkobiorcy mającego trudności finansowe zastosował pewne ustępstwa, których nie zastosowałby w innych okolicznościach.

W przypadku polskiego prawa bilansowego **podstawą tworzenia rezerwy celowej** jest wartość bilansowa ekspozycji kredytowej (po pomniejszeniu kwoty należnej m.in. o wysokość nierozliczonego dyskonta, z wyłączeniem odsetek i prowizji)<sup>49</sup>, a przypadku zastosowania MSR/MSSF – wartość księgową (ang. *carrying amount*). Utrata wartości składnika aktywów finansowych, wycenianego zgodnie z MSR 39 wg zamortyzowanego kosztu (skorygowanej ceny nabycia), występuje, gdy wartość bilansowa/księgową jest wyższa od jego szacowanej wartości ekonomicznej/wartości

---

<sup>46</sup> Por. art. 31 ust. 2 pkt 8.

<sup>47</sup> Prawdopodobieństwo utraty wartości bilansowych ekspozycji kredytowych jest potwierdzone dostępnymi informacjami / obiektywnymi dowodami utraty wartości ekspozycji kredytowej.

<sup>48</sup> Wierzytelności renegotjowane – zgodnie z MSSF 7.

<sup>49</sup> W tym bilansowe należności z tytułu kredytów i pożyczek oraz udzielone zobowiązania pozabilansowe o charakterze finansowym i gwarancyjnym. Por. *Pismo Generalnego Inspektora Nadzoru Bankowego...*, op.cit.

odzyskiwanej. **Wysokość odpisu z tytułu utraty wartości** jest różnicą między wartością bilansową (księgową) ekspozycji (obliczoną wg ESP)<sup>50</sup> a ustalaną przez banki na podstawie własnych oszacowań ekspertów kwotą możliwą do odzyskania, tj. wartością bieżącą oczekiwanych przyszłych przepływów pieniężnych tego instrumentu<sup>51</sup> zdyskontowanych ESP. Wartość księgową uwzględnia naliczone odsetki kredytowe nierozliczone z wynikiem części/całości prowizji, rozliczone/nieumorzone na dzień wyceny bilansowej dyskonto (odsetki przepłacone – pobrane z góry) lub premie związane z powstaniem danego aktywa itp.

**Wymagane wysokości tworzonych rezerw** na zdefaultowane kredyty (kredyty niewypłacalnych dłużników) są określone przez:

- prawdopodobieństwo wystąpienia ryzyka nieściągalności części lub całej należności,
- stopień „uzdrowień” ekspozycji,
- wysokość niezabezpieczonej części ekspozycji,
- ocenę przyszłej zdolności pojedynczego pożyczkodawcy do spłaty długów.

Ponieważ przedmiotem odpisów z tytułu utraty wartości / na utratę wartości ekspozycji kredytowych mogą być wyłącznie aktywa bilansowe, to – w przypadku ekspozycji pozabilansowych – odpisów można dokonywać dopiero po wprowadzeniu ekspozycji do bilansu<sup>52</sup>.

Oba podejścia różnią się co do zakresu informacji niezbędnych do oceny. Przy stosowaniu ustawy **poziom** rezerw celowych zależy od **wielkości** ekspozycji kredytowej (podstawa rezerwy)<sup>53</sup>, skorygowanej o zabezpieczenia, i od **kategorii ryzyka** (wymiar podstawy), której przypisano stałą stopę procentową. Natomiast przy zastosowaniu MSR wysokość odpisu zależy od zdyskontowanego (stopą ESP) strumienia przepływów pieniężnych z uwzględnieniem kosztów (utraconych kwot). Przepływy pieniężne mogą wynikać ze spłat własnych dłużnika, odszkodowania z tytułu ubezpieczenia niskiego wkładu własnego, wpływów otrzymanych w wyniku procesu upadłościowego bądź też z tytułu ubezpieczenia pomostowego. Do tych przepływów można zaliczyć także odzysk ze sprzedaży wierzytelności po realizacji (upłynnieniu) zabezpieczeń w wysokości ceny jednostkowej za wierzytelność kredytową. W przypadku portfela korporacyjnego, charakteryzującego się niewielką liczbą

<sup>50</sup> Wartość netto = Zadłużenie bieżące + Odsetki – Rezerwy celowe – Korekta ESP.

<sup>51</sup> W tym: odzysk z samej należności, odzysk z zabezpieczeń i oczekiwane płatności z tytułu kosztów windykacji.

<sup>52</sup> Wyznaczany jest ekwiwalent bilansowy transakcji pozabilansowych. Por. I. Emerling, *Działalność kredytowa...*, op.cit., s. 176.

<sup>53</sup> Do należności bilansowych ekspozycji kredytowych zgodnie z RMF z 16 grudnia 2008 r. nie zalicza się odsetek i prowizji (również skapitalizowanych).

przypadków niewykonania zobowiązania w porównaniu z modelem statystycznym, ekspercka znajomość zabezpieczeń i otoczenia prawnego umożliwi dokładniejsze oszacowanie wysokości oczekiwanych strat<sup>54</sup> na ekspozycjach, dla których wystąpiło niewykonanie zobowiązania.

**Poziom rezerw** celowych, tworzonych zgodnie z RMF, jest w rzeczywistości pewną wielkością średnią, ustalaną na podstawie historycznych doświadczeń odnośnie do strat kredytowych generowanych przez ekspozycje w danej kategorii, np. średnio 20% wszystkich należności z grupy należności wątpliwych jest nie do odzyskania, chociaż w rzeczywistości część z tych kredytów jest jednak obsługiwana. Wskaźniki rezerw, zróżnicowane w zależności od długości przeterminowania ekspozycji kredytowych, mają w założeniu odzwierciedlać prawdopodobieństwo nieściągalności ekspozycji z poszczególnych kategorii. Ustawa o rachunkowości z 29 września 1994 r. **nie uwzględnia zmiennej wartości pieniądza w czasie**, podczas gdy zabezpieczenia wg MSR uwzględnia się w **zdyskontowanych wielkościach** możliwych do uzyskania.

Wartość oszacowanych rezerw celowych zależy od **klasyfikacji należności**. Banki stosujące przepisy MSR mogą jednak nie tworzyć rezerw (IBNR) na należności normalne i pod obserwacją, szacunkowo kwalifikując je jako normalne. Natomiast banki stosujące PSR są zobowiązane do utworzenia rezerwy celowej w wysokości 1,5% należności pod obserwacją, a kategoria ta ma na celu identyfikację pierwszych, nawet słabych, oznak pojawiania się ryzyka kredytowego, tj. niewypłacalności dłużnika. Ocena należności pod obserwacją pod kątem sytuacji ekonomiczno-finansowej **wiąże się jednak z pewnym subiektywizmem** i problemami interpretacyjnymi niewymiernych ilościowo elementów ryzyka (sytuacja ekonomiczno-finansowa wymaga szczególnej uwagi), gdyż w stosunku do tych należności nie można jeszcze mówić o zaległościach<sup>55</sup>. Ponieważ z reguły podstawowym czynnikiem, który powoduje reklasyfikację detalicznych ekspozycji kredytowych (czy to małych firm czy osób fizycznych), jest terminowość ich obsługi, to klasyfikacja do poszczególnych kategorii odbywa się zazwyczaj na bazie opóźnień z wykluczeniem wszelkich informacji dotyczących oceny sytuacji ekonomiczno-finansowej, które można znaleźć w dokonywanej okresowo ocenie ratingowej. Wynika to również z faktu, że w przypadku różnych kategorii klientów i braku systemu regularnej oceny sytuacji finansowej, bank może z różną częstotliwością przeprowadzać ocenę ekonomiczno-finansową (np. od 3 do 12 miesięcy), a zebrane informacje wcale nie muszą być aktualne (np. dostarczane przez klientów z pewnym opóźnieniem) i pełne.

<sup>54</sup> Oszacowania rezerw traktuje się tutaj jako przybliżenie wysokości oczekiwanych strat.

<sup>55</sup> Por. I. Emerling, *Działalność kredytowa...*, op.cit., s. 254.

Odpisy są tworzone w przypadku istnienia **obiektywnych przesłanek** na poniesienie straty (ujętej wg zamortyzowanego kosztu) na kredytach, pożyczkach i innych aktywach. Przykładowo przekroczenie w spłacie raty kredytu powyżej 90 dni może być przesłanką do podejrzewania klienta o niesolidność i nadania mu statusu *default* (niewykonania zobowiązania). W przypadku portfela hipotecznego jedną z przesłanek może być pogorszenie zdolności do obsługi zadłużenia albo znaczący spadek czynszów otrzymywanych z nieruchomości zakupionych pod wynajem, a w przypadku nieruchomości komercyjnych – również znaczący spadek wartości nieruchomości albo szacowanych przyszłych przepływów pieniężnych<sup>56</sup>. Przesłanki utraty wartości mogą być dodatkowo parametryzowane np. ze względu na:

- stosunek wielkości przeterminowanego zadłużenia do wielkości łącznego zaangażowania przy zarażaniu innych ekspozycji (np. 5%),
- wysokość proggu w przypadku wejścia do stanu utraty wartości,
- minimalny okres przebywania w stanie utraty wartości,
- kryterium kwotowe w przypadku wyjścia ze stanu utraty wartości.

W przypadku aktywów finansowych, w stosunku do których zidentyfikowano przesłankę utraty wartości (ang. *loss event*), szacowane są przyszłe przepływy pieniężne z tytułu tych należności w celu ustalenia wartości **odpisu aktualizującego z tytułu utraty wartości** (ang. *incurred and reported losses*).

Wystąpienie chociażby jednego z *loss events* dla jednej transakcji danego klienta wskazuje na możliwość wystąpienia utraty wartości i powinno stanowić przesłankę do oszacowania ewentualnej utraty wartości (rezerwy z tytułu *impairment*) dla wszystkich transakcji z nim zawartych (w ocenie indywidualnej) lub dla całego portfela (w przypadku oceny grupowej). W przeciwieństwie do rezerw tworzonych zgodnie z RMF w przypadku odpisów aktualizujących możliwe jest zarażanie ekspozycji zarówno między portfelami NML i ML, jak i między ekspozycjami kredytowymi udzielonymi osobom fizycznym prowadzącym działalność gospodarczą a ekspozycjami kredytowymi udzielonymi na cele prywatne, chociaż w MSR nie istnieje wymóg klasyfikowania wszystkich ekspozycji jednego kredytobiorcy do tej samej kategorii ryzyka.

Pozostaje też problem wyboru metody oceny kredytów – indywidualnej lub portfelowej. W bankach stosujących PSR kredytami ocenianymi portfelowo są kredyty normalne i pod obserwacją. W przypadku kredytów niepracujących (zagrożonych)

---

<sup>56</sup> Por. *Impairment Provisioning and Disclosure Guidelines*, The Central Bank of Ireland, December 2011, <http://www.centralbank.ie/press-area/press-releases/Documents/Impairment%20Provisioning%20Guidelines-%20Central%20Bank%20of%20Ireland%20-%20Decemeber%202011.pdf>, dostęp 17.07.2014.

pomiar odbywa się poprzez analizę albo poszczególnych kredytów, albo całego portfela jednorodnych grup kredytów. Natomiast w bankach stosujących MSR kredyty mogą być **oceniane portfelowo lub indywidualnie**.

**Metoda indywidualna** wykorzystywana jest do pomiaru utraty wartości ekspozycji kredytowych indywidualnie istotnych bądź takich ekspozycji, które ze względu na podwyższone (w ocenie banku) ryzyko kredytowe podlegają szczególnym zasadom monitorowania. Model ten bazuje na obliczeniu wartości bieżącej oczekiwanych przyszłych przepływów pieniężnych związanych z daną ekspozycją kredytową. Dla ekspozycji uznanych za indywidualnie znaczące ekspert przeprowadza indywidualną analizę wartości odzyskiwanej (w tym szacuje odzyski z egzekucji zabezpieczeń). Na przykład w Banku Ochrony Środowiska S.A. pomiar utraty wartości ekspozycji kredytowych metodą indywidualną w 2010 r. oparty był na analizie dwóch scenariuszy ważonych prawdopodobieństwem realizacji danego scenariusza: windykacyjnego i regularnej spłaty<sup>57</sup>.

**Metoda portfelowa** pomiaru utraty wartości stosowana jest w przypadku ekspozycji kredytowych indywidualnie nieistotnych oraz tych ekspozycji kredytowych indywidualnie istotnych, które nie podlegały wycenie metodą indywidualną. Ekspozycje te grupowane są do portfeli o podobnych charakterystykach ryzyka kredytowego, odzwierciedlających zdolność dłużnika – zaklasyfikowanego do danej grupy – do spłaty zaangażowania zgodnie z warunkami umowy.

Odpisy dokonane z tytułu utraty wartości są **odwracane** przez rachunek zysków i strat, jeśli wartość straty dla aktywa wycenianego wg zamortyzowanego kosztu (na którą został utworzony odpis aktualizacyjny) ulegnie zmniejszeniu na skutek obiektywnego zdarzenia<sup>58</sup>. Odwrócenie straty w przypadku bilansowych ekspozycji kredytowych ocenianych indywidualnie musi być uzasadnione bieżącą, dobrze udokumentowaną oceną sytuacji finansowej kontrahenta bądź wystąpieniem innych czynników wpływających na perspektywę realizacji transakcji, np. spłaty przez klienta zaległych rat, wznowienia spłat kwot umownych zgodnie z harmonogramem albo uzyskania dodatkowego zabezpieczenia możliwego do zrealizowania. Odpisy są też rozwiązywane w przypadku zwrotu wierzytelności (spłaty kredytu), umorzenia, przedawnienia bądź ustania przyczyn utworzenia odpisu. Rezerwa celowa jest **rozwiązywana** po wygaśnięciu przyczyny jej utworzenia.

<sup>57</sup> Por. Bank Ochrony Środowiska S.A., *Informacja dotycząca adekwatności kapitałowej Grupy Kapitałowej Banku Ochrony Środowiska S.A. na 31 grudnia 2010*, Warszawa, 14 czerwca 2011.

<sup>58</sup> Por. E. Popowska, W. Wąsowski, *Rachunkowość bankowa...*, op.cit., s. 35–36.

Tabela 3. Porównanie rezerw celowych z opisami aktualizującymi z tytułu utraty wartości

Cechy charakterystyczne	Polskie Standardy Rachunkowości (PSR)	Międzynarodowe Standardy Rachunkowości / Sprawozdawczości Finansowej (MSR/MSSF)
Ujęcie w bilansie	Rezerwy celowe na bilansowe i pozabilansowe ekspozycje kredytowe	Wartość odpisu aktualizującego z tytułu utraty wartości bilansowych ekspozycji kredytowych oraz rezerwy na pozabilansowe ekspozycje kredytowe. Bilansowy punkt widzenia straty poniesionej (perspektywa <i>point-in-time</i> )
Regulacja prawna	Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 16 grudnia 2008 r.	MSR 36, 39 MSSF 30 § 43–49
Model funkcjonowania rezerw	Model tradycyjny oparty na wskaźnikach rezerw zróżnicowanych w zależności od kategorii determinowanej długością okresu przeterminowania ekspozycji kredytowych i subportfelem (ang. <i>aging schedule approach</i> ) bądź jego bardziej zaawansowana odmiana – model oparty na analizie jakości ekspozycji kredytowych (ang. <i>loan analysis approach</i> ) na podstawie terminowości spłaty należności oraz kondycji ekonomiczno-finansowej dłużnika, kwalifikujący ekspozycję do jednej z kilku klas ryzyka kredytowego (liczba klas ryzyka jest zróżnicowana w zależności od subportfela). W przypadku ekspozycji kredytowych wynikających z pożyczek i kredytów detalicznych zaklasyfikowanych do kategorii „normalne”, wymagany poziom rezerwy celowej wynosi co najmniej 1,5% podstawy	Model DCF (ang. <i>Discounted Cash Flow models</i> ) – model pomiesionych strat kredytowych „nowej generacji” wykorzystujący ideę zdyskontowanych przepływów pieniężnych do wyceny wartości ekonomicznej ekspozycji kredytowych. Modele oszacowania strat z tytułu utraty wartości w grupie pieniężne za wszystkie okresy przyszłe do terminu wymagalności składnika aktywów, a w sytuacjach uzasadnionych również wiek kredytów w danym portfelu kredytowym. Modele takie NIE MOGĄ dopuszczać do powstania utraty wartości w momencie początkowego ujęcia składnika aktywów finansowych
Sposób wyceny	Oparty na regulacji/przepisach (ang. <i>rule based</i> ). Systemy te są prostsze, mniej doskonałe, nie wymagają tworzenia dużych baz danych z danymi historycznymi i korzystania z zaawansowanych systemów informatycznych, są mniej uznaniowe	Oparty na zasadach (ang. <i>principle based</i> ), ogólnych pryncypiach określonych przez MSR 39 dotyczących wyceny rezerw na straty kredytowe. Decyzje odnośnie do ustalenia poziomu wymaganych rezerw pozostawione są w gestii poszczególnych banków opracowujących w tym zakresie własne, indywidualne rozwiązania. Uwzględnienie specyfiki poszczególnych podmiotów pozwala na dokładniejsze rozpoznanie ryzyka kredytowego i lepsze zabezpieczenie się przed jego skutkami



Liczba kategorii	Do 5 (normalna, pod obserwacją, poniżej standardu, wątpliwa, stracona)	Nieokreślona
Wysokość rezerwy	<p>Szczegółowo określona formuła ustalania minimalnej wartości rezerw. Poziom rezerw wyznaczony arbitralnie (pewna wielkość średnia). Podstawą tworzenia rezerwy celowej wartość bilansowa ekspozycji kredytowej oraz wartość pozabilansowej ekspozycji bezwarunkowej.</p> <p>Bank ma prawo tworzyć rezerwy w wartości wyższej od wielkości minimalnej. Może też skrócić minimalny okres opóźnienia oraz wyłączyć niektóre rodzaje zabezpieczeń z katalogu pomniejszych podstawy rezerwy celowej.</p> <p>Wymagany poziom rezerw celowych na ryzyko związane z pożyczkami i kredytami detalicznymi zaklasyfikowanymi do kategorii „normalne” albo „pod obserwacją” można pomniejszyć o 25% wartości rezerwy na ryzyko ogólne</p>	<p>Utrata wartości następuje po zaistnieniu obiektywnych okoliczności (przełamek) wskazujących na poniesienie straty. Lista przesłanek utraty wartości wymieniona w MSR 39 jest otwarta i może być poszerzona o dodatkowe pozycje wymienione przez regulatora.</p> <p>Stratę ujmuje się wg zamortyzowanego kosztu.</p> <p>W celu ustalenia wartości odpisu aktualizującego z tytułu utraty wartości szacowane są przyszłe przepływy pieniężne z tytułu tych należności.</p> <p>Wysokość odpisu z tytułu utraty wartości jest różnicą między wartością bilansową ekspozycji kredytowej a wartością bieżącą oczekiwanych przyszłych przepływów pieniężnych z tej ekspozycji zdyskontowanych ESP</p>
Czynniki, od których zależy wysokość rezerwy	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kategoria, typ/rodzaj ekspozycji (zasada dominującego zabezpieczenia)</li> <li>• Próg istotności (200 zł)</li> <li>• Długość okresu przeterminowania</li> <li>• Wielkość ekspozycji kredytowej (podstawa rezerwy z wyłączeniem odsetek i prowizji) skorygowana o zabezpieczenia</li> <li>• Kategoria ryzyka (wymiar podstawy) wraz z przypisaną stałą stopą procentową (<i>Default Rate</i>)</li> </ul> <p>Nie uwzględnia się zmiennej wartości pieniądza w czasie</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Próg istotności (500 zł / 3000 zł)</li> <li>• Zdyskontowany stopą ESP strumień przepływów pieniężnych z uwzględnieniem kosztów (utraconych kwot) związanych z windykacją, tj. kosztów pozyskania i zbycia zabezpieczenia</li> </ul> <p>Zabezpieczenia wg MSR uwzględnia się w zdyskontowanych wielkościach możliwych do uzyskania.</p> <p>W przypadku transakcji pozabilansowych wyznacza się ekwiwalent bilansowy.</p> <p>Poziom rezerwy w sposób znaczący wynika z analizy danych historycznych i modelowania statystycznego. Z danych historycznych dotyczących zrealizowanych strat eliminuje się wpływ warunków, które obecnie nie występują. Koryguje się je, aby odzwierciedlały wpływ aktualnych warunków nieistniejących w okresie, gdy wystąpiły straty.</p> <p>Przy szacowaniu przyszłych przepływów pieniężnych powinno się uwzględnić materialny wpływ niepomyślnych zmian ekonomicznych bądź lokalnych, krajowych, międzynarodowych warunków gospodarczych</p>

<p>Cechy charakterystyczne</p> <p>Wykorzystanie zabezpieczeń</p>	<p>Polskie Standardy Rachunkowości (PSR)</p> <p>Zabezpieczenia dzieli się na trzy kategorie:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• umożliwiające zaklasyfikowane ekspozycji do kategorii „normalne”</li> <li>• umożliwiające zastąpienie oceny ekonomiczno-finansowej dłużnika oceną dostawcy zabezpieczenia</li> <li>• pomniejszające podstawę tworzenia rezerw celowych.</li> </ul> <p>Element korygujący podstawę wymaganych rezerw (przed ustaleniem ostatecznej wartości tej rezerwy) w przypadku należności zakwalifikowanych do kategorii <i>pod obserwacją</i> albo <i>zagrożone</i>.</p> <p>Mogą być wykorzystane tylko określone rodzaje zabezpieczeń w wartości możliwej do uzyskania w postępowaniu egzekucyjnym. Istnieją limity określające maksymalną wartość zabezpieczenia, która może korygować podstawę tworzenia rezerwy</p>	<p>Międzynarodowe Standardy Rachunkowości / Sprawozdawczości Finansowej (MSR/MSSF)</p> <p>Element korygujący wartość potrzebnych rezerw. Wpływa na wartość parametru LGD.</p>
<p>Klasyfikacja należności</p>	<p>Rozbudowana dywersyfikacja kategorii ryzyka w zakresie ryzyka niewypłacalności:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• należności normalne (możliwość uwzględnia najpewniejszych zabezpieczeń)</li> <li>• należności pod obserwacją</li> <li>• należności poniżej standardu</li> <li>• należności wątpliwe</li> <li>• należności stracone.</li> </ul> <p>Do kategorii „należności bez utraty wartości” kwalifikuje się ekspozycje kredytowe zaliczane do kategorii normalne i pod obserwacją.</p> <p>Zasada jednolitej klasyfikacji całej ekspozycji kredytowej bądź tylko niezabezpieczonej części, jeśli posiadane zabezpieczenie zostało uwzględnione na etapie klasyfikacji ekspozycji do kategorii normalnej (z wyłączeniem różnych grup produktów oferowanych osobom fizycznym)</p>	<p>Klasyfikacja zerojedynkowa ryzyka:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• należności normalne nieprzeterminowane i przeterminowane (bez utraty wartości)</li> <li>• należności z utratą wartości</li> </ul>

<p>Warunki przeklasyfikowania ekspozycji do niższej kategorii ryzyka (w tym wyjście z <i>default</i>)</p>	<p>Test trwałości poprawy jakości obsługi długu. Przeklasyfikowanie ekspozycji kredytowej (w przypadku której nastąpiły nieprawidłowości w obsłudze długu i/lub pogorszenie kondycji finansowej dłużnika) do kolejnej niższej kategorii ryzyka po upływie wymaganego 3-miesięcznego okresu prawidłowej obsługi długu</p>	<p>Test impairmentowy na utratę wartości. Odwrócenie straty w przypadku bilansowych ekspozycji kredytowych ocenianych indywidualnie musi być uzasadnione bieżącą, dobrze udokumentowaną oceną sytuacji finansowej kontrahenta bądź wystąpieniem innych czynników wpływających na perspektywę realizacji transakcji.</p> <p>Przy braku uwiarygodnienia powrotu do regularnej obsługi kredytobiorca może być przetrzymywany jeszcze w kategorii <i>default</i>, np. przez co najmniej 3–4 miesiące od momentu, kiedy prawidłowo obsługuje zadłużenie.</p> <p>Rozwiązanie rezerwy jest możliwe w wyniku ustania obiektywnych dowodów wskazujących na utratę wartości ekspozycji kredytowej – poprawy oceny zdolności kredytowej dłużnika, spłaty przez klienta zaległych rat, wznowienia spłat kwot umownych zgodnie z harmonogramem, wzrostu wartości zabezpieczenia lub prawdopodobieństwa zaspokojenia się z tego zabezpieczenia albo uzyskanie dodatkowego zabezpieczenia możliwego do zrealizowania.</p> <p>W przypadku ekspozycji korporacyjnych doradca do spraw ryzyka kredytowego (DRK) jest uprawniony do akceptowania defaultu i wprowadzonych przez analityków odzysków. Również wyjścia z <i>default</i> muszą być zaakceptowane przez DRK</p>
<p>Kryteria wykorzystywane przy obliczaniu wartości rezerwy</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Terminowość spłaty i/lub ocena sytuacji majątkowo-finansowej dłużnika bądź wystawcy zabezpieczenia</li> <li>• System ratingów</li> <li>• Metoda VaR</li> </ul>	<p>Obiektywne przesłanki wskazujące na utratę wartości, które wystąpiły po początkowym rozpoznaniu ekspozycji kredytowej, np. niewywiązywanie się z warunków płatności.</p> <p>Obiektywna przesłanka wskazująca, że część portfela kredytowego (po uwzględnieniu bieżącej sytuacji gospodarczej) jest dotknięta niezareportowaną utratą wartości (IBNFR).</p> <p>Utrata wartości może być efektem kilku zdarzeń</p>

<p>Cechy charakterystyczne</p> <p>Ocena portfelową</p>	<p>Polskie Standardy Rachunkowości (PSR)</p> <p>Kredytami ocenianymi portfelowo są kredyty normalne i pod obserwacją.</p> <p>Brak możliwości zarażania ekspozycji między ekspozycjami z portfeli NML i IML.</p> <p>Zasada oddzielenia ekspozycji kredytowych związanych z prowadzoną działalnością gospodarczą od ekspozycji kredytowych udzielanych na cele prywatne kredytobiorcy</p>	<p>Międzynarodowe Standardy Rachunkowości / Sprawozdawczości Finansowej (MSR/MSSF)</p> <p>Kredyty mogą być oceniane portfelowo lub indywidualnie. Nie istnieje wymóg klasyfikowania wszystkich ekspozycji jednego kredytobiorcy do tej samej kategorii ryzyka (niektóre ekspozycje kredytowe mogą posiadać zabezpieczenia bądź mogą być uzależnione od czynników innych niż dłużnik – np. leasing wtórny, sprzedaż majątku bądź dokapitalizowanie).</p> <p>Dla ekspozycji z portfela detalicznego definicję <i>default</i> zazwyczaj stosuje się na poziomie poszczególnych transakcji kredytowych, a w przypadku ekspozycji z portfela niedetalicznego – na poziomie klienta.</p> <p>Możliwe zarażanie ekspozycji – <i>cross-default</i> – zarówno między portfelami NML i IML, jak i między ekspozycjami kredytowymi udzielonym osobom fizycznym prowadzącym działalność gospodarczą a ekspozycjami kredytowymi udzielonymi na cele prywatne (<i>default</i> globalny, zarażanie w ramach grupy kapitałowej). Można wprowadzić próg minimalny (np. 20%) udziału kwoty przeterminowanej w zbiorczym zaangażowaniu klienta, po przekroczeniu którego należy rozpoznać utratę wartości na wszystkich ekspozycjach danego klienta</p>
<p>Restrukturyzacje</p>	<p>Przy obliczaniu rezerwy celowej uwzględnia się przewidywane umorzenie ekspozycji w wyniku restrukturyzacji.</p> <p>Opóźnienie w spłacie ekspozycji kredytowej liczy się według zmienionych terminów (harmonogramu) spłaty ustalonych w pierwszej zmianie</p>	<p>Kredyty poddawane działaniom restrukturyzacyjnym więcej niż jeden raz (<i>ever-greening</i>) nie są traktowane w sposób szczególny w MSR 39.</p> <p>Utrata wartości kredytu jest obliczana efektywną stopą procentową z ostatniego szacowania przed restrukturyzacją bądź przy zamrożeniu jedynie poziomu marży na ryzyko kredytowe ponad stopę referencyjną obowiązującą przed restrukturyzacją. Do obiektywnych dowodów indywidualnej utraty wartości składnika aktywów finansowych zalicza się uzgodniona z dłużnikiem zmianę warunków umownych spłaty wierzytelności w odpowiedzi na pogarszającą się sytuację kredytobiorcy i jego trudności finansowe.</p> <p>Zgodnie z EBA wyjście ekspozycji z klasyfikacji <i>forborne</i> jest możliwe, gdy m.in. minęły co najmniej 24 miesiące od daty uznania ekspozycji za niezagrożoną</p>

Źródło: opracowanie własne.

W obu przypadkach w wyniku rozwiązania rezerwy na straty kredytowe dochodzi co najwyżej do przywrócenia wartości początkowej aktywa. Rozwiązana rezerwa nie może być większa od kwoty pierwotnie utworzonej rezerwy, czyli nie może być wyższa od pierwotnej wartości przed zidentyfikowaniem utraty wartości<sup>59</sup>.

Zgodnie z art. 35b ust. 1 Ustawy o rachunkowości odpisy na należności tworzy się m.in. w odniesieniu do należności dłużników postawionych w stan likwidacji/upadłości, należności kwestionowanych przez dłużników oraz tych, dla których występuje zaległość w spłacie, a także należności przeterminowanych lub nieprzeterminowanych, ale charakteryzujących się znacznym prawdopodobieństwem nieściągalności. W praktyce zdecydowana większość **kontraktów wyłudzonych** jest identyfikowana w pierwszych dwunastu miesiącach ich życia. Są to tzw. kredyty nowouruchomione (w koszyku *non-default*), na które dotwarza się **rezerwę portfelową na niezidentyfikowane fraudy**. Zawiązanie takiej rezerwy jest możliwe również w późniejszych okresach życia kontraktu. W przypadku RMF należność jest klasyfikowana do kategorii straconej m.in. gdy bank złożył przeciwko dłużnikowi wniosek o wszczęcie postępowania egzekucyjnego, gdy dłużnik kwestionuje istnienie należności bądź gdy adres pobytu dłużnika jest nieznan, a jego majątek nie został ujawniony.

Podobieństwa i różnice między rezerwami celowymi a odpisami aktualizującymi z tytułu utraty wartości zaprezentowano w tabeli 3.

Wartości rezerw celowych można obliczać przy wykorzystaniu kryterium<sup>60</sup>:

- **terminowości spłaty i sytuacji majątkowo-finansowej**; mimo że metoda ta jest prosta do przeprowadzenia i nie wymaga rozbudowanych systemów informatycznych przechowujących historię kredytobiorców, nie zawsze jest obiektywna, gdyż zawiera mało elastyczne stawki tworzenia rezerw;
- **ratingów** nadawanych poszczególnym kredytobiorcom (bankom, przedsiębiorstwom) przez wyspecjalizowane instytucje zewnętrzne, takie jak np. Moody's, S&P czy FitchRatings<sup>61</sup>. Kryterium jest nieelastyczne, gdyż stawki rezerw celowych są na stałe przypisane odpowiednim ratingom. Wadą metody jest też to, że przenosi na bank ryzyko niewłaściwej oceny kredytobiorcy przez agencję ratingową. W praktyce istnieje również obowiązek, aby klienci posiadali rating. Hipotetycznie bank mógłby starannie dobrać kredytobiorców (ograniczając tym samym swoją skalę działalności), tworząc portfel wierzycielności chroniony

<sup>59</sup> Ibidem, s. 199.

<sup>60</sup> Por. R. Kałużny, *Pomiar ryzyka kredytowego...*, op.cit., s. 144.

<sup>61</sup> Ratingi nadawane są jedynie firmom (czasem podmiotom samorządowym) pozyskującym fundusze na zagranicznych rynkach kapitałowych. Większość wierzycielności nie posiada żadnego ratingu nadanego przez zewnętrzną instytucję ratingową. Por. R. Kałużny, *Pomiar ryzyka kredytowego...*, op.cit., s. 136.

zabezpieczeniami osobistymi o najwyższym ratingu i przez to pozbawiony ryzyka. Wymaga to jednakże kosztownego testowania danych historycznych;

- **metody VaR** (wartości narażonej na ryzyko przy określonym poziomie ufności); jest to metoda oparta na historii konkretnego kredytu, przyjmuje założenie normalności rozkładu stóp zwrotu z należności, wymaga stałego testowania wstecznego.

Jak z powyższego wynika, wysokość rezerwy celowej zależy od klasy ekspozycji, tj. od tego czy ekspozycja jest wobec osoby fizycznej (pożyczki i kredyty mieszkaniowe/hipoteczne, kredyty konsumpcyjne – w tym z tytułu kart kredytowych, ratalne, studenckie), czy wobec przedsiębiorstwa. Metodyka obliczania trwałej utraty wartości ekspozycji kredytowych i rezerw z ich tytułu również **zależy od segmentu klienta**. Wszystkie ekspozycje o zbliżonym profilu ryzyka powinny być analizowane przy wykorzystaniu tej samej metodyki i algorytmów. Rodzaj klienta (banki, kraje, zakłady ubezpieczeń, jednostki samorządu terytorialnego, fundusze, klienci korporacyjni, osoby fizyczne) ma znaczenie w przypadku stosowanych (przy ocenie impairmentu) przesłanek wystąpienia utraty wartości czy też wartości odzysków. Na to, czy rezerwa jest **liczona indywidualnie, czy grupowo** dla całego portfela, wpływa kategoria produktu oraz wielkość zaangażowania i liczba transakcji. Indywidualna analiza trwałej utraty wartości może być przeprowadzona np. dla wszystkich ekspozycji kredytowych klientów korporacyjnych czy Private Banking (z pominięciem np. należności z tytułu kart kredytowych), podczas gdy grupowej analizie trwałej utraty wartości podlegają detaliczne ekspozycje kredytowe czy portfel kredytów ratalnych. Ocenie grupowej zostają poddane zidentyfikowane portfele zawierające ekspozycje, w przypadku których w wyniku przeprowadzenia analizy indywidualnej nie zostały zidentyfikowane przesłanki trwałej utraty wartości.

Jak już zaznaczono, w przypadku stosowania **polskiego prawa bilansowego** bank klasyfikuje należności (rysunek 3), wprowadzając je do ksiąg rachunkowych jako<sup>62</sup>:

- **należności normalne** (ang. *standard*) – zaangażowania o normalnym stopniu ryzyka (bank w ewidencji księgowej wykazuje je zgodnie z wartością rzeczywistą, a wynikająca z tego zaangażowania należność będzie spłacona w uzgodnionym na początku terminie),
- **należności pod obserwacją** (ang. *watch list/special mention, loans especially mentioned*),
- **należności poniżej standardu** (ang. *substandard, SS*),

---

<sup>62</sup> W japońskim systemie bankowym kredytobiorcę kwalifikuje się do jednej z pięciu klas: *normalny, pod obserwacją, prawdopodobieństwo bankructwa, teoretycznie bankrut, bankrut*. Por. M.S. Wiatr, *Zarządzanie indywidualnym ryzykiem...*, op.cit., s. 198.

- **należności wątpliwe** (ang. *doubtful, DF*),
- **należności stracone** (ang. *loss/write-off, irrecoverable, nonrecoverable, bad & loss, BL*).

Ekspozycje zakwalifikowane do tej ostatniej grupy powinny być niezwłocznie (całkowicie, ang. *write-off* lub częściowo, ang. *write-down*) spisane bezpośrednio w ciężar utworzonych na nie rezerw. Wartość przedawnionych wierzytelności można spisać bezpośrednio w koszty (operacyjne lub finansowe w zależności od charakteru należności) pod warunkiem, że wcześniej nie utworzono na nie odpisu aktualizującego.

Rysunek 3. Podział kredytów na pracujące i NPL

Kategoria	Klasyfikacja należności
Kredyty pracujące/niezagrożone (ang. <i>performing loans</i> )	Należności normalne
	Należności pod obserwacją
Kredyty niepracujące/zagrożone (ang. <i>non-performing loans, NPL</i> )	Należności poniżej standardu
	Należności wątpliwe
	Należności stracone

} *uncollectible loans*  
(spisania)

Źródło: opracowanie własne.

Często z portfela kredytów, dla którego zidentyfikowano przesłanki utraty wartości, wyodrębnia się **kredyty niepracujące** / kredyty zagrożone / niespłacone / nieobsługiwane / nieregularne / złe. Są to wierzytelności, w przypadku których dłużnicy naruszyli swoje zobowiązania z umów kredytu (NPL), definiowane jako kredyty z opóźnieniem w spłacie odsetek lub kapitału przekraczającym 90 dni od wymaganego terminu zwrotu.

Dokonując klasyfikacji należności na podstawie MSR/MSSF, wyróżnia się kredyty normalne (bez utraty wartości) i należności zagrożone utratą wartości.

**1. Należności normalne (bez utraty wartości)** to aktywa finansowe, o których mowa w §59 MSR 39, wyceniane według zamortyzowanego kosztu, u których nie stwierdzono utraty wartości (nie utworzono odpisu aktualizującego), mimo że wystąpiły przesłanki utraty wartości jako efekt jednego lub kilku zdarzeń. Do tej grupy należą również kredyty podlegające odpisom IBNR na zaistniałe lecz nieujawnione straty. W przypadku banków stosujących PSR należności bez utraty wartości oznaczają ekspozycje kredytowe zakwalifikowane do kategorii normalne i pod obserwacją<sup>63</sup>.

<sup>63</sup> Por. E. Popowska, W. Wąsowski, *Rachunkowość bankowa...*, op.cit., s. 183.

Do grupy tej należą **kredyty i pożyczki nieprzeterminowane (niezaległe, ang. *non delinquent*)**, w przypadku których nie nastąpiła utrata wartości. Dla kredytów i pożyczek nieprzeterminowanych (dla których nie zanotowano żadnych opóźnień w spłacie i nie wystąpiły inne przesłanki utraty wartości) nie rozpoznaje się utraty wartości. Do tej kategorii klasyfikuje się należności klientów o dobrej sytuacji ekonomiczno-finansowej (dobrym zabezpieczeniu ekonomicznym) i regularnych spłatach, dla których nie wystąpiły przesłanki utraty wartości, a odpisy zostały utworzone na poniesione, lecz niezidentyfikowane straty (IBNR).

Do grupy tej należą również **kredyty i pożyczki zaległe (ang. *in arrears*) / przeterminowane (ang. *past due*)**, w przypadku których nie nastąpiła utrata wartości (ang. *Arrear Portfolio [Pre-Legal]*). Przez zaangażowanie przeterminowane rozumie się tu sumę zaangażowań wobec klienta, dla którego przynajmniej jedna z należności banku jest przeterminowana o jeden lub więcej dni. Dla kredytów i pożyczek przeterminowanych krócej niż 90 dni nie rozpoznaje się utraty wartości, chyba że inne dostępne informacje świadczą o jej wystąpieniu. Przykładowo – w niektórych bankach do kategorii należności przeterminowanych zalicza się opóźnienia w spłatach większe niż 8 dni (np. kategoria *przeterminowane 8–30 dni*), a w przypadku innych – już powyżej jednego dnia (np. kategoria *przeterminowane 1–30 dni*). Zwykle przyjmuje się, że zobowiązanie staje się przeterminowane, jeżeli opóźnienie w spłatach odsetek bądź głównych kwot zadłużenia jest większe niż jeden dzień<sup>64</sup>. W praktyce pierwsze 5–7 dni opóźnienia płatniczego uważa się za opóźnienia techniczne, niewynikające ze złej woli dłużnika, związane np. z wydłużoną realizacją przelewu bankowego, opóźnieniami we wpływie środków od odbiorców czy wypadkami losowymi<sup>65</sup>.

**2. Należności zagrożone utratą wartości (ang. *at risk of impairment*) to należności z utratą wartości, kredyty i pożyczki, w przypadku których wykazano indywidualnie utratę wartości.** Do tej kategorii klasyfikuje się aktywa finansowe wyceniane według zamortyzowanego kosztu, w przypadku których występują obiektywne przesłanki (dowody) poniesienia straty z tytułu utraty wartości. W przypadku banków stosujących PSR należności z utratą wartości oznaczają ekspozycje kredytowe zakwalifikowane do grupy zagrożonych<sup>66</sup>. Do grupy indywidualnych należności kredytowych bank

<sup>64</sup> Za pożyczki przeterminowane dla osób prywatnych (np. mieszkaniowe kredyty hipoteczne, pożyczki samochodowe i inne kredyty konsumenckie) ING uważa pożyczki, w których spłata sumy głównej bądź odsetek spóźnia się więcej niż o jeden dzień, a kwota zaległości jest większa niż 200 zł. Por. ING Bank Śląski S.A., *Informacje o charakterze jakościowym i ilościowym dotyczące adekwatności kapitałowej Grupy ING Banku Śląskiego S.A. za 2009 rok*.

<sup>65</sup> Por. *ibidem*.

<sup>66</sup> Por. E. Popowska, W. Wąsowski, *Rachunkowość bankowa...*, op.cit., s. 184 oraz *Raport o sytuacji banków w 2010 r.*, UKNF, Warszawa 2011, [http://www.knf.gov.pl/Images/Banki\\_2010\\_tcm75-26414.pdf](http://www.knf.gov.pl/Images/Banki_2010_tcm75-26414.pdf), dostęp 31.07.2014.



kwalfikuje należności kredytowe (co do których stwierdzono obiektywne dowody utraty wartości, o których mowa w MSR 39) wobec kredytobiorców, w stosunku do których zaangażowanie banku jest równe lub przekracza wartość 3000 zł – w przypadku ekspozycji wobec przedsiębiorców albo 500 zł – w przypadku ekspozycji detalicznych.

W tabeli 4 pokazano przykład struktury jakościowej portfela kredytowego (na podstawie raportu PKO BP), w skład którego wchodzi należności ze zidentyfikowaną utratą wartości, kredyty i pożyczki bez zidentyfikowanej utraty wartości oraz kredyty z tytułu leasingu finansowego wraz z odpisami aktualizującymi z tytułu utraty wartości tych należności.

**Tabela 4. Struktura jakościowa portfela kredytowego banku – kredyty i pożyczki udzielone klientom**

<b>Kredyty i pożyczki netto razem</b> ang. <i>Loans and advances – net</i>
<b>Kredyty i pożyczki brutto razem</b> ang. <i>Loans and advances – Gross</i>
<b>Kredyty i pożyczki ze zidentyfikowaną utratą wartości</b> ang. <i>Impaired loans and advances</i>
<b>Kredyty i pożyczki bez utraty wartości brutto</b> ang. <i>Non-impaired loans and advances</i>
<b>Kredyty z tytułu leasingu finansowego</b> ang. <i>finance lease receivables</i>
<b>Odpisy z tytułu utraty wartości kredytów i pożyczek razem</b> ang. <i>Total impairment allowances</i>
<b>Odpisy na zidentyfikowaną utratę wartości</b> ang. <i>Impairment allowances for identified loss</i> ( <i>Allowance for impairment on exposure with Portfolio / Individual Impairment</i> )
<b>Odpisy na poniesioną, ale niezidentyfikowaną utratę wartości (IBNR)</b> ang. <i>Allowance for incurred but not reported loss (IBNR)</i> ( <i>Allowance for impairment on exposure with Collective Impairment</i> )
<b>Odpisy na utratę wartości należności z tytułu leasingu finansowego</b> ang. <i>Allowance for impairment on finance lease receivables</i>

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu PKO BP S. A. za 31.12.2008 r., <http://www.pkobp.pl>.

Dla każdego portfela MSR wyróżnia się:

- 1) portfel należności niedotkniętych utratą wartości (*IBNR*) / bez rozpoznanej utraty wartości:
  - kredyty i pożyczki udzielone klientom niepodlegające *forbearance*
    - nieprzeterminowane,
    - przeterminowane,

- kredyty i pożyczki udzielone klientom podlegające *forbearance* (ekspozycje *forborne*)
  - nieprzeterminowane,
  - przeterminowane;
- 2) portfel należności dotkniętych utratą wartości (ang. *impaired portfolio*<sup>67</sup>, *default portfolio*<sup>68</sup>)
  - kredyty i pożyczki udzielone klientom niepodlegającym *forbearance*,
  - kredyty i pożyczki udzielone klientom podlegającym *forbearance* (ekspozycje *forborne*).

Ekspozycje *forborne* definiuje się jako ekspozycje, które podlegały procesom renegotjacji warunków umowy (ang. *forbearance*). Znaczy to, że miały miejsce ustępstwa w stosunku do tych dłużników, którzy ze względów ekonomicznych lub prawnych mają albo mogą mieć trudności finansowe, a udogodnienia te w innym przypadku nie zostałyby udzielone. Ekspozycje te są prezentowane jako ekspozycje bez rozpoznanej utraty wartości albo ekspozycje z rozpoznaną utratą wartości (wszystkie ekspozycje w restrukturyzacji, które są już klasyfikowane jako należności z rozpoznaną utratą wartości)<sup>69</sup>.

W ING Bank Śląski wyróżnia się także **portfel należności, odnośnie do których bank nie spodziewa się dalszych odzysków** (ang. *impaired – non risk* zwany także „*portfelem B*”) – od momentu wystąpienia przesłanek utraty wartości upłynęły 24 miesiące (dla portfeli kredytów konsumpcyjnych) lub 36 miesięcy (dla portfeli kredytów mieszkaniowych). Brak też przesłanek, aby w przewidywalnej przyszłości dłużnik posiadał dochody czy aktywa wystarczające do spłaty zaległości, z których bank mógłby odzyskać swoje należności; dłużnik jest poddany procesowi upadłościowemu i istnieją uzasadnione przesłanki, że w ramach tego procesu bank nie odzyska żadnych lub odzyska nieistotne kwoty<sup>70</sup>.

Banki stosujące PSR do wyniku zaliczają wyłącznie odsetki (zapadłe i niezapadłe) od należności w kategorii normalnej (prawidłowej) i pod obserwacją. Na kontach przychodów zastrzeżonych księgowane są naliczone odsetki od kredytów zagrożonych. **Odsetki od należności zagrożonych (odsetki zastrzeżone)** z przyczyn ostrożnościowych zaliczane są do wyniku finansowego z chwilą zapłaty.

<sup>67</sup> Portfel z zaraportowaną utratą wartości.

<sup>68</sup> Portfel należności klientów, którzy utracili zdolność wywiązywania się ze swoich zobowiązań umownych wobec banku.

<sup>69</sup> Por. Pekao S.A., *Jednostkowe Sprawozdanie Finansowe Banku Pekao S.A. za rok zakończony dnia 31 grudnia 2013.*

<sup>70</sup> Por. ING Bank Śląski S.A., *Roczne Sprawozdanie Finansowe ING Banku Śląskiego S.A. za 2010 rok.*

Banki stosujące MSR zaliczają do wyniku banku tylko odsetki od przewidywanych kwot spłaty kapitału zdyskontowanego według ESP<sup>71</sup>. „Odsetki zaliczane do wyniku to odsetki wyliczone wg efektywnej stopy procentowej od podstawy (kapitału) lub kapitału pomniejszonego o utratę wartości”<sup>72</sup>. Gdy dłużnik zalega z płatnościami kapitału lub odsetek co najmniej 90 dni, a kapitał i odsetki nie mają odpowiedniego pokrycia w postaci przyjętych zabezpieczeń, należy skorygować naliczone wcześniej i niespłacone (niezrealizowane) dotychczas należne odsetki, korygując (pomniejszając) odpowiednie pozycje bilansu i rachunku zysków i strat<sup>73</sup>. W miejsce przychodu z tytułu odsetek nominalnych skorygowanych o ESP (ang. *interest accrued on impaired loans & advances*) bank powinien rozpoznawać przychody z tytułu odsetek impairmentowych (ang. *unwinding of discount, unwinding interest, impairment interest*). Odsetki te są **odwróceniem dyskonta** rozpoznanego przy tworzeniu rezerwy (wycenie utraty wartości) dla danej ekspozycji, prowadzącego (przy użyciu stopy ESP<sup>74</sup> pierwotnej lub bieżącej) przyszłe przepływy pieniężne z odzysków do wartości bieżącej należności. Innymi słowy: po ujęciu straty z tytułu utraty wartości kredytów i pożyczek przychody odsetkowe od tych należności ujmuje się w wartości ustalonej na podstawie stopy procentowej, która była wykorzystana do dyskontowania przyszłych przepływów pieniężnych przy wycenie strat z tytułu utraty wartości pożyczek. Przychody te wynikają ze wzrostu wartości zdyskontowanej przepływów pieniężnych z odzysków na skutek upływu czasu. W tym celu bank kalkuluje korektę odsetek impairmentowych (ang. *impairment interest adjustment*) pomniejszającą odpis z tytułu utraty wartości. Według MSR naliczone odsetki dotyczące należności nieregularnych są traktowane jako **rezerwa na odsetki pomniejszająca aktywa i obciążająca wynik z tytułu rezerw**<sup>75</sup>. W świetle MSSF wysokość oszacowanej rezerwy z tytułu utraty wartości kredytów odzwierciedla prawdopodobieństwo odzyskania kapitału i odsetek.

Skomplikowany i różnicowany system rejestracji zdarzeń niewykonania zobowiązania, a także różnicowany system szacowania wysokości rezerw na straty kredytowe mają też, poprzez generowane z tego tytułu koszty, istotny wpływ na wynik finansowy banku. Zgodnie z obowiązującym w Polsce ustawodawstwem podatkowym (przepisy ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych) banki

<sup>71</sup> Por. E. Popowska, W. Wąsowski, *Rachunkowość bankowa...*, op.cit., s. 106–107.

<sup>72</sup> Por. ibidem, s. 107, 361–362.

<sup>73</sup> Por. T. Orzeszko, *Bankowe rezerwy na straty kredytowe – praktyka światowa*, CeDeWu.pl, Platinium, Warszawa 2011, s. 202.

<sup>74</sup> Dotyczy pkt. 93 zał. A do MSR 39.

<sup>75</sup> Przychody naliczone z tytułu odsetek od należności zagrożonych rozpoznawane są w wyniku odsetkowym.

mogą zapisać w ciężar kosztów uzyskania przychodów (KUP) utworzone rezerwy celowe na kredyty stracone<sup>76</sup> (rezerwy celowe tworzone w wysokości 100% podstawy) oraz jedynie połowę wymaganych rezerw celowych na należności wątpliwe (rezerwy celowe tworzone w wysokości 50% podstawy po uwzględnieniu zabezpieczeń)<sup>77</sup>. Podstawa do ustalenia rezerwy będącej kosztem podatkowym nie wystąpi, gdy wartość zabezpieczeń będzie większa lub równa wysokości należności wymagalnych. Za koszt podatkowy uznaje się rezerwę, jeżeli opóźnienie w spłacie kapitału kredytu (pożyczki) lub odsetek przekracza 6 miesięcy, a wymagalne i nieściągalne kredyty zostały w sposób należyty uprawdopodobnione<sup>78</sup>, np. na podstawie postanowienia komornika o nieściągalności (umorzenie egzekucji).

W przypadku banków sporządzających sprawozdanie finansowe zgodnie z MSR do kosztu uzyskania przychodu zalicza się<sup>79</sup> utworzone przez bank rezerwy na poniesione nieudokumentowane ryzyko kredytowe (rezerwa na IBNR) maksymalnie do wysokości rezerwy na ryzyko ogólne (RRO), która zostałaby utworzona zgodnie z art. 130 Ustawy Prawo bankowe<sup>80</sup>. Do kosztu podatkowego zaliczyć można również odpisy aktualizujące z tytułu utraty wartości kredytów, pożyczek, gwarancji czy poręczeń spłaty kredytów i pożyczek na zasadach określonych w Ustawie o podatku dochodowym od osób prawnych.

W praktyce banki, aby zaliczyć wartość odpisu aktualizującego do KUP, muszą porównywać wartość odpisu, która wynika z ksiąg rachunkowych, z wartością wirtualnej (hipotetycznej) rezerwy celowej (taka rezerwa celowa nie jest tworzona w rzeczywistości). Do KUP banki zaliczają mniejszą z kwot: odpisu MSR, rezerwy PSR z uwzględnieniem wartości zabezpieczeń oraz limitu wysokości odpisu, podlegającego zaliczaniu do KUP: 25% wątpliwych kredytów (pożyczek) oraz 100% straconych kredytów (pożyczek) z uprawdopodobnieniem nieściągalności. Nadwyżka odpisu MSR nad wartość rezerwy PSR nie stanowi kosztu podatkowego. Gdy odpisy aktualizujące są niższe od rezerw celowych, banki rozpoznają mniejszy koszt podatkowy (wyższe zobowiązania podatkowe) niż przy stosowaniu PSR. Dla

---

<sup>76</sup> Od 1 stycznia 2001 r. w art. 16 ust. 1 pkt. 26 lit. b) i c) oraz art. 16 ust. 1 pkt 25 lit. b) zastąpiono wyraz *straconych* wyrazami wymagalnych a nieściągalnych.

<sup>77</sup> Por. Ustawa z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych art. 16 ust. 1 pkt. 26 (Dz.U. z 2003 r. nr 45, poz. 391 z późn. zm.) oraz *Raport o stabilności systemu finansowego czerwiec 2001 – grudzień 2002*, red. J. Osiński, A. Sławiński, P. Wyczański, NBP, Warszawa 2003.

<sup>78</sup> Ciężar uprawdopodobnienia spoczywa tu na podatniku.

<sup>79</sup> Zgodnie z zasadami, które dotyczą zaliczenia do kosztów uzyskania przychodów rezerwy na ryzyko ogólne. Por. art. 38c Ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych z 15 lutego 1992 r.

<sup>80</sup> Por. [http://podatki.gazetaprawna.pl/artykuly/33354\\_ban\\_moze\\_zaliczyc\\_rezerwe\\_do\\_kosztow.html](http://podatki.gazetaprawna.pl/artykuly/33354_ban_moze_zaliczyc_rezerwe_do_kosztow.html) z 1 września 2008 r., dostęp: 17.08.2014 oraz Ustawa z 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych, art. 38c ust. 1.

należności straconych rezerwa PSR (tworzona na 100% należności pomniejszonej o zabezpieczenia) przekracza zwykle 25% wartości należności, co nie ogranicza możliwości rozpoznania kosztu podatkowego w przypadku odpisów.

## 4. Podsumowanie

Celem artykułu było dokonanie ogólnej prezentacji metod antycypacji przyszłych strat kredytowych, zwłaszcza w zakresie kształtowania poziomu rezerw na ryzyko kredytowe przez banki komercyjne (zgodnie z Polskimi i Międzynarodowymi Standardami Rachunkowości) i przedstawienie czynników, które mają wpływ na poziom rezerw.

Wyższy wolumen kredytów zagrożonych prowadzi do pogorszenia jakości portfela kredytowego, a tym samym do wzrostu kosztów ryzyka. Jeśli pogarsza się ogólna sytuacja w gospodarce, to bank tworzy coraz większe rezerwy, które obciążają wynik na działalności bankowej. Wraz ze wzrostem udziału należności zagrożonych (NPL) w należnościach (aktywach) ogółem zmniejsza się udział należności, które przynoszą bankowi dochód, a bank zmuszony jest tworzyć coraz większe rezerwy/odpisy, ponosząc koszty odzyskania takich zagrożonych należności. W przypadku ożywienia i poprawy warunków makroekonomicznych zmniejsza się udział należności zagrożonych w aktywach ogółem. Zmniejszenie obciążenia wyniku finansowego z tytułu różnicy wartości rezerw (utworzonych i rozwiązanych) i aktualizacji wartości wyniku z lepszego pokrycia zagrożonych należności poprzez utworzone rezerwy i ustanowione zabezpieczenia. Wraz ze zwiększeniem udziału należności zagrożonych w należnościach ogółem zwiększają się koszty banku (konieczność tworzenia odpisów), co obniża wynik finansowy. Ponieważ odpisy aktualizacyjne mają bezpośredni wpływ na wynik finansowy netto banku, to banki starają się ograniczyć wolumen należności zagrożonych. Poprawa jakości portfela kredytowego banku może być jednak także skutkiem przyrostu kredytów, związanego np. z procesem **łagodzenia polityki kredytowej** (na który istotny wpływ ma presja konkurencji) albo przewidywaną ogólną sytuacją gospodarczą bądź sytuacją na rynku mieszkaniowym, bądź wynikiem „czyszczenia” bilansów z kredytów straconych, a nie wynikać z **wdrożenia lepszego systemu do zarządzania ryzykiem**.

Rezerwy na straty kredytowe, zwane też rezerwami na ryzyko kredytowe, są złożoną, niejednorodną i kontrowersyjną kategorią ekonomiczną, której wartość, poziom i struktura jest determinowana przez wiele różnych czynników oraz stanowi efekt „świadomego i celowego działania zabezpieczającego przed nega-

tywnymi skutkami ryzyka ekonomicznego” związanego z działalnością gospodarczą<sup>81</sup>. Są one pewnego rodzaju „hamulcem bezpieczeństwa”, ograniczającym rozmiary akcji kredytowej i zapewniającym jednostce kontynuację działania. Jest to również element strategii bezpiecznego przetrwania i narzędzie kreowania stabilnego rozwoju. Rezerwy wpływają na realność ustalonego wyniku finansowego (są poważnym obciążeniem wyniku działalności banku), wysokość płaconych przez jednostkę podatków<sup>82</sup> oraz na rzeczywistą i możliwą do realizacji wartość portfela kredytowego, określoną w sposób możliwie najdokładniejszy<sup>83</sup>. Finansują one też negatywne skutki ryzyka kredytowego i odzwierciedlają potencjalną stratę, którą bank może ponieść.

Na poziom tworzonych, wykorzystywanych i rozwiązywanych rezerw na straty kredytowe (w sposób bezpośredni czy pośredni) wpływa wiele rozmaitych czynników o charakterze zarówno **mikro-** (np. sposób zarządzania bankiem, strategia grupy kapitałowej, do której należy bank, ryzyko kredytowe, cele i motywacje właścicieli banków oraz ich zarządów, realizowana polityka rachunkowości czy kondycja finansowa kredytobiorców), jak i **makroekonomicznym**, na które banki nie mają dużego, bezpośredniego i natychmiastowego wpływu (np. poziom konkurencji na rynku finansowym, poziom rozwoju systemu finansowego, koniunktura gospodarki).

Ponieważ bank musi tworzyć rezerwy obowiązkowe na należności zagrożone utratą wartości, które pomniejszają wynik finansowy banku, to **uwzględnienie zabezpieczeń** pozwala zmniejszyć wartości tworzonych rezerw, ograniczyć skalę ryzyka kredytowego (poprzez transformację ryzyka kredytowego w ryzyko aktywów)<sup>84</sup> bądź zabsorbować ryzyko transakcji kredytowej (zmniejszyć ewentualne straty). Ustanowienie zabezpieczenia nie zapewnia jednak bankowi pełnego bezpieczeństwa. Jego wartość może się zmieniać w czasie, a w momencie windykacji część zabezpieczeń może okazać się iluzoryczna<sup>85</sup>. W praktyce dużym problemem jest oszacowanie przyszłej wartości nieruchomości będącej zabezpieczeniem kredytu, stopnia jej płynności i egzekwowalności.

<sup>81</sup> Por. T. Orzeszko, *Rezerwy na straty kredytowe w bankach...*, op.cit., s. 11–12, 45.

<sup>82</sup> Por. M. Gmytrasiewicz, A. Karmańska, I. Olchowicz, *Rachunkowość finansowa*, cz. 1, Difin, Warszawa 1999, s. 414.

<sup>83</sup> Por. J. Wójcik, *Rezerwy w bankach...*, op.cit., s. 55.

<sup>84</sup> Gdy efektywność zabezpieczenia jest niższa niż pierwotnie zakładano, powstaje ryzyko rezydualne rozumiane jako ryzyko poniesienia strat związanych z mniejszą skutecznością przyjętych zabezpieczeń w wyniku np. spadku cen rynkowych nieruchomości. Ocena wartości zabezpieczenia obarczona jest również ryzykiem, gdyż wartość ta może zmieniać się wraz z upływem czasu.

<sup>85</sup> Por. W. Żółtkowski, *Zarządzanie ryzykiem...*, op.cit., s. 75–77, 108.

Poziom i struktura utrzymywanych w poszczególnych okresach sprawozdawczych rezerw oraz ich zmiany w czasie determinowane są<sup>86</sup>:

- wewnętrzną strategią banku,
- różnymi pobudkami kształtującymi skłonność i preferencje (nastawienia) menedżerów do ich tworzenia, wynikającymi np. z oczekiwań akcjonariuszy czy strategii finansowej banku,
- metodą oceny ryzyka kredytowego,
- wszelkimi standardami, powszechnie akceptowalnymi zasadami, wytycznymi, opiniami i rekomendacjami, instrukcjami, opracowaniami, interpretacjami, publikacjami, zewnętrznymi i wewnętrznymi regułami, przepisami oraz dobrymi praktykami z zakresu prawa bilansowego, bankowości, podatków i innych dyscyplin.

Wśród ogólnych rezerw na straty kredytowe, stanowiących przedmiot regulacji prawnych, można wymienić: **rezerwy celowe** oraz **odpisy aktualizujące na utratę wartości** (uwzględniające stopień prawdopodobieństwa zapłaty). Banki sporządzające sprawozdania finansowe wg MSR nie mogą tworzyć rezerwy na ryzyko ogólne ani rezerw celowych, w tym na należności normalne. Zamiast tego banki te dokonują obligatoryjnych odpisów z **tytułu utraty wartości** aktualizujących wartość aktywów finansowych, skutkujących obniżką wartości bilansowej grupy aktywów finansowych. Odpisy aktualizujące z tytułu utraty wartości są rezerwami korygującymi wartość aktywów, które stanowią podstawę ich tworzenia i są przejawem zasady ostrożności przy ustalaniu wyniku finansowego netto (nakazującej zachować rozwagę, konserwatyzm). Ich istotą jest wykazanie aktywa w wartości realnej, tzn. wartości możliwej do odzyskania. Są to inaczej odpisy równoważące skutki ryzyka związanego z działalnością banków aktualizujące (urealnijające) wartości należności kredytowych<sup>87</sup> statystycznie do kwoty przewidywanych wpływów. Uprzedzają w ten sposób prawdopodobny ubytek kapitału bądź utratę wiarytelności (rzeczywiste straty)<sup>88</sup>. Rezerwy powinny pokrywać wyłącznie straty kredytowe, które powstały na skutek bieżących zdarzeń, tzn. zdarzeń, które wydarzyły się w danym okresie sprawozdawczym.

Przyjęta przez bank metodyka obliczania odpisów aktualizujących wpływa na wartość wiarytelności netto, wykazywaną w sprawozdaniu finansowym. Zmiana wartości należności kredytowej (wynika z wyceny bilansowej) wpływa na wynik

<sup>86</sup> Por. T. Orzeszko, *Rezerwy na straty kredytowe w bankach...*, op.cit., s. 145–148.

<sup>87</sup> Aktywa podatne na trwałą utratę wartości wskutek nieotrzymania wiarytelności.

<sup>88</sup> Por. I. Emerling, *Działalność kredytowa...*, op.cit., s. 140.

finansowy, a tym samym na wartość bilansową aktywów<sup>89</sup>. Różnica w wysokości rezerw wg MSR i PSR wynika z odmiennych zasad tworzenia odpisów i rezerw celowych, odmiennych zasad uznawania zabezpieczeń oraz różnych stawek rezerw w poszczególnych przedziałach przeterminowania i subportfelach. Niewątpliwą wadą tworzenia rezerw zgodnie z PSR jest nieuwzględnianie w bezpośredni sposób wartości pieniądza w czasie i to, że podstawą tworzenia rezerwy celowej jest tylko kapitał bez uwzględnienia wartości odsetek i prowizji. Surowsza klasyfikacja wg MSR powoduje natomiast, że np. odsetki zawieszane (odsetki odnoszące się do kredytów z utratą wartości) są teraz klasyfikowane jako część kredytów z utratą wartości brutto.

RMF z 16 grudnia 2008 r. ma charakter bardziej szczegółowy. Wprowadzone kryterium terminowości spłaty kapitału jest proste, w dużej mierze jednoznaczne i jednocześnie uniwersalne, nie wymaga przy tym szerokiego zakresu informacji niezbędnego do oceny ryzyka kredytowego. Rozporządzenie to precyzyjnie określa podstawę tworzenia rezerwy celowej, sposoby jej pomniejszenia o zabezpieczenia oraz wysokość rezerwy (wskaźniki procentowe). Uwzględnia się przy tym ograniczenie wartości przyjętego zabezpieczenia do 50% jego wartości wynikającej z operatu szacunkowego oraz konieczność jego wykluczenia po upływie określonego czasu. Natomiast MSR 39 zawiera jedynie ogólne wytyczne dotyczące sposobu aktualizacji wartości należności kredytowych, która nie może przekraczać wartości odzyskiwanej i nie odwołuje się wprost do rodzaju i wysokości zabezpieczeń. W przypadku MSR banki same wyceniają wartość odzyskiwaną z danego aktywa. Ponieważ dla ekspozycji straconych, w przypadku których opóźnienie przekracza 36 miesięcy, podstawa obliczenia rezerwy celowej nie jest pomniejszana o zabezpieczenia (limit pomniejszenia ekspozycji kredytowej = 0%), rezerwa celowa jest zazwyczaj wyższa od oszacowanego odpisu wg MSR, który uwzględnia tutaj jeszcze przewidywane przyszłe przepływy pieniężne, będące odzyskami z dłużnika (np. spłata zobowiązania z zajęcia wynagrodzenia dłużnika za pracę) lub odzyskami z zabezpieczeń. Przepływy te wynikają z analizy danych historycznych i modelowania statystycznego. Dodatkowo rezerwę wg MSR w bankach, które wprowadziły zmiany dotyczące rozpoznawania przychodów odsetkowych od nieregularnych kredytów ze względu na zasady rachunkowości obowiązujące banki w Polsce od 2004 r., pomniejsza jeszcze korekta wartości bilansowej ekspozycji dotyczącej naliczonych odsetek po wystąpieniu zdarzenia *default* (tzw. korekta odsetek impairmentowych).

Różnica wynika również z odmiennych progów istotności. W PSR próg ten przyjęto na poziomie 200 zł, odniesionej do kwoty opóźnionej w spłacie należnej raty kapitałowej lub odsetkowej, a w MSR – na poziomie 500 zł (ekspozycje detaliczne)

---

<sup>89</sup> Ibidem, s. 145.



i 3000 zł (ekspozycje korporacyjne). Skutkuje to potencjalnie wyższym poziomem rezerw celowych w stosunku do odpisów aktualizujących tworzonych zgodnie z MSR.

Dodatkowo w przypadku rezerw tworzonych zgodnie z RMF nie jest możliwe zarażanie ekspozycji zarówno między portfelami NML i ML, jak i między ekspozycjami kredytowymi udzielonymi osobom fizycznym prowadzącym działalność gospodarczą a ekspozycjami kredytowymi udzielonymi na cele prywatne.

Modele poniesionych strat kredytowych, wykorzystujące ideę zdyskontowanych przepływów pieniężnych do wyceny wartości ekonomicznej ekspozycji kredytowych, zwane są modelami DCF. Praktyka pokazuje, że modele te umożliwiają precyzyjniejsze oszacowanie wartości ekspozycji kredytowych niż modele (należące do modeli tradycyjnych) oparte na wskaźnikach rezerw zróżnicowanych w zależności od długości okresu przeterminowania ekspozycji kredytowych lub od jakości ekspozycji kredytowych. Wadą tych modeli jest jednak niewątpliwie ich duża złożoność i spora pracochłonność (kosztochłonność).

Reasumując: zasady funkcjonowania rezerw na straty kredytowe w bankach mają zasadniczo charakter ogólny i pozostawiają spory zakres swobody w zakresie ustalania poziomu rezerw adekwatnego do ryzyka, zapewniającego pełne pokrycie oszacowanych strat kredytowych. Rozwiązania stosowane w poszczególnych bankach w zakresie ustalania wartości rezerw na straty kredytowe mogą różnić się między sobą, niemniej podlegają kontroli i weryfikacji przez organy nadzorcze. Proces ustalania rezerw na straty kredytowe musi być dobrze udokumentowany i w miarę potrzeby aktualizowany. Powinien on być również oparty na odpowiednich analizach uzasadniających poziom tych rezerw. Wycena odpisów powinna być poparta wiedzą i doświadczeniem. Wewnętrzna polityka w zakresie funkcjonowania tych rezerw powinna być dopasowana do zakresu i charakteru prowadzonej przez bank działalności, zgodna z wytycznymi nadzoru bankowego i zasadami rachunkowości.

Ponieważ różne metody szacowania ryzyka kredytowego mogą prowadzić do wyznaczenia różnego poziomu odpisów aktualizujących, niezbędnych do pokrycia ryzyka kredytowego (a tym samym do różnych ocen działalności banku), niezmiernie istotna jest rzetelna weryfikacja sposobu, w jaki każda z metod odzwierciedla poziom empirycznej niewypłacalności dłużników (i strat) na danych historycznych. Należy pamiętać, że na poziom potrzebnych rezerw wpływają również motywacje zarządzających bankiem, które mogą zmieniać się w czasie i oddziaływać z różnym natężeniem w różnych okresach.

Nawet najbardziej doświadczony zarząd banku nie jest w stanie dokładnie przewidzieć przyszłości. Proces wyznaczania adekwatnego (rozsądnego, ostrożnego ale nie nadmiernego) poziomu rezerw na straty kredytowe wymaga wyczucia, rozsądku oraz wysokich umiejętności co do rzetelnej oceny sytuacji dłużnika i kompleksowej

analizy portfela kredytowego. Nie ma jednego najlepszego sposobu zmierzenia ryzyka kredytowego. Do oszacowania strat banki mogą używać różnorodnych modeli matematycznych lub statystycznych przy uwzględnieniu wszystkich znanych i istotnych czynników wewnętrznych, informacji ekonomicznych, politycznych, geograficznych oraz czynników środowiskowych (sektor, branża), dostępnych na dzień bilansowy i mających wpływ na wycenę rezerw. Zastosowanie różnych metodyk szacowania wysokości rezerw na straty kredytowe niewątpliwie ma wpływ na sytuację finansową banku i może powodować również dodatkowe reperkusje dotyczące zmiany w strukturze bilansu oraz rachunku zysków i strat. Bardziej zaawansowane metody mogą wymagać większych nakładów czasu i środków na implementację, wdrożenie i nadzór.

## Bibliografia

### Akty normatywne

1. Ustawa o podatku dochodowym od osób prawnych z dnia 15.02.1992 r., Dz.U. z 2003 r. nr 45, poz. 391 z późn. zm.
2. Ustawa o rachunkowości z dnia 29 września 1994 r., Dz.U. z 2002 r. nr 76, poz. 694 z późn. zm.
3. Ustawa Prawo bankowe z dnia 29 sierpnia 1997 r., Dz.U. z 2002 r. nr 72, poz. 655, z późn. zm.
4. Rozporządzenie nr 1606/2002/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 19 lipca 2002 r. w sprawie stosowania Międzynarodowych Standardów Rachunkowości (Dz.Urz. L 243, 11.09.2002).
5. Rozporządzenie Ministra Finansów z 10 grudnia 2003 r. w sprawie zasad tworzenia rezerw na ryzyko związane z działalnością banków, Dz.U. z 2003 r. nr 218, poz. 2147 z późniejszymi zmianami z dnia 16 grudnia 2008 r. (Dz.U. nr 235, poz. 1589).
6. Rozporządzenie Komisji (WE) nr 2086/2004 z dnia 19 listopada 2004 r. zmieniające rozporządzenie (WE) nr 1725/2003 w sprawie przyjęcia niektórych międzynarodowych standardów rachunkowości zgodnie z rozporządzeniem (WE) nr 1606/2002 Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do dodania MSR nr 39.

### Książki

1. Capiga M., *Działalność kredytowa monetarnych instytucji finansowych*, Difin, Warszawa 2006.
2. Emerling I., *Działalność kredytowa banku komercyjnego*, Wydawnictwo Marina, Wrocław 2008.

3. Gmytrasiewicz M., Karmańska A., Olchowicz I., *Rachunkowość finansowa*, cz. 1, Difin, Warszawa 1999.
4. Jajuga K., *Zarządzanie ryzykiem*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
5. Kałużny R., *Pomiar ryzyka kredytowego banku. Aspekty finansowe i rachunkowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2009.
6. Orzeszko T., *Bankowe rezerwy na straty kredytowe – praktyka światowa*, CeDeWu.pl, Platinum, Warszawa 2011.
7. Orzeszko T., *Ogólne rezerwy na straty kredytowe w bankach w świetle prawa bankowego, bilansowego i podatkowego*, „Finanse i rachunkowość – teoria i praktyka”, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu Nr 1186, Wrocław 2007.
8. Orzeszko T., *Rezerwy na straty kredytowe w bankach – istota i zasady funkcjonowania*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2013.
9. Popowska E., Wąsowski W., *Rachunkowość bankowa po zmianach*, Difin, Warszawa 2008.
10. *Ryzyko w rachunkowości*, red. A. Karmańska, Difin, Warszawa 2008.
11. Wiatr M.S., *Zarządzanie indywidualnym ryzykiem kredytowym. Elementy systemu*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2008.
12. Wójcik J., *Rezerwy w bankach. Teoria i praktyka*, C.H. Beck, Warszawa 2007.
13. Żółtkowski W., *Zarządzanie ryzykiem bankowym w praktyce w kontekście Nowej Umowy Kapitałowej (BASEL II)*, CeDeWu.PL, Warszawa 2009.

### Artykuły i opracowania

1. Generalny Inspektor Nadzoru Bankowego, Kwaśnik W., *Pismo Nr NB/BPN II/022–18/04 z dnia 24.3.2004 r. w sprawie zasad tworzenia rezerw na ryzyko związane z działalnością banków*, Prawo Bankowe, czerwiec 2004.
2. *Impairment Provisioning and Disclosure Guidelines*, The Central Bank of Ireland, December 2011 ([www.centralbank.ie](http://www.centralbank.ie)).
3. Komisja Nadzoru Finansowego, *Rekomendacja R dotycząca zasad identyfikacji bilansowych ekspozycji kredytowych, które utraciły wartość, wyznaczania odpisów aktualizujących z tytułu utraty wartości bilansowych ekspozycji kredytowych oraz rezerw na pozabilansowe ekspozycje kredytowe*, [www.knf.gov.pl](http://www.knf.gov.pl).
4. Komisja Nadzoru Finansowego, *Rekomendacja T dotycząca dobrych praktyk w zakresie zarządzania ryzykiem detalicznych ekspozycji kredytowych*, [www.knf.gov.pl](http://www.knf.gov.pl).
5. *Pismo Generalnego Inspektora Nadzoru Bankowego w sprawie zasad tworzenia rezerw na ryzyko związane z działalnością banków*, Generalny Inspektor Nadzoru Bankowego, Warszawa 2004.03.24, [kibr.org.pl](http://kibr.org.pl).
6. *Raport o stabilności systemu finansowego czerwiec 2001–grudzień 2002*, red. J. Osinowski, A. Sławiński, P. Wyczański, NBP, Warszawa 2003.

7. *Memorandum Informacyjne ING Bank Śląski S.A.* (<http://img.interia.pl/biznes/nimg/eko640956.pdf>).

### **Sprawozdania finansowe i raporty**

1. Bank Ochrony Środowiska S.A., *Informacja dotycząca adekwatności kapitałowej Grupy Kapitałowej Banku Ochrony Środowiska S.A. na 31 grudnia 2010*, Warszawa, 14 czerwca 2011.
2. *Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems*, BCBS, BIS, Basel, December 2010 (rev. June 2011).
3. Generalny Inspektorat Nadzoru Bankowego, *Podręcznik inspekcji na miejscu: Jakość aktywów, portfel kredytowy, ryzyko i zarządzanie*, Warszawa, kwiecień 2007.
4. ING Bank Śląski S.A., *Informacje o charakterze jakościowym i ilościowym dotyczące adekwatności kapitałowej Grupy ING Banku Śląskiego S.A. za 2009 rok*.
5. ING Bank Śląski S.A., *Roczne Sprawozdanie Finansowe ING Banku Śląskiego S.A. za 2010 rok*.
6. Pekao S.A., *Jednostkowe Sprawozdanie Finansowe Banku Pekao S.A. za rok zakończony dnia 31 grudnia 2013*.
7. PKO BP S.A., *Raport PKO BP S.A. za 31 XII 2008 r.*, [www.pkobp.pl](http://www.pkobp.pl).
8. *Raport o sytuacji banków w 2010 r.*, UKNF, Warszawa 2011, [www.knf.gov.pl](http://www.knf.gov.pl).

### **Strony internetowe**

1. [www.bosbank.pl](http://www.bosbank.pl)
2. [www.centralbank.ie](http://www.centralbank.ie)
3. [www.ingbank.pl](http://www.ingbank.pl)
4. [www.kibr.org.pl](http://www.kibr.org.pl)
5. [www.knf.gov.pl](http://www.knf.gov.pl)
6. [www.pekao.com.pl](http://www.pekao.com.pl)
7. [www.pkobp.pl](http://www.pkobp.pl)
8. [www.podatki.gazetaprawna.pl](http://www.podatki.gazetaprawna.pl)

---

## Credit Loss Estimation in Commercial Banks. Creation and Operation of Reserves: Selected Aspects

---

### Summary

Banks are becoming increasingly similar with regard to their organisation structures and revenues. Undoubtedly however, risk management is a differentiating factor. Expected losses constitute bank operational costs in a definite area of activity. Banks are obliged to possess specific provision / fixed asset value loss write-offs to ensure financial security. Provisions affect the financial results which consequently have an impact on profitability. They are a serious burden in the bank activity. Although treated as a loss incurred these write-offs are future loss projections. The study is aimed at the presentation of the principles of creation of specific provisions and expected loss write-offs thanks to which banks according to the Polish and International Accounting Standards anticipate future losses at the moment of their creation.

**Keywords:** PAS provisions, IAS write-offs, credit loss provisions, exposition infection, incurred loss model

---



*Arkadiusz Orzechowski*  
Kolegium Zarządzania i Finansów  
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

# Efekt dnia w tygodniu – od przyczyn anomalii do wstępnej analizy nieprawidłowości kursowych występujących na GPW w Warszawie

---

## Streszczenie

W niniejszym artykule przeprowadzona została wstępna analiza efektu dnia w tygodniu. Na podstawie wyników dotyczących względnych zmian wartości WIG-u i WIG-u 20 można stwierdzić, iż przejawem tego rodzaju sezonowości na GPW w Warszawie są poniedziałkowe, czwartkowe i piątkowe wzrosty kursowe oraz środowe zniżki notowań. Warto zauważyć, że rejestrowane zmiany mają miejsce zwykle w okresach od początku grudnia do końca lutego. Pomimo że zjawisku temu towarzyszy najczęściej wzrost zmienności, to nie jest on znaczący. W konsekwencji zachowanie polskiego rynku kapitałowego na przykładzie tej formy sezonowości należy uznać za odbiegające od schematu, jakiemu podlegają giełdy amerykańskie.

**Słowa kluczowe:** efekt dnia w tygodniu, efektywność rynku kapitałowego

---

## 1. Wprowadzenie

Jedną z szeroko analizowanych anomalii związanych z kalendarzowym rytmem funkcjonowania giełdy jest efekt dnia w tygodniu. Istotą tego rodzaju nieprawidłowości kursowych są piątkowe zwyczki oraz poniedziałkowe zniżki notowań papierów

wartościowych, będących przedmiotem obrotu publicznego. Tak zdefiniowane zakłócenia stanowią z jednej strony przejaw nieefektywności współczesnych rynków kapitałowych, z drugiej zaś strony są immamentną cechą wyceny portfeli instrumentów finansowych odwzorowujących zachowanie rynku.

Niniejszy artykuł składa się z kilku części. Na początku opisane są możliwe przyczyny występowania efektu dnia w tygodniu. Następnie dokonany jest przegląd literatury i przeprowadzone są wstępne badania na podstawie danych empirycznych dotyczących Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Na końcu sformułowane są wnioski związane z możliwością praktycznego wykorzystania analizowanego przejawu sezonowości. Zapoczątkowane tym sposobem rozważania będą w przyszłości kontynuowane tak, aby zaprezentować wyniki pogłębionej analizy statystycznej efektu dnia w tygodniu.

## 2. Przyczyny występowania efektu dnia w tygodniu

U podstaw omawianej formy sezonowości może znajdować się wiele przyczyn<sup>1</sup>. Według M.F.M. Osborne'a<sup>2</sup> oraz A. Abrahama i D.L. Ikenberry'ego<sup>3</sup> jedną z nich jest okresowe zróżnicowanie stopnia aktywności dwóch kategorii inwestorów: pierwszej – w skład której wchodzi jednostki kupujące i zbywające pojedyncze walory (ang. *odd-lot traders*) oraz drugiej – tworzonej przede wszystkim przez instytucje wymieniające znaczne pakiety akcji (ang. *round-lot traders*). Przejawem rozbieżności w skłonnościach obu typów podmiotów do wymiany poszczególnych instrumentów finansowych jest występowanie odmiennych schematów wzrostów oraz spadków liczby składanych zleceń. W przypadku drobnych graczy cykliczność rejestrowanych obrotów sprowadza się do zwiększania liczby otwieranych pozycji podczas sesji rozpoczynających każdy z pięciodniowych interwałów czasowych oraz zmniejszania wolumenu zawieranych transakcji w okresie późniejszym. Inny kształt regularności obserwowany jest natomiast w przypadku drugiej grupy uczestników rynku kapitałowego. Właściwy im wzorzec postępowania polega bowiem na lokowaniu

---

<sup>1</sup> W niniejszej pracy świadomie pomijane są te przyczyny występowania efektu dnia w tygodniu, które nie znajdują potwierdzenia w wynikach badań empirycznych. Zaliczają się do nich m.in. rozbieżności pomiędzy ofertami kupna i sprzedaży oraz procedury otrzymywania należności i regulowania zobowiązań istniejące w Stanach Zjednoczonych Ameryki Północnej.

<sup>2</sup> M.F.M. Osborne, *Periodic Structure in the Brownian Motion of Stock Prices*, „Operations Research” 1962, Vol. 10, No. 3.

<sup>3</sup> A. Abraham, D.L. Ikenberry, *The Individual Investor and the Weekend Effect*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis”, June 1994, Vol. 29, No. 2.



funduszy we wtorki i środy oraz pozostawaniu „poza parkietem” w poniedziałki<sup>4</sup>. Tak określone zachowanie wymienionych rodzajów nabywców oraz sprzedawców aktywów o charakterze udziałowym znajduje odzwierciedlenie w systematycznych wahaniami cenowych.

Na możliwość innego wytłumaczenia efektu dnia w tygodniu wskazuje m.in. A. Damodaran<sup>5</sup>. Według niego główną przyczyną występowania, będącej przedmiotem zainteresowania, anomalii jest specyficzny sposób prowadzenia polityki informacyjnej przez podmioty znajdujące się w obrocie publicznym. U podstaw tak sformułowanego poglądu znajduje się empirycznie obserwowana prawidłowość polegająca na tym, że piątkowe komunikaty rynkowe, znacznie częściej niż pozostałe doniesienia, negatywnie wpływają na wartość poszczególnych firm. Istnienie tak określonej reguły nie oznacza jednak, że sesje giełdowe kończące każdy z pięciodniowych interwałów czasowych charakteryzują się znacznymi spadkami kursowymi. Jak zauważa bowiem A. Damodaran, moment ujawnienia wiadomości niekorzystnych dla wyceny przedsiębiorstw następuje zwykle w okresach popołudniowych, co uniemożliwia natychmiastowe dostosowanie notowań wyemitowanych instrumentów finansowych do zmieniających się okoliczności podejmowania decyzji inwestycyjnych<sup>6</sup>. Bezpośrednią tego konsekwencją jest powstawanie sezonowych fluktuacji zakłócających funkcjonowanie mechanizmu równoważenia popytu na akcje z ich podażą.

Cykliczność zmian rynkowych w okresie pomiędzy poniedziałkiem a piątkiem zupełnie inaczej wyjaśniają E.M. Miller<sup>7</sup> oraz J. Lakonishok i E. Maberly<sup>8</sup>. Zaproponowane przez nich wytłumaczenie analizowanej formy nieprawidłowości kursowych opiera się na przekonaniu stanowiącym, że zwiększenie zaangażowania poszczególnych jednostek w jednych papierach wartościowych wiąże się z koniecznością zamknięcia wcześniej zajmowanych pozycji w innych walorach. Jeżeli uwzględnić dodatkowo fakt, że zjawisku takiemu towarzyszy, udowodniona przez J.C. Grotha, W.G. Lewellena, G.G. Scharbauma i R.C. Lease'a<sup>9</sup> oraz E. Dimsona i P. Marsha<sup>10</sup>,

<sup>4</sup> M.F.M. Osborne, *Periodic Structure...*, op.cit., s. 362.

<sup>5</sup> A. Damodaran, *The Weekend Effect in Information Releases: A Study of Earnings and Dividend Announcements*, „The Review of Financial Studies” 1989, Vol. 2, Issue 4.

<sup>6</sup> Ibidem, s. 617.

<sup>7</sup> E.M. Miller, *Why a Weekend effect?*, „Journal of Portfolio Management”, Summer 1988, Vol. 14, No. 4.

<sup>8</sup> J. Lakonishok, E. Maberly, *The Weekend Effect: Trading Patterns of Individual and Institutional Investors*, „The Journal of Finance”, March 1990, Vol. XLV, No. 1.

<sup>9</sup> J.C. Groth, W.G. Lewellen, G.G. Scharbaum, R.C. Lease, *An Analysis of Brokerage House Securities Recommendations*, „Financial Analysts Journal”, January–February 1979, Vol. 35, Issue 1, s. 34.

<sup>10</sup> E. Dimson, E. Marsh, *Event Study Methodologies and the Size Effect: The Case of UK Press Recommendations*, „The Journal of Financial Economics” 1986, Vol. 17, Issue 1, s. 116.

skłonność analityków giełdowych do częstszego wydawania rekomendacji kupna niż sprzedaży, to na podstawie wcześniej zaproponowanego sposobu podejmowania decyzji lokacyjnych przez podmioty indywidualne<sup>11</sup> można wykazać, że podczas sesji mających miejsce bezpośrednio po zakończonym weekendzie występuje nasiloną presją na niższe notowań. Tak opisana prawidłowość tłumaczy jednocześnie, dlaczego w późniejszych okresach ceny aktywów kapitałowych nie spadają poniżej ich poniedziałkowych poziomów. O ile bowiem nabywaniu akcji towarzyszy bogata oferta sugestii oraz zaleceń ze strony doradców inwestycyjnych, o tyle wybór instrumentów finansowych przeznaczonych do sprzedaży dokonywany jest zwykle samodzielnie. Występowanie takiej prawidłowości powoduje powstawanie efektu dnia w tygodniu.

Z poglądami M.F.M. Osborne'a<sup>12</sup>, A. Abrahama i D.L. Ikenberry'ego<sup>13</sup>, A. Damodarana<sup>14</sup>, E.M. Millera<sup>15</sup> oraz J. Lakonishoka i E. Maberly'ego<sup>16</sup> nie zgadzają się m.in. R.W. Sias i L.T. Starks<sup>17</sup>. Zgodnie bowiem z ich przekonaniem przyczyn występowania omawianej anomalii należy upatrywać w zachowaniu inwestorów instytucjonalnych<sup>18</sup>. Słuszność sformułowanego tym sposobem poglądu wydaje się potwierdzać spostrzeżenie dotyczące istnienia dodatniej zależności pomiędzy poziomem odchylenia poniedziałkowych stóp zwrotu od przeciętnie osiągniętych rentowności a wielkością udziału podmiotów indywidualnych w gronie nabywców poszczególnych walorów. Występowanie tak określonej reguły jest argumentem na rzecz istnienia kalendaryzowanych regularności w ramach rozpatrywanych przedziałów czasowych.

### 3. Przegląd literatury

Jednym z pierwszych autorów poruszających kwestię sezonowości notowań giełdowych w ciągu tygodnia jest F. Cross<sup>19</sup>. Zaproponowane przez niego eksperymenty prowadzą się do próby ustalenia, czy twierdzenie o losowości wahań rynkowych jest prawdziwe. Wykorzystana w tym celu metoda badawcza polega na przeprowadze-

---

<sup>11</sup> M.F.M. Osborne, *Periodic Structure...*, op.cit.

<sup>12</sup> Ibidem.

<sup>13</sup> A. Abraham, D.L. Ikenberry, *The Individual...*, op.cit.

<sup>14</sup> A. Damodaran, *The Weekend Effect...*, op.cit.

<sup>15</sup> E.M. Miller, *Why a Weekend...*, op.cit.

<sup>16</sup> J. Lakonishok, E. Maberly, *The Weekend Effect...*, op.cit.

<sup>17</sup> R.W. Sias, L.T. Starks, *The Day-of-the-Week Anomaly: The Role of Institutional Investors*, „Financial Analysts Journal”, May/June 1995, Vol. 59, Issue 3.

<sup>18</sup> Ibidem, s. 59.

<sup>19</sup> F. Cross, *The Behavior of Stock Prices on Fridays and Mondays*, „Financial Analysts Journal”, November–December 1973, Vol. 29, Issue 6.

niu nieparametrycznego testu *U*H. Manna – D. Whitneya sprawdzającego równość rozkładów względnych zmian indeksu *S&P Composite* w dwóch okresach, z których pierwszy rozpoczyna, zaś drugi kończy każdy z pięciodniowych interwałów czasowych. Wyniki<sup>20</sup> otrzymane na podstawie analizy danych z lat 1953–1970 pozwalają F. Crossowi sformułować wniosek stanowiący, że różnica pomiędzy obliczonymi wartościami przeciętnych zniżek oraz zwwyżek kursowych ma istotny statystycznie charakter. Konkluzji takiej towarzyszy jednocześnie prawidłowość polegająca na niezależnym od uprzednich fluktuacji stóp zwrotu spadku poniedziałkowych dochodowości koszyka aktywów finansowych utożsamianego z portfelem globalnym. Znaczenie wynikającej stąd reguły podkreśla fakt, że podczas pozostałych sesji częstszym jest schemat kontynuacji raz zapoczątkowanego trendu niż jego odwrócenia. Na tle zdefiniowanej w ten sposób tendencji progres występujący przed sobotą oraz regres mający miejsce po niedzieli należy uznać za przejaw wadliwego funkcjonowania mechanizmu cenowego.

Badaniem efektu dnia w tygodniu zajmuje się również K.R. French<sup>21</sup>. Wykonane przez niego testy zmierzają do określenia reguł rządzących procesem generującym stopy zwrotu z portfela akcji będącego podstawą obliczeń indeksu *S&P Composite*. W ramach podejmowanej problematyki analizowane są dwie hipotezy. Pierwsza z nich (ang. *calendar time hypothesis*) zakłada, że względne zmiany wartości będącego przedmiotem zainteresowania koszyka walorów mają charakter ciągły. Druga hipoteza (ang. *trading time hypothesis*) przyjmuje natomiast, że pułapy dochodowości uwzględnionego zestawu instrumentów finansowych kształtowane są wyłącznie w przedziałach pomiędzy rozpoczęciem a zakończeniem każdego z pięciodniowych interwałów czasowych. W celu sprawdzenia, czy którekolwiek z wymienionych tym sposobem przypuszczeń poprawnie opisuje mechanizm ustalania cen aktywów kapitałowych notowanych na giełdzie, szacowane są parametry dwóch równań regresji liniowej<sup>22</sup>. Rezultaty doświadczeń<sup>23</sup> przeprowadzonych dla

<sup>20</sup> Ibidem, s. 68.

<sup>21</sup> K.R. French, *Stock Returns and the Weekend Effect*, „The Journal of Financial Economics” 1980, Vol. 8, Issue 1.

<sup>22</sup> Pierwsze równanie ma następującą postać:  $R_t = \alpha + \gamma_2 d_{2t} + \gamma_3 d_{3t} + \gamma_4 d_{4t} + \gamma_5 d_{5t} + \varepsilon_t$ , gdzie:  $\alpha$  – wyraz wolny,  $\gamma_2, \gamma_3, \dots, \gamma_5$  – parametry równania regresji,  $d_{2t}, d_{3t}, \dots, d_{5t}$  – zmienne zerojedynkowe przyjmujące wartość „1”, gdy numer dnia w tygodniu zgadza się z indeksem zmiennej, oraz „0” w każdym innym przypadku,  $\varepsilon_t$  – błąd szacunku w okresie  $t$ . Drugie równanie wyrażone jest natomiast w formie:  $R_t = \alpha(1 + 2d_{1t}) + \gamma_2 d_{2t} + \gamma_3 d_{3t} + \gamma_4 d_{4t} + \gamma_5 d_{5t} + \varepsilon_t$ , gdzie:  $\alpha$  – wyraz wolny,  $\gamma_2, \gamma_3, \dots, \gamma_5$  – parametry równania regresji,  $d_{1t}, d_{2t}, \dots, d_{5t}$  – zmienne zerojedynkowe przyjmujące wartość „1”, gdy numer dnia w tygodniu zgadza się z indeksem zmiennej, oraz „0” w każdym innym przypadku,  $\varepsilon_t$  – niewyjaśniony komponent stopy zwrotu w okresie  $t$ .

<sup>23</sup> K.R. French, *Stock Returns...*, op.cit., s. 62.

lat 1953–1977<sup>24</sup> dowodzą, że rzeczywiste wahania kursowe nie są zgodne z żadnym z wcześniej zaproponowanych schematów fluktuacji rynkowych. Słuszność takiego wniosku znajduje potwierdzenie w istnieniu ujemnej przeciętnej rentowności inwestycji dokonywanych pomiędzy zamknięciami następujących po sobie sesji piątkowych oraz poniedziałkowych. Według K.R. Frencha wynikającą stąd prawidłowość uzasadnia pogląd stanowiący, że nie wszystkie wcześniej udostępnione informacje są natychmiast dyskontowane przez grono podmiotów uczestniczących w wymianie udziałowych papierów wartościowych znajdujących się w publicznym obrocie.

Omawiana forma anomalii kalendarzowych badana jest również przez M.R. Gibbonsa i P. Hessa<sup>25</sup>. Przeprowadzone przez nich eksperymenty polegają na sprawdzeniu prawdziwości hipotezy zakładającej równość przeciętnych stóp zwrotu rejestrowanych podczas sesji: poniedziałkowych, wtorkowych, środowych *etc.* w różnych okresach pomiędzy lipcem 1962 r. a grudniem 1978 r.<sup>26</sup> Podejmowane w tym celu działania sprowadzają się do próby oszacowania parametrów równania regresji<sup>27</sup> opisującego czasowy rozkład dochodowości zarówno portfeli papierów wartościowych (tych, które tworzą indeksy S&P 500 oraz CRSP), jak i pojedynczych walorów (tych, które wykorzystywane są przy obliczaniu indeksu *Dow Jones 30*). Otrzymane na tej podstawie wyniki<sup>28</sup> dowodzą istnienia wyraźnie ukształtowanej sezonowości zmian rynkowych. Przejawem wynikających stąd zakłóceń są systematyczne zwwyżki cenowe bezpośrednio przed rozpoczęciem weekendu oraz regularne spadki kursowe zaraz po jego zakończeniu. Na szczególną uwagę zasługuje fakt, że występowanie tak określonej prawidłowości jest niezależne zarówno od wielkości spółek, których akcje poddawane są analizie, jak i od poziomu ryzyka związanego z alokacją środków w poszczególne aktywa kapitałowe. Według M.R. Gibbonsa i P. Hessa sformułowana w ten sposób reguła potwierdza pogląd stanowiący, że poziom równowagi pomiędzy

<sup>24</sup> W rzeczywistości przeprowadzone badania dotyczą również podokresów obejmujących następujące przedziały czasowe: 1953–1957, 1958–1962, 1963–1967, 1968–1972, 1973–1977.

<sup>25</sup> M.R. Gibbons, P. Hess, *Day of the Week Effects and Assets Returns*, „Journal of Business” 1981, Vol. 54, No. 4.

<sup>26</sup> Rozpatrywane okresy to: 3 lipca 1962 r. – 29 grudnia 1978 r., 3 lipca 1962 r. – 27 października 1970 r., 30 października 1970 r. – 29 grudnia 1978 r., 3 lipca 1962 r. – 12 sierpnia 1966 r., 15 sierpnia 1966 r. – 27 października 1970 r., 28 października 1970 r. – 28 listopada 1974 r. oraz 29 listopada 1974 r. – koniec grudnia 1978 r.

<sup>27</sup> Omawiane równanie ma następującą postać:  $\tilde{R}_{it} = \alpha_{1i}D_{1t} + \alpha_{2i}D_{2t} + \alpha_{3i}D_{3t} + \alpha_{4i}D_{4t} + \alpha_{5i}D_{5t} + \tilde{\nu}_{it}$ , gdzie:  $\tilde{R}_{it}$  – względna zmiana wartości indeksu (lub waloru)  $i$  w okresie  $t$ ,  $\alpha_{1i}, \alpha_{2i}, \dots, \alpha_{5i}$  – oszacowane parametry równania regresji,  $D_{1t}, D_{2t}, \dots, D_{5t}$  – zmienne zerojedynkowe przyjmujące wartość „1”, gdy numer dnia w tygodniu zgadza się z indeksem zmiennej, oraz „0” w każdym innym przypadku,  $\tilde{\nu}_{it}$  – niewytłumaczona część względnej zmiany indeksu (lub waloru)  $i$  w okresie  $t$ .

<sup>28</sup> M.R. Gibbons, P. Hess, *Day of the Week...*, op. cit., s. 582–586.

popytem na wyemitowane instrumenty finansowe o charakterze udziałowym a ich podażą ustalany jest z pominięciem niektórych publicznie dostępnych wiadomości.

Efektom dnia w tygodniu zajmują również D.B. Keim oraz R.F. Stambaugh<sup>29</sup>. W ramach poruszanego przez nich zagadnienia wykonane są doświadczenia mierzące do określenia wpływu zarówno długości weekendu, jak i wielkości poszczególnych przedsiębiorstw na będący przedmiotem zainteresowania rodzaj okresowości kursowej. Zaproponowane w tym celu badania składają się z dwóch etapów. Pierwszy z nich polega na estymacji modelu<sup>30</sup> przybliżającego kalendarzowy rytm względnych zmian indeksu *S&P Composite* w różnych przedziałach czasowych wyodrębnionych z okresu pomiędzy początkiem 1928 r. a końcem 1982 r.<sup>31</sup> W drugim etapie przeprowadzanych eksperymentów tak określona procedura jest powtarzana z tą jednak różnicą, że przedmiotem analizy są nie procentowe wzrosty oraz spadki wartości zestawu aktywów finansowych imitującego portfel globalny, ale stopy zwrotu z dziesięciu koszyków akcyjnych utworzonych na podstawie kryterium wartości poszczególnych emitentów. Uzyskane tym sposobem wyniki<sup>32</sup> pozwalają sformułować wniosek stanowiący, że rentowności osiągnane w piątki wykazują tendencję do ponadprzeciętnych wzrostów wyłącznie wtedy, gdy następujące po nich soboty są dniami niehandlowymi. Ponadto, jak zauważają D.B. Keim oraz R.F. Stambaugh, analizowana forma sezonowości jest tym bardziej wyraźna, im mniejszy jest udział danego zestawu firm w łącznej kapitalizacji rynkowej. Warty podkreślenia jest również brak możliwości wytłumaczenia wynikającej stąd reguły zarówno przez błędy pomiaru, jak i rozbieżności w poziomach spreadu poszczególnych walorów. Występowanie tak określonych prawidłowości uzasadnia pogląd o istnieniu cyklicznych zakłóceń w funkcjonowaniu giełdy.

Badania dotyczące nierównomierności rozkładu stóp zwrotu w poszczególnych dniach tygodnia kontynuowane są m.in. przez R. Rogalskiego<sup>33</sup>. Wykonywane przez

<sup>29</sup> D.B. Keim, R.F. Stambaugh, *A Further Investigation of the Weekend Effect in Stock Returns*, „The Journal of Finance”, July 1984, Vol. XXXIX, No. 3.

<sup>30</sup> Estymowany model ma następującą postać:  $r_t = \sum_{i=1}^6 a_i d_{it} + e_t$ , gdzie:  $r_t$  – względna zmiana indeksu *S&P Composite* w okresie  $t$ ,  $a_1, a_2, \dots, a_6$  – oszacowane parametry równania regresji,  $d_t$  – zmienne zerojedynkowe przyjmujące wartość „1”, gdy numer dnia w tygodniu zgadza się z indeksem zmiennej, oraz „0” w każdym innym przypadku,  $e_t$  – niewyjaśniony komponent względnej zmiany indeksu *S&P Composite* w okresie  $t$ .

<sup>31</sup> Przedziały czasowe uwzględnione w badaniach obejmują lata: 1928–1982, 1928–1952, 1953–1982, 1928–1932, 1933–1937, 1938–1942, 1943–1947, 1948–1952, 1953–1957, 1958–1962, 1963–1967, 1968–1972, 1973–1977, 1978–1982.

<sup>32</sup> D.B. Keim, R.F. Stambaugh, *A Further Investigation...*, op.cit., s. 821–833.

<sup>33</sup> R.J. Rogalski, *New Findings Regarding Day-of-the-Week Returns over Trading and Non-Trading Periods: A Note*, „The Journal of Finance”, December 1984, Vol. XXXIX, No. 5.

niego doświadczenia sprowadzają się do próby ustalenia momentu, w którym najczęściej pojawiają się zniżki kursowe związane z omawianym rodzajem zakłóceń cenowych. W tym celu, na podstawie danych dotyczących indeksów: *DJIA* z przedziału od początku października 1979 r. do końca 30 kwietnia 1984 r. oraz *S&P Composite* dla interwału czasowego od 29 grudnia 1978 r. do 9 grudnia 1983 r., przeprowadzana jest analiza wariancji. Za jej pomocą testowana jest hipoteza o równości przeciętnych względnych zmian rozpatrywanych kategorii w okresie pomiędzy końcem jednego a początkiem następnego weekendu. Ze względu na dopuszczenie możliwości realizacji będącej przedmiotem zainteresowania anomalii zarówno pomiędzy zamknięciem notowań przed sobotą a ich otwarciem po niedzieli, jak i podczas trwania sesji poniedziałkowej, zaproponowana wcześniej procedura powtarzana jest dwukrotnie. Na podstawie uzyskanych tym sposobem rezultatów<sup>34</sup> R. Rogalski formułuje trzy konkluzje. Pierwsza z nich stanowi, że spadki wartości udziałowych instrumentów finansowych następują najczęściej wtedy, gdy obrót giełdowy jest wstrzymany. Sens drugiej konkluzji wyraża stwierdzenie stanowiące, że wynikająca stąd prawidłowość obowiązuje we wszystkich miesiącach z wyjątkiem stycznia. Trzecia konkluzja dotyczy natomiast odwrotnej zależności pomiędzy ekonomiczną istotnością zysków realizowanych w miesiącach rozpoczynających poszczególne lata kalendarzowe a wielkością upublicznionych spółek. Istnienie tak określonych reguł potwierdza brak efektywności rynku kapitałowego.

Analizę efektu dnia w tygodniu przeprowadzają również J. Lakonishok oraz S. Smidt<sup>35</sup>. Wykorzystana przez nich metodologia podobna jest do tej zaproponowanej wcześniej przez D.B. Keima oraz R.F. Stambaugh<sup>36</sup>. Oznacza to, że podejmowane działania sprowadzają się najpierw do oszacowania parametrów równania regresji<sup>37</sup> przybliżającego rozkład jednosesyjnych stóp zwrotu, później zaś do porównania otrzymanych tym sposobem wielkości. Rezultaty<sup>38</sup> tak wykonanych badań dowodzą,

<sup>34</sup> Ibidem, s. 1607–1611.

<sup>35</sup> J. Lakonishok, S. Smidt, *Are Seasonal Anomalies Real? A Ninety-Year Perspective*, „Review of Financial Studies” 1988, 1 (4), s. 403–425.

<sup>36</sup> D.B. Keim, R.F. Stambaugh, *A Further Investigation...*, op.cit.

<sup>37</sup> Omawiane równanie regresji ma postać:

$$r_t = a_1 D_{1t} + a_2 D_{2t} + a_3 D_{3t} + a_4 D_{4t} + a_5^1 D_{5t}^1 + a_5^2 D_{5t}^2 + a_6 D_{6t} + \varepsilon_t$$

dla  $t = 1, 2, \dots, T$ , gdzie:  $r_t$  – względna zmian indeksu DJIA w okresie  $t$ ,  $a_1, a_2, \dots, a_4, a_5^1, a_5^2, a_6$  – oszacowane wartości parametrów równania regresji,  $D_{1t}, D_{2t}, \dots, D_{4t}, D_{5t}^1, D_{5t}^2, D_{6t}$  – zmienne zerojedynkowe przyjmujące wartość „1”, gdy numer dnia w tygodniu zgadza się z dolnym indeksem zmiennej (w przypadku  $D_{5t}^1$  formułowany jest dodatkowo wymóg istnienia soboty handlowej po danym piątku, zaś dla  $D_{5t}^2$  – soboty niehandlowej), oraz „0” w każdym innym przypadku,  $\varepsilon_t$  – niewytłumaczona część względnej zmiany indeksu DJIA w okresie  $t$ .

<sup>38</sup> J. Lakonishok, S. Smidt, *Are Seasonal...*, op.cit., s. 412–414.

że pogląd stanowiący o równości przeciętnie osiągniętych rentowności w okresach pomiędzy następującymi po sobie zamknięciami notowań giełdowych nie jest prawdziwy. Znaczenie tak sformułowanego wniosku znajduje potwierdzenie zarówno w regularnym pojawianiu się wzrostów oraz spadków wartości koszyka akcji utożsamianego z portfelem globalnym, jak i w wysokim poziomie istotności statystycznej wynikających stąd zakłóceń kursowych. Pomimo występowania tak określonych nieprawidłowości zauważyć należy, że amplituda wahań względnych zmian indeksu rynkowego (tj. *DJIA*) w trakcie trwania poszczególnych przedziałów czasowych<sup>39</sup> pomiędzy początkiem 1897 r. a końcem 1986 r. nie jest na tyle wysoka, aby można było ją wykorzystać do opracowania opłacalnego systemu transakcyjnego<sup>40</sup>. Oznacza to, że korzyści uzyskiwane z tytułu inwestowania środków na podstawie omawianego rodzaju cykliczności nie przekraczają poziomu średniego. Pomimo występowania tak określonej reguły funkcjonowanie amerykańskiego rynku kapitałowego uznać należy za niewłaściwe.

Podobnie jak anomalia styczniowa oraz efekt tygodnia w miesiącu, tak i cykliczność cen giełdowych w ramach pięciodniowych interwałów czasowych obserwowana jest nie tylko na amerykańskim rynku kapitałowym. Potwierdzają to wyniki eksperymentów wykonanych dla spółek notowanych na parkietach: Australii<sup>41</sup>, Kanady<sup>42</sup>, Japonii<sup>43</sup> oraz większości państw zachodnioeuropejskich<sup>44</sup>.

Warto przy tym zauważyć, że rozpoznany przejaw nieefektywności rynku kapitałowego przybiera różne formy w zależności od doboru zarówno badanych okresów, jak i długości analizowanych szeregów czasowych. Wydaje się, że potwierdzają to

---

<sup>39</sup> Uwzględnione przedziały czasowe obejmują okresy: 1897–1986, 1897–30 maja 1952, 1 czerwca 1952–1988, 1897–1910, 1911–1924, 1925–1938, 1939–30 maja 1952, 1 czerwca 1952–1963, 1964–1975, 1976–1985.

<sup>40</sup> J. Lakonishok, S. Smidt, *Are Seasonal...*, op.cit., s. 412–413.

<sup>41</sup> S.A. Easton, R.W. Faff, *An Investigation of the Robustness of the Day-of-the-Week Effect in Australia*, „Applied Financial Economics”, April 1994, Vol. 4, Issue 2.

<sup>42</sup> Zob.: G. Athanassakos, M.J. Robinson, *The Day-of-the-Week Anomaly: The Toronto Stock Exchange Experience*, „Journal of Business Finance and Accounting”, September 1994, Vol. 21, Issue 6; R.A. Connolly, *An Examination of the Robustness of the Weekend Effect*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis”, June 1989, Vol. 24, Issue 2.

<sup>43</sup> J. Jaffe, *Patterns in Japanese Common Stock Returns: Day of the Week and Turn of the Year Effects*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1985, Vol. 20, No. 2.

<sup>44</sup> Zob.: E.C. Chang, M.J. Pinegar, R. Ravichandran, *International Evidence on the Robustness of the Day-of-the-Week Effect*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis”, December 1993, Vol. 28, No. 4; L. Condoynani, J. O’Hanlon, C.W.R. Ward, *Day of the Week Effects on Stock Returns: International Analysis*, „Journal of Business Finance and Accounting”, Summer 1987, Vol. 14, Issue 2.

m.in. J. Bursa i P. Liu<sup>45</sup>, którzy wskazują na istnienie tzw. odwróconego efektu dnia w tygodniu. A. Kamara<sup>46</sup> z kolei zwraca uwagę na fakt zanikania będącej przedmiotem zainteresowania formy cykliczności wraz z upływem czasu. A. Charles<sup>47</sup> dostrzega natomiast okresową koncentrację ponadprzeciętnych stóp zwrotu w poszczególnych tygodniach każdego miesiąca. Nie zgadzać z tym wydają się m.in. K. Höghkolm, J. Knif i S. Pynnönen<sup>48</sup>, którzy dowodzą że „kształt” nieprawidłowości kursowych zależy od parkietu.

## 4. Badania empiryczne

W celu sprawdzenia, czy analizowana forma sezonowości występuje również na polskim rynku kapitałowym, przeprowadzane są badania empiryczne. Składają się one z trzech części. W pierwszej z nich wyznaczane są proste jednookresowe (dzienne) stopy zwrotu z dwóch głównych indeksów Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, tj. WIG-u i WIG-u 20 pomiędzy następującymi po sobie zamknięciami i otwarciami, otwarciami i zamknięciami oraz zamknięciami notowań giełdowych w kolejnych dniach tygodnia od początku stycznia 2001 r. do końca grudnia 2013 r. Otrzymane wyniki zawarte są w tabeli 1.

Na podstawie informacji zawartych w tabeli 1 można wyciągnąć wniosek stanowiący, iż w latach 2001–2013 na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie nie występował „klasyczny” efekt dnia w tygodniu. Potwierdzać to wydają się średnie zmiany wartości WIG-u i WIG-u 20, które mają charakter dodatni przede wszystkim w poniedziałki, czwartki i piątki, ujemny zaś głównie w środy. W ramach rozpoznanej tym sposobem prawidłowości na szczególną uwagę zasługują dwa spostrzeżenia. Pierwsze z nich dotyczy możliwości osiągnięcia zarówno najwyższych, jak i najniższych stóp zwrotu (odpowiednio w poniedziałki i środy pomiędzy następującymi po sobie zamknięciami notowań) z akcji spółek wchodzących w skład WIG-u 20. Drugie spostrzeżenie związane jest natomiast z dużą zmiennością obu indeksów,

---

<sup>45</sup> J. Bursa, P. Liu, *The Day-of-the-Week and the Week-of-the-Month Effects: An Analysis of Investors' Trading Activities*, *Review of Quantitative Finance and Accounting* 2004, Vol. 23.

<sup>46</sup> A. Kamara, *New Evidence on the Monday Seasonal in the Stock Returns*, „*Journal of Business*”, January 1997, Vol. 70, No. 1.

<sup>47</sup> A. Charles, *Does the Day of the Week Effect on Volatility Improve the Volatility Forecasts?*, *Applied Economics Letters* 2010, Vol. 17.

<sup>48</sup> K. Höghkolm, J. Knif, S. Pynnönen, *Common and Local Assymetry and Day-of-the-Week Effects Among EU Equity Markets*, „*Quantitative Finance*”, February 2011, Vol. 11, No. 2.



co znacznie ogranicza możliwość praktycznego wykorzystania rozpatrywanego przejawu nieefektywności na polskim rynku kapitałowym.

**Tabela 1. Względne zmiany wartości ( $z$ ) oraz odchylenia standardowe ( $o$ ) WIG-u i WIG-u 20 w przedziałach:  $\langle z, z \rangle$ ,  $\langle z, o \rangle$  oraz  $\langle o, z \rangle$  uzyskane na podstawie danych z okresu od początku stycznia 2001 r. do końca grudnia 2013 r.**

		Przeciętna stopa zwrotu w poszczególnych dniach tygodnia				
		poniedziałek	wtorek	środa	czwartek	piątek
WIG	$\langle z, z \rangle$	0,00077	0,00015	-0,00003	0,00070	0,000045
		(0,01380) <sup>†</sup>	(0,01271)	(0,01255)	(0,01316)	(0,01263)
	$\langle z, o \rangle$	0,00031	0,00023	-0,00005	0,00058	0,00028
		(0,00732)	(0,00656)	(0,00709)	(0,00726)	(0,00699)
	$\langle o, z \rangle$	0,00046	-0,00008	0,00002	0,00012	0,00018
		(0,01095)	(0,01129)	(0,01110)	(0,01132)	(0,01075)
WIG 20	$\langle z, z \rangle$	0,00097	-0,00003	-0,00043	0,00061	-0,00006
		(0,01630)	(0,01556)	(0,01523)	(0,01575)	(0,01524)
	$\langle z, o \rangle$	0,00048	0,00029	-0,00014	0,00070	0,00036
		(0,00908)	(0,00823)	(0,00865)	(0,00904)	(0,00887)
	$\langle o, z \rangle$	0,00049	-0,00031	-0,00028	-0,00008	-0,00041
		(0,01348)	(0,01402)	(0,01353)	(0,01366)	(0,01335)

<sup>†</sup> odchylenie standardowe

Źródło: opracowanie własne.

W drugim etapie wykonywanych badań wszystkie obliczenia są powtarzane z tą jednak różnicą, że dotyczą one czterech podokresów:

- od początku stycznia 2001 r. do 9 lipca 2007 r. oraz od 10 lipca 2007 r. do końca grudnia 2013 r. (dla WIG-u),
- od początku stycznia 2001 r. do 29 października 2007 r. oraz od 30 października 2007 r. do końca grudnia 2013 r. (dla WIG-u 20).

Granice oddzielające każdą parę interwałów czasowych wyznaczone są przez sesje, w trakcie których dany indeks giełdowy osiągnął najwyższy poziom. Postępowanie z tym związane ma na celu oddzielenie fazy hossy od bessy w ramach analizowanego okresu obejmującego 13 lat. Otrzymane wyniki zaprezentowano w tabelach 2 i 3.

**Tabela 2. Względne zmiany wartości ( $z$ ) oraz odchylenia standardowe ( $o$ ) WIG-u i WIG-u 20 w przedziałach:  $\langle z, z \rangle$ ,  $\langle z, o \rangle$  oraz  $\langle o, z \rangle$  uzyskane na podstawie danych z okresu od początku stycznia 2001 r. do końca grudnia 2013 r.**

		Przeciętna stopa zwrotu w poszczególnych dniach tygodnia				
		poniedziałek	wtorek	środa	czwartek	piątek
WIG	$\langle z, z \rangle$	0,00114	0,00024	-0,00024	0,00166	0,00178
		(0,01248) <sup>†</sup>	(0,01204)	(0,01098)	(0,01233)	(0,01041)
	$\langle z, o \rangle$	-0,00038	-0,00005	-0,00096	0,00047	0,00031
		(0,00612)	(0,00565)	(0,00630)	(0,00611)	(0,00581)
	$\langle o, z \rangle$	0,00152	0,00029	0,00073	0,00119	0,00148
		(0,01025)	(0,01027)	(0,00997)	(0,01056)	(0,00907)
WIG 20	$\langle z, z \rangle$	0,00110	-0,00009	-0,00093	0,00164	0,00133
		(0,01492)	(0,01510)	(0,01397)	(0,01520)	(0,01328)
	$\langle z, o \rangle$	-0,00010	0,00038	-0,00102	0,00095	0,00080
		(0,00728)	(0,00696)	(0,00793)	(0,00762)	(0,00697)
	$\langle o, z \rangle$	0,00120	-0,00048	0,00010	0,00068	0,00053
		(0,01283)	(0,01300)	(0,01254)	(0,01302)	(0,01175)

<sup>†</sup> odchylenie standardowe

Źródło: opracowanie własne.

**Tabela 3. Względne zmiany wartości ( $z$ ) oraz odchylenia standardowe ( $o$ ) WIG-u i WIG-u 20 w przedziałach:  $\langle z, z \rangle$ ,  $\langle z, o \rangle$  oraz  $\langle o, z \rangle$  uzyskane na podstawie danych z okresów: od 10 lipca 2007 r. do końca grudnia 2013 r. oraz od 30 października 2007 r. do końca grudnia 2013 r.**

		Przeciętna stopa zwrotu w poszczególnych dniach tygodnia				
		poniedziałek	wtorek	środa	czwartek	piątek
WIG	$\langle z, z \rangle$	0,00040	0,00005	0,00018	-0,00026	-0,00089
		(0,01502) <sup>†</sup>	(0,01336)	(0,01398)	(0,01389)	(0,01443)
	$\langle z, o \rangle$	0,00100	0,00051	0,00087	0,00070	0,00025
		(0,00831)	(0,00735)	(0,00771)	(0,00825)	(0,00801)
	$\langle o, z \rangle$	-0,00062	-0,00044	-0,00069	-0,00095	-0,00114
		(0,01153)	(0,01223)	(0,01211)	(0,01196)	(0,01209)
WIG 20	$\langle z, z \rangle$	0,00084	0,00004	0,00007	-0,00041	-0,00147
		(0,01762)	(0,01604)	(0,01641)	(0,01624)	(0,01689)
	$\langle z, o \rangle$	0,00108	0,00020	0,00074	0,00046	-0,00008
		(0,01057)	(0,00932)	(0,00926)	(0,01027)	(0,01044)
	$\langle o, z \rangle$	-0,00024	-0,00013	-0,00066	-0,00085	-0,00137
		(0,01410)	(0,01498)	(0,01447)	(0,01425)	(0,01475)

<sup>†</sup> odchylenie standardowe

Źródło: opracowanie własne.

Na podstawie powyższych informacji można sformułować wniosek, zgodnie z którym w trakcie trwania kryzysu finansowego z 2007 r. względne zmiany wartości zarówno WIG-u, jak i WIG-u 20 miały tendencję do wyraźnego spadku (szczególnie w poniedziałki i piątki). Ponadto warto zwrócić uwagę na znaczny wzrost ryzyka mierzonego odchyleniem standardowym osiągniętych stóp zwrotu we wszystkich dniach tygodnia, w szczególności zaś w poniedziałki.

W trzecim etapie podejmowanych działań sprawdzana jest zależność pomiędzy „rozłożoną” anomalią styczniową<sup>49</sup> a efektem dnia w tygodniu. W tym celu porównywaniu poddawane są względne zmiany wartości obu analizowanych indeksów od początku grudnia do końca lutego oraz od początku marca do końca listopada. Otrzymane wyniki zawarte są w tabelach 4 i 5.

**Tabela 4. Względne zmiany wartości ( $z$ ) oraz odchylenia standardowe ( $o$ ) WIG-u i WIG-u 20 w przedziałach:  $\langle z, z \rangle$ ,  $\langle z, o \rangle$  oraz  $\langle o, z \rangle$  uzyskane na podstawie danych z okresu od początku stycznia 2001 r. do końca grudnia 2013 r. pomiędzy grudniem a lutym**

		Przeciętna stopa zwrotu w poszczególnych dniach tygodnia				
		poniedziałek	wtorek	środa	czwartek	piątek
WIG	$\langle z, z \rangle$	0,00157	-0,00137	-0,00093	0,00074	0,00003
		(0,01390) <sup>†</sup>	(0,01343)	(0,01088)	(0,01265)	(0,01114)
	$\langle z, o \rangle$	0,00076	-0,00046	-0,00065	0,00121	0,00010
		(0,00713)	(0,00637)	(0,00764)	(0,00599)	(0,00600)
	$\langle o, z \rangle$	0,00080	-0,00090	-0,00026	-0,00047	-0,00008
		(0,01140)	(0,01306)	(0,01007)	(0,01118)	(0,00897)
WIG 20	$\langle z, z \rangle$	0,00182	-0,00160	-0,00145	0,00059	-0,00058
		(0,01700)	(0,01637)	(0,01313)	(0,01533)	(0,01362)
	$\langle z, o \rangle$	0,00121	-0,00056	-0,00062	0,00143	0,00016
		(0,00906)	(0,00786)	(0,00923)	(0,00742)	(0,00757)
	$\langle o, z \rangle$	0,00060	-0,00103	-0,00080	-0,00084	-0,00074
		(0,01438)	(0,01595)	(0,01248)	(0,01355)	(0,01122)

<sup>†</sup> odchylenie standardowe

Źródło: opracowanie własne.

<sup>49</sup> A. Orzechowski, *Anomalia styczniowa jako przejaw nieefektywności rynku kapitałowego*, Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów, Zeszyt Nr 69, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2006.

Tabela 5. Względne zmiany wartości ( $z$ ) oraz odchylenia standardowe ( $o$ ) WIG-u i WIG-u 20 w przedziałach:  $\langle z, z \rangle$ ,  $\langle z, o \rangle$  oraz  $\langle o, z \rangle$  uzyskane na podstawie danych z okresu od początku stycznia 2001 r. do końca grudnia 2013 r. pomiędzy marcem a listopadem

		Przeciętna stopa zwrotu w poszczególnych dniach tygodnia				
		poniedziałek	wtorek	środa	czwartek	piątek
WIG	$\langle z, z \rangle$	0,00045	-0,00018	-0,00014	0,00012	-0,00029
		(0,01314) <sup>†</sup>	(0,01334)	(0,01382)	(0,01375)	(0,01396)
	$\langle z, o \rangle$	0,00017	0,00046	0,00014	0,00034	0,00036
		(0,00739)	(0,00657)	(0,00687)	(0,00764)	(0,00726)
	$\langle o, z \rangle$	0,00035	0,00012	0,00008	0,00029	0,00028
		(0,01078)	(0,01065)	(0,01138)	(0,01143)	(0,01127)
WIG 20	$\langle z, z \rangle$	0,00072	0,00040	-0,00015	0,00054	0,00016
		(0,01610)	(0,01528)	(0,01579)	(0,01592)	(0,01569)
	$\langle z, o \rangle$	0,00026	0,00059	0,00000	0,00043	0,00046
		(0,00908)	(0,00829)	(0,00843)	(0,00953)	(0,00923)
	$\langle o, z \rangle$	0,00045	-0,00018	-0,00014	0,00012	-0,00029
		(0,01314)	(0,01334)	(0,01382)	(0,01375)	(0,01396)

<sup>†</sup> odchylenie standardowe

Źródło: opracowanie własne.

Na podstawie otrzymanych danych można sformułować wniosek stanowiący, że znaczna część poniedziałkowych wzrostów WIG-u i WIG-u 20 miała miejsce pomiędzy grudniem a lutym, natomiast środowych spadków – pomiędzy marcem a listopadem. Pomimo że zjawisku temu w większości przypadków towarzyszyła zwiększona zmienność w okresie zimowym, to obserwowane zmiany w poziomie odchylenia standardowego nie były znaczące.

## 5. Podsumowanie

Wyniki obliczeń przedstawione w niniejszym artykule wskazują, iż na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie występuje efekt dnia w tygodniu. W odróżnieniu jednak od badań przeprowadzonych na podstawie danych dotyczących rynków kapitałowych bardziej rozwiniętych niż polski analizowana anomalia ma odmienny charakter. W przypadku rodzimego parkietu zwyżki obserwowane są bowiem zwykle w poniedziałki, czwartki i piątki, spadki natomiast przeważnie w środy. Interesujący jest fakt, że poniedziałkowe wzrosty kursowe i środowe niżki notowań w większości przypadków mają miejsce w okresie od początku grudnia do

końca lutego. Ponadto należy pamiętać o istotnym wpływie kryzysu finansowego z 2007 r. na kształt omawianego rodzaju sezonowości.

Warto zauważyć, że wnioski sformułowane w artykule mogą być wykorzystane przez różnego rodzaju podmioty obracające zarówno udziałowymi, jak i pochodnymi instrumentami finansowymi. Skuteczność konstruowanych przez nie strategii w dużej mierze zależy jednak od długości okresu inwestycji, systematyczności dokonywanych transakcji oraz istotności ekonomicznej i statystycznej rozpoznanych nieprawidłowości. Ostatni z wymienionych warunków będzie przedmiotem szczególnie dokładnej analizy w przyszłości.

## Bibliografia

1. Abraham A., Ikenberry D.L., *The Individual Investor and the Weekend Effect*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis”, June 1994, Vol. 29, No. 2.
2. Athanassakos G., Robinson M.J., *The Day-of-the-Week Anomaly: The Toronto Stock Exchange Experience*, „Journal of Business Finance and Accounting”, September 1994, Vol. 21, Issue 6.
3. Bursa J., Liu P., *The Day-of-the-Week and the Week-of-the-Month Effects: An Analysis of Investors' Trading Activities*, „Review of Quantitative Finance and Accounting” 2004, Vol. 23.
4. Chang E.C., Pinegar M.J., Ravichandran R., *International Evidence on the Robustness of the Day-of-the-Week Effect*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis”, December 1993, Vol. 28, No. 4.
5. Charles A., *Does the Day of the Week Effect on Volatility Improve the Volatility Forecasts?*, „Applied Economics Letters” 2010, Vol. 17.
6. Condoyanni L., O'Hanlon J., Ward C.W.R., *Day of the Week Effects on Stock Returns: International Analysis*, „Journal of Business Finance and Accounting”, Summer 1987, Vol. 14, Issue 2.
7. Connolly R.A., *An Examination of the Robustness of the Weekend Effect*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis”, June 1989, Vol. 24, Issue 2.
8. Cross F., *The Behavior of Stock Prices on Fridays and Mondays*, „Financial Analysts Journal”, November–December 1973, Vol. 29, Issue 6.
9. Damodaran A., *The Weekend Effect in Information Releases: A Study of Earnings and Dividend Announcements*, „The Review of Financial Studies” 1989, Vol. 2, Issue 4.
10. Dimson E., Marsh E., *Event Study Methodologies and the Size Effect: The Case of UK Press Recommendations*, „The Journal of Financial Economics” 1986, Vol. 17, Issue 1.

11. Easton S.A., Faff R.W., *An Investigation of the Robustness of the Day-of-the-Week Effect in Australia*, „Applied Financial Economics”, April 1994, Vol. 4, Issue 2.
12. French K.R., *Stock Returns and the Weekend Effect*, „The Journal of Financial Economics” 1980, Vol. 8, Issue 1.
13. Gibbons M.R., Hess P., *Day of the Week Effects and Assets Returns*, „Journal of Business” 1981, Vol. 54, No. 4.
14. Groth J.C., Lewellen W.G., Schalarbaum G.G., Lease R.C., *An Analysis of Brokerage House Securities Recommendations*, „Financial Analysts Journal”, January–February 1979, Vol. 35, Issue 1.
15. Höghkolm K., Knif J., Pynnönen S., *Common and Local Assymetry and Day-of-the-Week Effects Among EU Equity Markets*, „Quantitative Finance”, February 2011, Vol. 11, No. 2.
16. Jaffe J., *Patterns in Japanese Common Stock Returns: Day of the Week and Turn of the Year Effects*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1985, Vol. 20, No. 2.
17. Kamara A., *New Evidence on the Monday Seasonal in the Stock Returns*, „Journal of Business”, January 1997, Vol. 70, No. 1.
18. Keim D.B., Stambaugh R.F., *A Further Investigation of the Weekend Effect in Stock Returns*, „The Journal of Finance”, July 1984, Vol. XXXIX, No. 3.
19. Lakonishok J., Maberly E., *The Weekend Effect: Trading Patterns of Individual and Institutional Investors*, „The Journal of Finance”, March 1990, Vol. XLV, No. 1.
20. Lakonishok J., Smidt S., *Are Seasonal Anomalies Real? A Ninety-Year Perspective*, *Review of Financial Studies* 1988, 1 (4), s. 403–425.
21. Miller E.M., *Why a Weekend effect?*, „Journal of Portfolio Management”, Summer 1988, Vol. 14, No. 4.
22. Orzechowski A., *Anomalia styczniowa jako przejaw nieefektywności rynku kapitałowego*, *Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów*, Zeszyt Nr 69, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2006.
23. Osborne M.F. M., *Periodic Structure in the Brownian Motion of Stock Prices*, „Operations Research” 1962, Vol. 10, No. 3.
24. Rogalski R.J., *New Findings Regarding Day-of-the-Week Returns over Trading and Non-Trading Periods: A Note*, „The Journal of Finance”, December 1984, Vol. XXXIX, No. 5.
25. Sias R. W., Starks L. T., *The Day-of-the-Week Anomaly: The Role of Institutional Investors*, „Financial Analysts Journal”, May/June 1995, Vol. 59, Issue 3.

---

## **Day of the week effect – from Causes of Anomalies to Preliminary Analysis of Exchange Rate Irregularities on the Warsaw Stock Exchange**

---

### **Summary**

The present article conducts a preliminary analysis of the day of the week effect. On the basis of results concerning relative changes in the values of WIG and WIG 20 it may be stated that this kind of seasonality is reflected on the Warsaw Stock Exchange in Monday, Thursday and Friday exchange rate rises as well as Wednesday declines in quotations. It is worth noting that the registered changes take effect between the beginning of December and the end of February. The phenomenon shows as a rule the growth in changeability, though it is not very significant. As a consequence, the behaviour of the Polish capital market as exemplified by this form of seasonality should be regarded as different from the American stock market model.

**Keywords:** day of the week effect, capital market efficiency

---





*Waldemar Rogowski*

Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie  
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

*Katarzyna Jankowska*

## **Przyczyny upadłości spółek akcyjnych w Polsce w latach 2008–2012 – analiza zjawiska**

---

### **Streszczenie**

W artykule zaprezentowano uwarunkowania i okoliczności, w jakich w Polsce może zostać ogłoszona upadłość przedsiębiorstwa. W tym celu przeanalizowano obowiązujące w Polsce przepisy w zakresie upadłości przedsiębiorstw. Zdefiniowano pojęcie upadłości zarówno w sensie prawnym, jak i ekonomicznym. Ukazano rodzaje upadłości przedsiębiorstw według różnych kryteriów. Scharakteryzowano i omówiono statystyki upadłości podmiotów gospodarczych w Polsce.

W dalszej części artykułu skoncentrowano się na przyczynach upadłości spółek akcyjnych. W tym celu przeprowadzono badanie służące zidentyfikowaniu i określeniu przyczyn upadłości polskich spółek akcyjnych. Dokonano ich kategoryzacji oraz klasyfikacji tych przyczyn oraz zaproponowano ich hierarchizację. Badanie przeprowadzono na próbie spółek akcyjnych, których upadłość została ogłoszona w latach 2008–2012 przez sądy w Warszawie.

**Słowa kluczowe:** upadłość przedsiębiorstwa, przyczyny upadłości przedsiębiorstw

---

## 1. Wprowadzenie

W wyniku niedostatecznej wiedzy i pełnego dostępu do informacji (asymetria informacji) prowadzenie działalności gospodarczej i funkcjonowanie przedsiębiorstwa na rynku jest obecnie związane z różnymi zagrożeniami. Gdy przedsiębiorstwo nie umie poradzić sobie z sytuacją kryzysową, w krańcowych okolicznościach, dotyka je upadłość. Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie uwarunkowań oraz okoliczności, w jakich może zostać ogłoszona upadłość przedsiębiorstwa oraz identyfikacja jej głównych przyczyn na podstawie wyników przeprowadzonego w 2013 r. badania empirycznego.

## 2. Pojęcie upadłości przedsiębiorstwa

Upadłość jest pojęciem trudnym do jednoznacznego zdefiniowania. W języku potocznym wymiennie dla terminu upadłości często używa się takich pojęć, jak: bankructwo, plajta, likwidacja, niewypłacalność, choć słowa te wydają się być bliskoznaczne, w literaturze przedmiotu występują istotne różnice w ich znaczeniu.

Słownikowe pojęcie **bankructwo** wiąże się z *sytuacją majątkową dłużnika, który stał się niewypłacalny wobec wierzycieli*<sup>1</sup>. W celu pogłębienia tej definicji warto zwrócić uwagę, jak definiowana jest **upadłość**. Jest to *sytuacja prawna dłużnika (kupca, spółki, spółdzielni), który nie może wywiązać się z przyjętych zobowiązań, jest niewypłacalny*<sup>2</sup>. Dopelnieniem obydwu definicji jest pojęcie **niewypłacalności**. Dłużnik niewypłacalny to inaczej *niemogący się wywiązać ze zobowiązań finansowych*<sup>3</sup>.

W ostatnich latach coraz większą rolę odgrywa słowo „niewypłacalność”, którym w ustawodawstwach poszczególnych krajów zastępuje się termin „upadłość”. Takim przykładem może być prawo niemieckie, gdzie do 1999 r. występował termin „Konkursrecht” (prawo upadłościowe), a obecnie obowiązuje „Insolvenzrecht” (prawo o niewypłacalności). Aktualne, wydane przez Unię Europejską Rozporządzenie z dnia 29 maja 2000 roku – „Council regulation on insolvency proceedings”, już w swojej nazwie nawiązuje do niewypłacalności (*insolvency*).

---

<sup>1</sup> *Nowy słownik języka polskiego*, red. E. Sobol, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 37.

<sup>2</sup> *Ibidem*, s. 1084.

<sup>3</sup> *Ibidem*, s. 532.

### 3. Upadłość przedsiębiorstwa – aspekt ekonomiczny i prawny

Mówiąc o upadłości przedsiębiorstwa w kontekście ekonomicznym, w literaturze przedmiotu używa się pojęcia bankructwo. **Bankructwo to stan, w którym przedsiębiorstwo nie jest w stanie regulować swoich zobowiązań lub wartość jego majątku nie wystarcza na pokrycie zobowiązań**<sup>4</sup>. Celem ekonomicznym bankructwa jest selekcja przedsiębiorstw nieefektywnych i wyeliminowanie ich z rynku. Wzrost zobowiązań ponad wartość majątku oznacza, że rzeczywista wartość firmy jest ujemna (występują ujemne kapitały własne). Niewywiązanie się przedsiębiorstwa ze zobowiązania może powodować straty u przedsiębiorstw współpracujących, co może negatywnie wpłynąć na ich zyskowość, rentowność i płynność finansową, a nawet zagrażać ich dalszej działalności gospodarczej.

Przesłanki wszczęcia postępowania upadłościowego to warunki, które zostały opisane przez prawo upadłościowe, aby sąd mógł ogłosić upadłość przedsiębiorstwa. Należą do nich niewypłacalność, zdolność upadłościowa oraz posiadanie majątku wystarczającego na pokrycie kosztów postępowania upadłościowego.

Normatywną definicję „niewypłacalności” wyjaśnia Prawo upadłościowe i naprawcze. Według art. 10 – *upadłość ogłasza się w stosunku do dłużnika, który stał się niewypłacalny*<sup>5</sup>. Artykuł ten mówi jedynie o sytuacji, jaka powinna być spełniona wobec dłużnika, aby móc uznać go za upadłego. Uszczegółowienie terminu „niewypłacalności” można znaleźć w następnym artykule Ustawy, gdzie zwraca się uwagę na czynniki, jakie decydują o niewypłacalności podmiotu: *dłużnika uważa się za niewypłacalnego, jeżeli nie wykonuje swoich wymagalnych zobowiązań pieniężnych*<sup>6</sup>, natomiast *dłużnika będącego osobą prawną albo jednostką organizacyjną nieposiadającą osobowości prawnej, której odrębna ustawa przyznaje zdolność prawną, uważa się za niewypłacalnego także wtedy, gdy jego zobowiązania przekroczą wartość jego majątku, nawet wówczas gdy na bieżąco te zobowiązania wykonuje*<sup>7</sup>.

<sup>4</sup> A. Tokarski, *Charakterystyka podstawowych rodzajów upadłości firm*, w: *Rola przedsiębiorczości w edukacji*, red. Z. Zioło, T. Rachwał, Zakład Przedsiębiorczości i Gospodarki Przestrzennej, Instytut Geografii Uniwersytetu Pedagogicznego w Krakowie, Wydawnictwo Nowa Era, Warszawa-Kraków 2012, s. 171, <http://p-e.up.krakow.pl/article/view/119/59>.

<sup>5</sup> *Prawo upadłościowe i naprawcze*, Dz.U. z 2012 r., poz. 1112 z późn. zm., Internetowy System Aktów Prawnych, dostęp 18.08.2013, <http://isap.sejm.gov.pl/Download?id=WDU20120001112&type=3>, Art. 10.

<sup>6</sup> *Ibidem*, Art. 11 ust.1.

<sup>7</sup> *Ibidem*, Art. 11 ust. 2.

Wymienione powyżej definicje prezentują, że podstawą ogłoszenia upadłości przedsiębiorstwa jest niewypłacalność dłużnika. Ta z kolei jest definiowana jako niezdolność przedsiębiorstwa do regulowania swoich wymagalnych zobowiązań pieniężnych oraz jako sytuacja, w której zobowiązania przekroczą wartość majątku dłużnika. Zatem niewypłacalność przedsiębiorstwa następuje bezpośrednio lub pośrednio z braku środków pieniężnych na kontynuację działalności.

Uznanie podmiotu za niewypłacalny, według przepisów prawa, ma też pewne ograniczenia. *Sąd może oddalić wniosek o ogłoszenie upadłości, jeżeli opóźnienie w wykonaniu zobowiązań nie przekracza trzech miesięcy, a suma niewykonanych zobowiązań nie przekracza 10% wartości bilansowej przedsiębiorstwa dłużnika*<sup>8</sup>. Ten zapis ma na względzie ochronę dłużników przed wrogim postępowaniem wierzycieli. Należy zwrócić uwagę, że opóźnienie w wykonaniu zobowiązań powinno mieć charakter trwały. Ponadto przesłanką do uznania niewypłacalności dłużnika jest niewykonywanie przez niego przeważającej części świadczeń pieniężnych. Przepisu tego nie stosuje się, jeżeli niewykonanie zobowiązań ma charakter trwały albo gdy oddalenie wniosku może spowodować pokrzywdzenie wierzycieli, w takim przypadku sąd upadłościowy ocenia, czy wskazane jest ogłoszenie upadłości.

Kolejnym przypadkiem, kiedy sąd nie może wydać postanowienia o upadłości przedsiębiorstwa pomimo jego niewypłacalności, jest przesłanka, gdy majątek niewypłacalnego dłużnika nie wystarcza na zaspokojenie kosztów postępowania upadłościowego<sup>9</sup>. Bowiem głównym celem postępowania upadłościowego jest zaspokojenie wierzycieli dłużnika, a skoro przedsiębiorstwo nie posiada majątku nawet na pokrycie kosztów postępowania, to przeprowadzenie postępowania upadłościowego jest nieuzasadnione, gdyż jego główny cel nie zostanie osiągnięty.

Upadłość przedsiębiorstwa jest więc terminem prawniczym, który można zdefiniować jako zbiór norm prawnych regulujących ogłoszenie upadłości przedsiębiorstwa, zakres oraz procedury postępowania i zakończenia postępowania upadłościowego, które realizują główne cele procesu upadłości podmiotu gospodarczego. Inne prawne określenie pojęcia upadłość stwierdza, że jest to  *pewien stan prawny majątku dłużnika powstały na skutek takich zmian w stosunkach prawnych (materialnych i procesowych) z udziałem dłużnika, który umożliwia przeprowadzenie egzekucji na rzecz wierzycieli z całego jego majątku*<sup>10</sup>.

Rozpatrując upadłość w ujęciu prawnym, można wyróżnić dwa rodzaje upadłości, które są regulowane przez Prawo upadłościowe i naprawcze – są to **upadłość**

---

<sup>8</sup> Ibidem, Art. 12 ust. 1.

<sup>9</sup> Ibidem, Art. 13 ust. 1.

<sup>10</sup> B. Wieczerzyńska, *Kryzys w przedsiębiorstwie*, CeDeWu, Warszawa 2009, s. 113.

**likwidacyjna i upadłość układowa.** Składając wniosek o ogłoszenie upadłości dłużnik bądź wierzyciel wskazują, w jaki sposób ma być prowadzone postępowanie upadłościowe. W ostateczności sąd w postanowieniu o ogłoszeniu upadłości orzeka o rodzaju upadłości.

**Upadłość z możliwością zawarcia układu** sąd ogłasza w przypadku, gdy będzie uprawdopodobnione, że w drodze układu wierzyciele będą zaspokojeni w wyższym stopniu niż po przeprowadzeniu postępowania obejmującego likwidację majątku dłużnika<sup>11</sup>. Takie rozwiązanie pozwala na kontynuację działalności przedsiębiorcy i jest korzystniejsze dla wierzycieli. Propozycje układowe powinny być złożone wraz z wnioskiem o ogłoszenie upadłości lub jeśli nie zostały złożone wcześniej, upadły powinien złożyć je w ciągu miesiąca od dnia ogłoszenia upadłości układowej<sup>12</sup>. Propozycje układowe powinny określać sposób restrukturyzacji zobowiązań upadłego oraz zawierać uzasadnienie<sup>13</sup>.

O **upadłości likwidacyjnej** sąd decyduje w przypadku, gdy nie ma podstaw do ogłoszenia upadłości z możliwością zawarcia układu<sup>14</sup>. W przypadku ogłoszenia upadłości likwidacyjnej powołuje się syndyka, który obejmuje zarząd nad majątkiem upadłego. Likwidacja majątku dłużnika powinna być ostatecznością. W porównaniu z upadłością układową jest to rozwiązanie mniej efektywne, może wywoływać negatywne skutki społeczne, np. w związku z likwidacją miejsc pracy.

## 4. Przyczyny upadłości

Choć skutki ogłoszenia upadłości przedsiębiorstw, w zasadzie, dla większości podmiotów gospodarczych są takie same (likwidacja majątku lub układ z wierzycielami), ich ekonomiczne przyczyny bankructwa są różne.

Wzrost zainteresowania przyczynami upadłości przedsiębiorstw datuje się na początek lat 90. XX wieku, kiedy to liczba upadłości przedsiębiorstw znacznie się zwiększyła, a jej skutki stały się zagadnieniem ważnym z punktu widzenia ekonomicznego, społecznego oraz politycznego.

Przegląd polskiej literatury dotyczącej przyczyn bankructw przedsiębiorstw dowodzi, że w większości przypadków problem ten jest opisywany według przynależności branżowej, nieliczne opracowania wskazują na identyfikację przyczyn

---

<sup>11</sup> Prawo upadłościowe i naprawcze, Art. 14.

<sup>12</sup> Ibidem, Art. 267 ust. 1.

<sup>13</sup> Ibidem, Art. 269.

<sup>14</sup> Ibidem, Art. 15.

ogólnych dla wszystkich przedsiębiorstw. W literaturze najczęściej stosowanym kryterium podziału przyczyn upadłości jest źródło ich występowania w stosunku do przedsiębiorstwa. Wyróżnia się przyczyny upadłości o charakterze egzogenicznym oraz endogenicznym.

**Egzogeniczne (zewnątrzne)** przyczyny upadłości przedsiębiorstw to takie czynniki, które są poza bezpośrednią sferą oddziaływania przedsiębiorstwa, ale które mają wpływ na funkcjonowanie podmiotu gospodarczego, znajdują się w jego otoczeniu. Jest to globalne, makro- i mikrootoczenie firmy, zjawiska zachodzące w gospodarce, związane z polityką gospodarczą, fiskalną, pieniężną, ogólną sytuacją ekonomiczną kraju, a także powiązania kooperacyjne, konkurencyjne (poziom popytu, konkurencja, dostawcy, odbiorcy, klienci, zmiany technologiczne) lub zdarzenia o charakterze losowym.

**Endogeniczne (wewnętrzne)** czynniki upadłości przedsiębiorstw, czyli takie, które swoje źródło mają w samym przedsiębiorstwie, są od niego zależne. Na ogół przyczyny występujące wewnątrz organizacji mogą być związane z niewłaściwą alokacją zasobów (nietrafione inwestycje), aktywów, złym zarządzaniem organizacją, nieodpowiednią strukturą finansowania prowadzącą do utraty przez przedsiębiorstwo płynności finansowej lub rentowności i zyskowności. Przyczyny wewnętrzne upadłości przedsiębiorstw to takie, które wynikają z określonych decyzji gospodarczych (lub ich braku, zaniechania) podejmowanych przez przedsiębiorstwa, głównie przez kadrę zarządzającą, w zakresie funkcjonowania firmy – w sferze operacyjnej, finansowej, organizacyjnej. Często jest tak, że przyczyny wewnętrzne upadłości przedsiębiorstwa są stymulowane przez czynniki egzogeniczne.

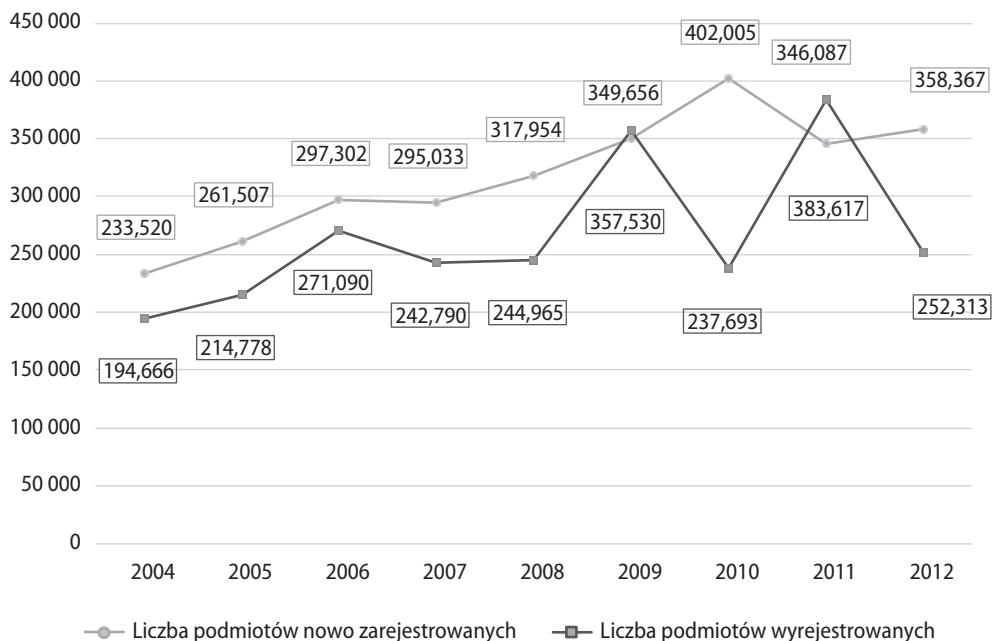
Należy zaznaczyć, że źródłem sytuacji kryzysowej, a w dalszej kolejności również upadłości przedsiębiorstwa, nie jest wyłącznie jedna przyczyna, a ich splot wynikający z różnych sfer działalności podmiotu.

## **5. Upadłości przedsiębiorstw w Polsce – ujęcie statystyczne**

### **5.1. Skala upadłości**

Dane, jakie prezentuje Główny Urząd Statystyczny na temat podmiotów gospodarki narodowej wykreślonych z rejestru REGON, nie są równoznaczne z liczbą upadłości przedsiębiorstw, jednak pozwalają ocenić udział upadłych przedsiębiorstw w ogólnej liczbie podmiotów gospodarczych kończących działalność gospodarczą.

Rysunek 1. Liczba podmiotów gospodarki narodowej nowo zarejestrowanych i wyrejestrowanych z rejestru REGON w latach 2004–2012

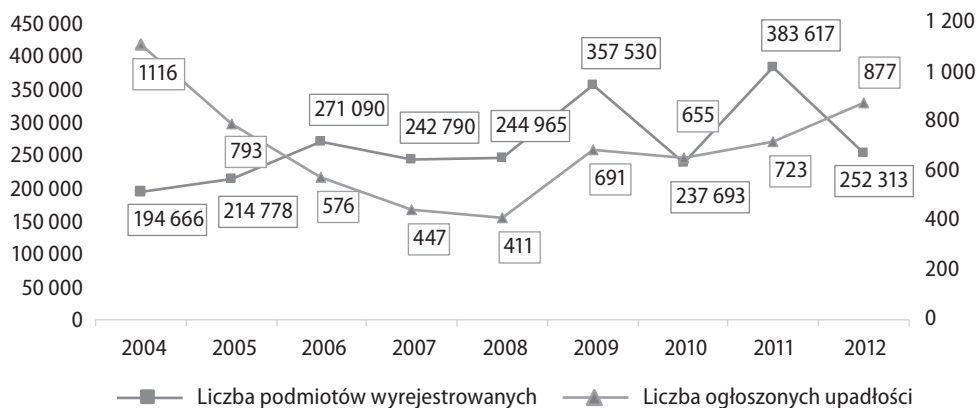


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Głównego Urzędu Statystycznego, *Zmiany strukturalne grup podmiotów gospodarki narodowej w rejestrze REGON*, Warszawa 2013 i wcześniejsze.

Zaprezentowane na rysunku 1 dane pokazują, że dość wysoki odsetek przedsiębiorstw wyrejestrowanych z rejestru REGON jest związany z niewymuszonym zaprzestaniem działalności, a nie z upadłością (wymuszonym zaprzestaniem). W analizowanym okresie 0,26% wszystkich wyrejestrowanych podmiotów stanowiły przedsiębiorstwa upadłe. Również kierunek zmian upadłości przedsiębiorstw nie pokrywa się z trendem wyrejestrowań podmiotów (rysunek 2).

Analizując dane przedstawione na rysunku 2 można sformułować kilka wniosków. Liczba ogłoszonych upadłości przedsiębiorstw jest zmienna w czasie. Od 2004 r. przez okres czterech lat liczba ta systematycznie malała, jednak w ostatnich latach można zauważyć trend wzrostowy. Nagły wzrost upadłości podmiotów gospodarczych nastąpił między 2008 a 2009 rokiem, co bezpośrednio powiązane było ze skutkami kryzysu ekonomicznego w 2008 r. Do chwili obecnej poziom upadłości przedsiębiorstw utrzymuje się na stabilnym, wysokim poziomie.

Rysunek 2. Liczba podmiotów wyrejestrowanych z rejestru REGON, a liczba ogłoszonych upadłości w latach 2004–2012



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS i raportów Coface Poland nt. upadłości firm w Polsce.

Aby zgłosić upadłość przedsiębiorstwa do sądu należy złożyć wniosek o ogłoszenie upadłości. By zbadać skalę zjawiska warto zapoznać się ze statystyką sądową. Należy zaznaczyć, że dostępne dane dla wszystkich lat nie są ujednolicone, w raportach za ostatnie lata prezentowane statystyki są bardziej szczegółowe, w związku z czym pełniejsza analiza obejmuje ostatnie lata.

Okolo 40% postępowań upadłościowych i naprawczych dotyczy spraw upadłościowych, z czego większość postanowienia o ogłoszenie upadłości. Jednak sprawy o ogłoszenie upadłości relatywnie rzadko kończą się takim postanowieniem. Porównując liczbę złożonych wniosków o ogłoszenie upadłości z liczbą wydanych postanowień (raporty Coface Poland – tabele 1, 2), można stwierdzić, że tylko 20% składanych wniosków kończy się upadłością przedsiębiorstwa. Zastanawiający jest fakt, co dzieje się z pozostałymi 80%?

Tabela 1. Liczba ogłoszonych upadłości w latach 2004–2012

Wyszczególnienie	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Liczba upadłości	1116	793	576	447	411	691	655	723	877
Dynamika zmian	-38%	29%	-27%	-22%	-5%	63%	-5%	-10%	-21%

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów Coface Poland nt. upadłości firm w Polsce.



**Tabela 2. Liczba postępowań z zakresu prawa upadłościowego oraz o ogłoszenie upadłości według wpływów do sądów w latach 2004–2012**

Wyszczególnienie	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Sprawy gospodarcze Postępowania upadłościowe i naprawcze ogółem:	10 794	10 990	9 749	7 133	6 854	8 632	8 672	8 404	10 615
w tym z zakresu postępowania upadłościowego (rep. GU)	b.d.	5 242	3 878	2 599	2 469	4 704	3 678	3 655	4 589
sprawy o ogłoszenie upadłości (rep. GU z wyłączeniem GU „off”)	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	b.d.	3 719	3 168	3 275	4 303

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Ministerstwa Sprawiedliwości, *Informacja Statystyczna o ewidencji spraw i orzecznictwie w sądach powszechnych oraz o więziennictwie, Cz. II, Ewidencja spraw w sądach powszechnych według działów prawa i instancyjności*, opracowania za lata 2004–2012, <http://bip.ms.gov.pl/dzialalnosc/statystyki/statystyki-2012>, dostęp 28.09.2013.

## 5.2. Rodzaje upadłości

W ostatnich latach struktura ogłoszonych upadłości pod względem rodzaju postępowania upadłościowego nie zmieniła się – liczba postępowań obejmujących likwidację majątku dłużnika znacznie przewyższała te z możliwością zawarcia układu z wierzycielami. Chociaż liczba postępowań upadłościowych z możliwością zawarcia układu w roku 2012 wzrosła o 19% w porównaniu z rokiem 2011 (tabela 3).

**Tabela 3. Liczba ogłoszonych upadłości ze względu na rodzaj prowadzonego postępowania upadłościowego w latach 2005–2012**

Rodzaj postępowania upadłościowego	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Upadłości w celu likwidacji majątku	637	480	377	348	572	538	620	711
Upadłości z możliwością zawarcia układu	156	96	70	63	119	117	103	166
<b>Ogółem</b>	<b>793</b>	<b>576</b>	<b>447</b>	<b>411</b>	<b>691</b>	<b>655</b>	<b>723</b>	<b>877</b>

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów nt. upadłości firm w Polsce, Coface Poland.

## 5.3. Upadłości przedsiębiorstw według form prawnych

Większość podmiotów, wobec których została ogłoszona upadłość, to spółki z ograniczoną odpowiedzialnością (tabela 4). Z danych wynika, że ich udział oscylował w okolicach 60–65%. Wysoki udział takiej formy organizacyjno-prawnej

przedsiębiorstw może być związany z dużą liczbą nowo powstałych spółek z o.o. w związku z obniżeniem w 2008 r. wysokości kapitału zakładowego (z 50 000 zł na 5000 zł) oraz z postrzeganiem przez osoby zakładające firmę w formie spółki z o.o. jako optymalnej pod względem ochrony majątku własnego przed dłużnikami.

**Tabela 4. Upadłości przedsiębiorstw w Polsce według formy prawnej w latach 2004–2012**

Forma prawna	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	udział 2012	zmiana 2012/2011	zmiana 2012/2004
Spółka z o.o.	692	476	359	290	260	444	454	475	502	57,2%	5,7%	-27,5%
Przedsiębiorca	165	119	89	84	84	135	96	133	210	23,9%	57,9%	-27,3%
<b>Spółka akcyjna</b>	<b>125</b>	<b>87</b>	<b>51</b>	<b>34</b>	<b>28</b>	<b>70</b>	<b>42</b>	<b>52</b>	<b>81</b>	<b>9,2%</b>	<b>55,8%</b>	<b>-55,2%</b>
Spółka jawna	57	57	36	19	13	21	31	29	45	5,2%	55,2%	-21,2%
Spółdzielnia	52	39	26	11	14	12	20	18	20	2,3%	11,1%	-61,5%
Pozostałe formy	25	15	15	9	12	9	12	16	19	2,2%	18,8%	-24,0%
<b>Ogółem</b>	<b>1116</b>	<b>793</b>	<b>576</b>	<b>447</b>	<b>411</b>	<b>691</b>	<b>655</b>	<b>723</b>	<b>877</b>	<b>100,0%</b>	<b>21,3%</b>	<b>-1,4%</b>

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów nt. upadłości firm w Polsce, Coface Poland.

W dalszej kolejności wśród najczęściej ogłaszanych w 2012 r. upadłości przedsiębiorstw pod względem formy prawnej prowadzonej działalności jest upadłość ogłaszana wobec przedsiębiorców (15–24%) – osób fizycznych prowadzących działalność gospodarczą lub wspólników spółek cywilnych. Co więcej, z roku na rok w ogólnej liczbie ogłoszonych upadłości w danym roku zwiększa się jej udział. W ostatnim roku upadłość spółek akcyjnych oraz spółek jawnych zwiększyła się o ponad 50%.

## 5.4. Upadłości przedsiębiorstw – zróżnicowanie geograficzne

Pod względem ilościowym najwięcej upadłości odnotowano w województwie mazowieckim, na drugim miejscu w województwie dolnośląskim oraz dalej w śląskim (tabela 5). W tych województwach znajduje się także najwyższy odsetek zarejestrowanych podmiotów prowadzących działalność gospodarczą, nie jest więc dziwne to, że duża liczba upadłości występuje w tych regionach. Warto zwrócić uwagę na województwo wielkopolskie, region dobrze rozwinięty gospodarczo. Choć wskaźnik dynamiki zmiany w tym województwie nie jest najwyższy, systematycznie od 2008 r. wzrasta liczba upadłości, w ostatnim roku wzrosła do 103.

Wzrost liczby upadłości odnotowuje się także w województwach mniejszych, słabiej rozwiniętych.

Liczba upadłości ogłoszonych w danym województwie w 2012 r. w zestawieniu z liczbą podmiotów gospodarczych prowadzących działalność w danym regionie jest wysoce skorelowana (współczynnik korelacji  $\rho = 0,95$ ). W relacji do liczby zarejestrowanych przedsiębiorstw najczęściej upadłości notuje się w województwie dolnośląskim, zachodniopomorskim, wielkopolskim, najmniej zaś w województwie łódzkim, świętokrzyskim, małopolskim, podkarpackim.

Tabela 5. Statystyka upadłości w ujęciu regionalnym (wojewódzkim)

Województwo	2007	2008	2009	2010	2011	2012	1.	2.	3.	4.	5.	6.
mazowieckie	96	91	118	134	141	168	19,1%	75,0%	19,2%	699 212	17,59%	0,024%
dolnośląskie	42	44	86	77	87	110	26,4%	161,9%	12,5%	336 928	8,48%	0,033%
śląskie	67	63	104	93	89	103	15,7%	53,7%	11,7%	453 496	11,41%	0,023%
wielkopolskie	19	15	45	54	64	103	60,9%	442,1%	11,7%	387 977	9,76%	0,027%
zachodniopomorskie	27	34	59	58	70	64	-8,6%	137,0%	7,3%	217 045	5,46%	0,029%
małopolskie	21	20	53	52	64	51	-20,3%	142,9%	5,8%	343 375	8,64%	0,015%
pomorskie	18	12	18	21	29	47	62,1%	161,1%	5,4%	265 033	6,67%	0,018%
kujawsko-pomorskie	28	20	47	42	35	43	22,9%	53,6%	4,9%	187 996	4,73%	0,023%
lubelskie	32	29	34	7	25	38	52,0%	18,8%	4,3%	166 027	4,18%	0,023%
łódzkie	16	14	34	26	35	29	-17,1%	81,3%	3,3%	234 079	5,89%	0,012%
warmińsko-mazurskie	25	24	23	25	18	28	55,6%	12,0%	3,2%	119 913	3,02%	0,023%
podkarpackie	21	18	30	23	23	25	8,7%	19,0%	2,9%	155 034	3,90%	0,016%
lubuskie	9	7	20	17	12	19	58,3%	111,1%	2,2%	107 689	2,71%	0,018%
opolskie	9	6	3	11	9	17	88,9%	88,9%	1,9%	98 741	2,48%	0,017%
podlaskie	6	4	6	7	13	16	23,1%	166,7%	1,8%	94 721	2,38%	0,017%
świętokrzyskie	11	10	11	8	9	16	77,8%	45,5%	1,8%	108 068	2,72%	0,015%
<b>Ogółem</b>	<b>447</b>	<b>411</b>	<b>691</b>	<b>655</b>	<b>723</b>	<b>877</b>	<b>21,3%</b>	<b>96,2%</b>	<b>100,0%</b>	<b>3 975 334</b>	<b>100,0%</b>	<b>0,022%</b>

1. Zmiana 2012/2011

2. Zmiana 2012/2007

3. Udział upadłości w 2012 r.

4. Liczba podmiotów zarejestrowanych w rejestrze REGON w 2012 r.

5. Udział podmiotów zarejestrowanych w rejestrze REGON w 2012 r.

6. Stosunek liczby upadłości do liczby podmiotów zarejestrowanych w rejestrze REGON w 2012 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS oraz Coface Poland, raporty nt. upadłości firm w Polsce.

## 5.5. Upadłości przedsiębiorstw – ujęcie branżowe

Pod względem sektorowym (tabela 6) najwięcej, w ujęciu ilościowym, upadło przedsiębiorstw z branży budowlanej. Liczba upadłości w tym sektorze w kolejnych latach w porównaniu z rokiem poprzednim wzrasta o ponad połowę. W 2012 roku upadło 218 przedsiębiorstw zajmujących się budownictwem, co oznacza wzrost o 54,2% r/r. Upadłości z tego sektora stanowiły w 2012 roku 1/4 wszystkich upadłości. Podmioty gospodarcze z tej branży realizują inwestycje, często zamówienia publiczne. Przedsiębiorstwa mają problemy płynnościowe, utrudniony dostęp do finansowania, co wpływa na ich rozwój i pozyskanie nowych kontraktów i realizacji inwestycji.

Tabela 6. Liczba upadłości według branż w latach 2007–2012

Branża	2007	2008	2009	2010	2011	2012	1.	2.	3.	4.	5.	6.
<b>Przetwórstwo przemysłowe, w tym:</b>	173	168	277	250	218	227	4,1%	31,2%	25,9%	361 497	9,09%	0,063%
Produkcja metali i metalowych wyrobów gotowych	19	18	51	50	47	39	-17,0%	105,3%		58 434	1,47%	0,067%
Produkcja artykułów spożywczych i napojów	40	32	44	35	34	37	8,8%	-7,5%		34 282	0,86%	0,108%
Produkcja odzieży i wyrobów tekstylnych	8	24	26	28	15	23	53,3%	187,5%		40 914	1,03%	0,056%
Produkcja maszyn, urządzeń i urządzeń elektrycznych		9	23	18	17	22	29,4%			12 763	0,32%	0,172%
Produkcja mebli	25	12	10	15	12	17	41,7%	-32,0%		27 047	0,68%	0,063%
Produkcja wyrobów z pozostałych mineralnych surowców niemetalicznych (w tym materiały budowlane)	12	8	22	20	6	14	133,3%	16,7%		20 939	0,53%	0,067%
Poligrafia i reprodukcja	18	9	21	15	10	14	40,0%	-22,2%		19 477	0,49%	0,072%

Branża	2007	2008	2009	2010	2011	2012	1.	2.	3.	4.	5.	6.
Produkcja wyrobów z drewna, z wyłączeniem mebli	21	11	21	23	22	11	-50,0%	-47,6%		35 957	0,90%	0,031%
Produkcja wyrobów z gumy i tworzyw sztucznych	11	13	14	15	21	11	-47,6%	0,0%		15 634	0,39%	0,070%
Produkcja pozostała	19	32	45	45	34	39	14,7%	105,3%		96 050	2,42%	0,041%
<b>Handel, w tym:</b>	107	92	186	147	180	208	15,6%	94,4%	23,7%	1 065 781	26,81%	0,020%
Handel hurtowy	89	63	138	107	115	124	7,8%	39,3%		430 558	10,83%	0,029%
Handel detaliczny	18	20	30	25	46	67	45,7%	272,2%		635 223	15,98%	0,011%
<b>Transport i gospodarka magazynowa</b>	22	15	52	40	40	31	-22,5%	40,9%	3,5%	253 086	6,37%	0,012%
<b>Budownictwo</b>	49	59	82	98	143	218	52,4%	344,9%	24,9%	471 474	11,86%	0,046%
<b>Działalność związana z obsługą rynku nieruchomości</b>	9	6	14	12	28	37	32,1%	311,1%	4,2%	210 584	5,30%	0,018%
<b>Działalność profesjonalna, naukowa, techniczna</b>	26			25	20	34	70,0%	30,8%	3,9%	352 023	8,86%	0,010%
<b>Pozostałe branże</b>	61	71	80	83	94	122	29,8%	100,0%	13,9%	1 260 889	31,72%	0,010%
<b>Ogółem</b>	<b>447</b>	<b>411</b>	<b>691</b>	<b>655</b>	<b>723</b>	<b>877</b>	<b>21,3%</b>	<b>96,2%</b>	<b>100,0%</b>	<b>3 975 334</b>	<b>100,00%</b>	<b>0,022%</b>
1. Zmiana 2012/2011 2. Zmiana 2012/2007 3. Udział upadłości w 2012 r. 4. Liczba zarejestrowanych podmiotów w rejestrze REGON w 2012 r. 5. Udział zarejestrowanych podmiotów w rejestrze REGON w 2012 r. 6. Udział liczby upadłości do liczby zarejestrowanych podmiotów w rejestrze REGON w 2012 r.												

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS oraz Coface Poland, raporty nt. upadłości firm w Polsce.

Z roku na rok można zaobserwować zmniejszający się udział upadłości przedsiębiorstw zajmujących się przetwórstwem przemysłowym. Obecnie upadłości firm produkcyjnych stanowią 25,9% upadłości ogółem. Malejący udział przemysłu przekłada się na wzrost liczby upadłości przedsiębiorstw handlowych, co obecnie stanowi 23,7% wszystkich upadłości. Jednakże warto zwrócić uwagę, iż w tym sektorze gospodarki znajduje się najwyższy odsetek zarejestrowanych podmiotów.

Zarówno upadłości w handlu hurtowym, jak i detalicznym rosną, choć ich dynamika jest niższa niż w przypadku budownictwa. Natomiast upadłości firm zajmujących się handlem detalicznym w 2012 r. w porównaniu z rokiem 2011 zmieniły się o +45,7%. Problemy handlu detalicznego są wynikiem zachowań konsumentów, malejącego popytu, zmniejszającej się konsumpcji, na co wpływ ma negatywna sytuacja makroekonomiczna w związku ze spowolnieniem gospodarczym.

Badając relację liczby ogłoszonych upadłości do liczby zarejestrowanych przedsiębiorstw, w ujęciu sektorowym, można zauważyć, że najczęściej upadłości dotyka podmioty prowadzące działalność w przetwórstwie przemysłowym, głównie w produkcji maszyn, urządzeń i urządzeń elektrycznych, produkcji artykułów spożywczych i napojów oraz w budownictwie i handlu. Liczba upadłości ogłoszonych w danej branży w 2012 roku w zestawieniu z liczbą zarejestrowanych podmiotów gospodarczych w danym sektorze jest nisko skorelowana (współczynnik korelacji  $\rho = 0,39$ ).

## 5.6. Wnioski dotyczące statystyki upadłości polskich przedsiębiorstw

Z dostępnych danych statystycznych na temat upadłości przedsiębiorstw w Polsce płyną następujące wnioski:

- liczba upadłości przedsiębiorstw zmienia się w czasie, w latach 2004–2008 systematycznie malała, od 2008 roku ma trend wzrostowy;
- liczba upadłości przedsiębiorstw w porównaniu do liczby przedsiębiorstw wyrejestrowanych z rejestru REGON jest bardzo niska, w zaprezentowanym okresie średnio ich udział wyniósł 0,26%;
- większość ogłoszonych upadłości w danym roku to upadłości obejmujące likwidację majątku dłużnika; jednak z roku na rok zwiększa się udział upadłości układowych;
- pod względem struktury organizacyjno-prawnej najczęściej upadłości przedsiębiorstw dotyczy spółek z ograniczoną odpowiedzialnością, znaczący udział mają również przedsiębiorcy; w dalszej kolejności znajdują się: spółki akcyjne, spółki jawne, spółdzielnie i inne formy działalności gospodarczej;
- z uwagi na dużą koncentrację działalności gospodarczej najczęściej upadłości przedsiębiorstw występuje w tych województwach, gdzie odsetek prowadzonych działalności gospodarczych jest największy; są to województwa: dolnośląskie, zachodniopomorskie, wielkopolskie i mazowieckie;
- największy udział upadłych przedsiębiorstw odnotowały branże: przetwórstwo przemysłowe oraz budownictwo; warto zwrócić uwagę na rosnące tempo upadłości w handlu.

Dostępne dane statystyczne na temat upadłości nie pozwalają całościowo scharakteryzować zjawiska upadłości przedsiębiorstw w Polsce. Dane nie są w pełni wiarygodne, występują rozbieżności w ich prezentacji, są za mało szczegółowe i niekompletne. Nie jest także prowadzona szczegółowa i całościowa statystyka przyczyn upadłości przedsiębiorstw. W celu zidentyfikowania i określenia przyczyn upadłości przedsiębiorstw, ich klasyfikacji oraz dokonania hierarchizacji podjęto próbę badania tych przyczyn. Badaniem objęto jedynie spółki akcyjne, ponieważ z roku na rok zwiększa się udział upadłości spółek akcyjnych w ogólnej liczbie upadłości przedsiębiorstw, coraz więcej upadłości dotyczy również spółek giełdowych. W badaniu analizowano trzy przekroje, tj. branży, w jakiej prowadziła działalność spółka przed ogłoszeniem upadłości, właściwości sądu ogłaszającego upadłość oraz rodzaju upadłości. Badanie ma na celu również zidentyfikowanie przyczyn utraty możliwości kontynuowania działalności gospodarczej przez spółki akcyjne oraz ocenę wpływu poszczególnych przyczyn na upadłość spółek akcyjnych w Polsce.

## 6. Charakterystyka badania empirycznego

### 6.1. Metodologia badań

Do przeprowadzenia analizy przyczyn upadłości spółek akcyjnych wykorzystano dane, które zostały opublikowane w Dzienniku Urzędowym Monitorze Sądowym i Gospodarczym w latach 2008–2012. Wśród ogłoszonych upadłości przedsiębiorstw wybrano te, które dotyczyły spółek akcyjnych. Dokonano ich klasyfikacji według daty ogłoszenia upadłości, rodzaju upadłości oraz właściwości sądu ogłaszającego upadłość. Zidentyfikowano 277 upadłości spółek akcyjnych (według danych prezentowanych przez firmę Coface Poland w okresie 2008–2012 ogłoszono upadłość w stosunku do 273 spółek akcyjnych). Następnie, wykorzystując dane rejestrowe badanych firm, takie jak: numer Krajowego Rejestru Sądowego (KRS), numer identyfikacyjny REGON lub Numer Identyfikacji Podatkowej (NIP)<sup>15</sup>, dokonano próby określenia branży, w jakiej działało dane przedsiębiorstwo<sup>16</sup>. Dokonanie pełnej analizy upadłych spółek akcyjnych w podziale na branże gospodarki narodowej było utrudnione szczególnie dla przedsiębiorstw, których upadłość została ogłoszona

<sup>15</sup> Dane dostępne na stronie internetowej: <https://ems.ms.gov.pl/krs/wyszukiwaniepodmiotu?t:lb=t>.

<sup>16</sup> Branża, w jakiej działało przedsiębiorstwo, została określona na podstawie klasyfikacji PKD, jaka widnieje przy danym przedsiębiorstwie w wyszukiwarce podmiotów gospodarki narodowej – REGON, dostępnej na stronie internetowej Głównego Urzędu Statystycznego (<http://www.stat.gov.pl/regon/>).

od 2008 r. do pierwszej połowy 2011 r. (35 spółek). Wynika to z faktu, że dla firmy wykreślonej z Rejestru Przedsiębiorców w rejestrze REGON nie widnieje klasyfikacja PKD, na podstawie której określano obszar działalności spółki.

Wybór próby do badania przyczyn upadłości spółek akcyjnych został dokonany w sposób celowy według dwóch kryteriów. Pierwsze kryterium stanowiła właściwość sądu, który wydał postanowienie o ogłoszeniu upadłości. Drugim kryterium było podejście ilościowe. Wybrano Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, X Wydział Gospodarczy ds. Upadłościowych i Naprawczych oraz Sąd Rejonowy dla Warszawy Pragi – Północ w Warszawie, IX Wydział Gospodarczy ds. Upadłościowych i Naprawczych, ponieważ w latach 2008–2012 zostało ogłoszonych tam łącznie 55 upadłości spółek akcyjnych, co stanowi 19,9% ogółu ogłoszonych w tym czasie upadłości spółek akcyjnych w Polsce. Ze względu na stałość pracy sądów nie wszystkie akta spraw zostały udostępnione do wglądu; dokonano przeglądu akt spraw 47 spółek akcyjnych, tj. 17% ogółu upadłości spółek akcyjnych w Polsce w latach objętych badaniem. Wykorzystano informacje, jakie znajdują się w aktach spraw dotyczących poszczególnych spółek. Głównie skupiono się na wnioskach dłużnika bądź wierzyciela o ogłoszenie upadłości, gdzie jest miejsce na uzasadnienie zaistnienia przesłanek o ogłoszenie upadłości. Tak dla każdej z badanych spółek opracowano katalog przyczyn upadłości, które były wskazane we wniosku/wnioskach. Następnie dokonano kategoryzacji przyczyn, jakie występują w literaturze przedmiotu. Klasyfikacja przyczyn została opracowana na podstawie opracowań M. Szczerbak<sup>17</sup> i uzupełniona o przyczyny wymieniane przez B. Wieczerzyńską<sup>18</sup> i K. Kucińskiego<sup>19</sup> oraz własne doświadczenia autorów. Zaprezentowane wyniki badań w danej grupie przyczyn to procent wskazań w omawianej grupie. Ze względu na fakt, że badanie odnosi się tylko do części zidentyfikowanych upadłości spółek akcyjnych a ponadto nie obejmuje innych form organizacyjnych, wyniki badania mogą być obarczone błędem. Należy traktować je jako wstępne – pilotażowe. Konieczne jest przeprowadzenie całościowego i pełnego badania obejmującego przy najmniej 1000 upadłych przedsiębiorstw na przestrzeni ostatnich pięciu lat.

---

<sup>17</sup> M. Szczerbak, *Przyczyny upadłości przedsiębiorstw w świetle opinii syndyków i nadzorców sądowych*, w: *Zagrożenie upadłością*, red. K. Kuciński, E. Mączyńska, Materiały i Prace Instytutu Funkcjonowania Gospodarki Narodowej, tom XCIII, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2005, s. 36–45.

<sup>18</sup> B. Wieczerzyńska, *Kryzys...*, op.cit., s. 32–42.

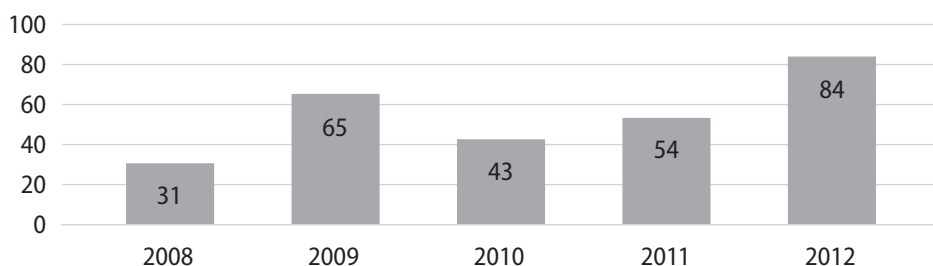
<sup>19</sup> K. Kuciński, *Powody upadłości przedsiębiorstw*, w: *Zagrożenie upadłością*, red. K. Kuciński, E. Mączyńska, Materiały i Prace Instytutu Funkcjonowania Gospodarki Narodowej, tom XCIII, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2005, s. 25–29.



## 6.2. Badanie upadłości przedsiębiorstw w ujęciu ilościowym, geograficznym i sektorowym

W latach 2008–2012 zostało wydanych przez sądy 277 postanowień o ogłoszeniu upadłości spółek akcyjnych (rysunek 3). Można zauważyć rosnący trend, jeśli chodzi o liczbę prowadzonych postępowań upadłościowych, wyjątek stanowi rok 2010, gdzie liczba ta w stosunku do roku poprzedniego zmalała.

Rysunek 3. Liczba ogłoszonych upadłości spółek akcyjnych w latach 2008–2012



Źródło: opracowanie własne na podstawie ogłoszeń w Dzienniku Urzędowym Monitorze Sądowym i Gospodarczym w latach 2008–2012.

W ujęciu ilościowym w okresie pięciu lat najwięcej ogłoszonych upadłości było w województwie mazowieckim oraz śląskim, a najmniej w województwie opolskim, warmińsko-mazurskim, podlaskim (tabela 7). Duża liczba upadłości spółek akcyjnych występuje w tych regionach, gdzie jest najwyższa liczba zarejestrowanych spółek tego rodzaju. Jednakże, analizując liczbę upadłości spółek akcyjnych w zestawieniu z liczbą zarejestrowanych spółek akcyjnych w danym regionie, można zauważyć, że stanowią one mały odsetek, a w 2012 r. najwyższy odnotowuje się w regionach takich, jak świętokrzyskie, podlaskie i opolskie. Choć w tych województwach ilościowo jest mało upadłości takich spółek, w stosunku do liczby zarejestrowanych spółek ich odsetek jest największy.

Tabela 7. Liczba ogłoszonych upadłości spółek akcyjnych w województwach w latach 2008–2012

Województwo	Liczba upadłości spółek akcyjnych						Liczba zarejestrowanych spółek akcyjnych w rejestrze REGON						Stosunek liczby upadłości spółek akcyjnych do liczby zarejestrowanych spółek akcyjnych w rejestrze REGON					
	2008	2009	2010	2011	2012		2008	2009	2010	2011	2012		2008	2009	2010	2011	2012	
dolnośląskie	4	6	1	5	10		663	675	693	758	801		0,60%	0,89%	0,14%	0,66%	1,25%	
kujawsko-pomorskie	2	4	5	3	3		336	338	342	337	340		0,60%	1,18%	1,46%	0,89%	0,88%	
lubelskie	1	4	1	1	1		258	247	239	245	243		0,39%	1,62%	0,42%	0,41%	0,41%	
lubuskie	2	2	0	1	2		164	162	162	164	163		1,22%	1,23%	0,00%	0,61%	1,23%	
łódzkie	1	5	2	6	3		426	429	434	445	440		0,23%	1,17%	0,46%	1,35%	0,68%	
małopolskie	1	7	9	2	5		653	666	676	703	726		0,15%	1,05%	1,33%	0,28%	0,69%	
mazowieckie	8	8	12	17	17		2 785	2 861	3 059	3 290	3 500		0,29%	0,28%	0,39%	0,52%	0,49%	
opolskie	0	0	1	0	2		107	107	111	118	129		0,00%	0,00%	0,90%	0,00%	1,55%	
podkarpackie	1	4	2	0	3		231	235	238	244	249		0,43%	1,70%	0,84%	0,00%	1,20%	
podlaskie	0	1	1	0	2		100	104	105	107	111		0,00%	0,96%	0,95%	0,00%	1,80%	
pomorskie	1	2	2	0	6		731	749	773	798	816		0,14%	0,27%	0,26%	0,00%	0,74%	
śląskie	8	12	4	9	13		1 022	1 034	1 077	1 137	1 174		0,78%	1,16%	0,37%	0,79%	1,11%	
świętokrzyskie	0	2	0	0	4		224	222	223	222	222		0,00%	0,90%	0,00%	0,00%	1,80%	
warmińsko-mazurskie	1	1	0	0	1		128	129	134	141	142		0,78%	0,78%	0,00%	0,00%	0,70%	
wielkopolskie	0	5	3	4	10		765	760	794	822	858		0,00%	0,66%	0,38%	0,49%	1,17%	
zachodniopomorskie	1	2	0	6	2		249	251	262	266	268		0,40%	0,80%	0,00%	2,26%	0,75%	
Ogółem	31	65	43	54	84		8 842	8 969	9 322	9 797	10 182		0,35%	0,72%	0,46%	0,55%	0,82%	

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GUS oraz ogłoszeń w Dzienniku Urzędowym Monitorze Sądowym i Gospodarczym w latach 2008–2012.

Jak wykazało przeprowadzone badanie największej postanowień o upadłości spółek akcyjnych występowało w branżach takich, jak: budownictwo, usługi (inne), handel hurtowy, handel detaliczny (tabela 8). W badanym okresie odnotowano najmniej ogłoszonych upadłości w sektorach: energetyka, przemysł chemiczny, telekomunikacja, przemysł ceramiki, informatyka.

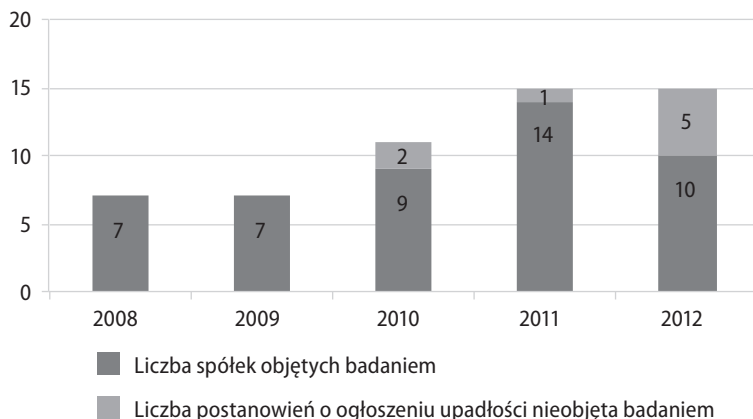
**Tabela 8. Liczba ogłoszonych upadłości spółek akcyjnych według branży w latach 2008–2012**

Branża	Liczba upadłości	Branża	Liczba upadłości	Branża	Liczba upadłości
Budownictwo	53	Deweloperzy	5	Przemysł surowcowy	3
Usługi inne	23	Finanse inne	5	Handel hurtowy, przemysł chemiczny	2
Handel detaliczny	17	Przemysł motoryzacyjny	5	Informatyka	2
Handel hurtowy	13	Handel hurtowy, przemysł spożywczy	4	Przemysł ceramiki	2
Przemysł lekki	13	Hotele i Restauracje	4	Telekomunikacja	2
Przemysł metalowy	13	Przemysł inne	4	Energetyka	1
Transport	13	Przemysł materiałów budowlanych	4	Handel hurtowy, handel detaliczny	1
Przemysł spożywczy	11	Przemysł metalurgiczny	4	Handel hurtowy, przemysł paliwowy	1
Przemysł drzewny	9	Przemysł szklarski	4	Przemysł chemiczny	1
Przemysł elektromaszynowy	9	Handel hurtowy, przemysł lekki	3	Niezidentyfikowane	37
Przemysł tworzyw sztucznych	6	Media	3		

Źródło: opracowanie własne na podstawie ogłoszeń w Dzienniku Urzędowym Monitorze Sądowym i Gospodarczym w latach 2008–2012.

Liczba upadłości spółek akcyjnych ogłoszonych przez sądy rejonowe w Warszawie w latach 2008–2012 jest rosnąca. Łącznie zostało ogłoszonych 55 upadłości, z czego badaniem objęto 47 spółek (rysunek 4).

**Rysunek 4. Liczba spółek objętych badaniem w stosunku do ogólnej liczby upadłości spółek akcyjnych ogłoszonych przez sądy rejonowe w Warszawie w latach 2008–2012**



Źródło: opracowanie własne na podstawie ogłoszeń w Dzienniku Urzędowym Monitorze Sądowym i Gospodarczym w latach 2008–2012.

Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy, X Wydział Gospodarczy ds. Upadłościowych i Naprawczych wydał 47 postanowień o ogłoszeniu upadłości, z czego 38 postanowień dotyczyło upadłości obejmującej likwidację majątku, a 9 – upadłości układowej. Natomiast Sąd Rejonowy dla Warszawy Pragi–Północ, IX Wydział Gospodarczy ds. Upadłościowych i Naprawczych wydał łącznie 8 postanowień o upadłości spółki, w tym 4 postanowienia o likwidacji oraz 4 o upadłości przedsiębiorstwa z opcją układu (tabela 9).

**Tabela 9. Liczba upadłości ogłoszonych przez sądy rejonowe w Warszawie w podziale na rodzaje upadłości**

Rodzaj upadłości	Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy	Sąd Rejonowy dla Warszawy Pragi–Północ	Suma
Upadłość likwidacyjna	38	4	42
Upadłość układowa	9	4	13
<b>Suma</b>	<b>47</b>	<b>8</b>	<b>55</b>

Źródło: opracowanie własne na podstawie ogłoszeń w Dzienniku Urzędowym Monitorze Sądowym i Gospodarczym w latach 2008–2012.

Łącznie zostało przeanalizowanych 67 wniosków o ogłoszenie upadłości dotyczących 47 spółek. Do badania zakwalifikowało się 37 spółek, gdzie została ogłoszona upadłość likwidacyjna (79% badanych przypadków) oraz 10 z upadłością układową (21%).

W większości przypadków spółki akcyjne, u których pojawiły się problemy uniemożliwiające kontynuowanie działalności gospodarczej, same składały wnioski do sądów (30 wniosków). Jednak były też i takie spółki, dla których złożono kilka wniosków, np. przez wierzyciela lub kilku wierzycieli i dłużnika (32) lub też wniosek został złożony tylko przez wierzyciela (5).

Jak pokazało badanie (tabela 10), najczęściej ogłoszonych upadłości w Warszawie, wśród spółek akcyjnych wystąpiło w branżach takich, jak: budownictwo oraz usługi. Najmniej upadłości zostało ogłoszonych wśród spółek zajmujących się różnego rodzaju przemysłem oraz telekomunikacją.

**Tabela 10. Liczba upadłości ogłoszonych przez sądy rejonowe w Warszawie w podziale na branże, w jakich działały spółki**

Branże	Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy	Sąd Rejonowy dla Warszawy Pragi-Północ	Suma
Budownictwo	7	2	9
Usługi	6	1	7
Handel detaliczny	4	1	4
Handel hurtowy	3	–	3
Hotele i Restauracje	2	–	2
Finanse inne	2	–	2
Media	2	–	2
Transport	2	–	2
Informatyka	2	–	2
Przemysł elektromaszynowy	1	1	2
Telekomunikacja	1	–	1
Przemysł inne	1	–	1
Przemysł chemiczny	1	–	1
Przemysł surowcowy	1	–	1
Przemysł spożywczy	1	–	1
Przemysł tworzyw sztucznych	–	1	1
Przemysł drzewny	–	1	1
Brak	11	1	12
<b>Suma</b>	<b>47</b>	<b>8</b>	<b>55</b>

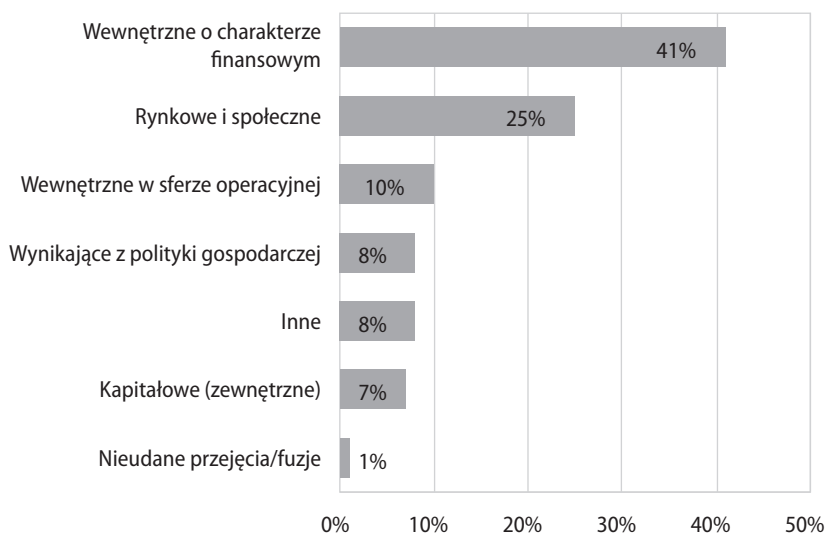
Źródło: opracowanie własne na podstawie klasyfikacji PKD danego przedsiębiorstwa dostępnej w wyszukiwarce REGON Głównego Urzędu Statystycznego<sup>20</sup>.

<sup>20</sup> Zob. pkt 6.1 Metodologia badań.

### 6.3. Analiza przyczyn upadłości spółek akcyjnych

Z analizy przyczyn upadłości spółek akcyjnych (rysunek 5), jakie zostały opisane we wnioskach o ogłoszenie upadłości, wynika, że główne przyczyny, jakie wskazywano, można zaliczyć do kategorii problemów wewnętrznych spółki związanych ze sferą finansową (41%). Druga grupa przyczyn, która odnotowała dość wysoką liczbę poszczególnych wskazań, jest związana z przyczynami zewnętrznymi, powiązanymi z sytuacją rynkową i zachowaniami społecznymi (25%). Na rysunku 5 przedstawiono inne kategorie przyczyn uporządkowane według liczby wskazań. Warto odnotować, że grupy przyczyn takie, jak: wewnętrzne o charakterze wewnątrzorganizacyjnym oraz nieprzewidziane okoliczności (zdarzenia losowe) nie były wskazywane jako czynniki przyczyniające się do upadłości badanych spółek akcyjnych.

Rysunek 5. Kategorie przyczyn upadłości przedsiębiorstw



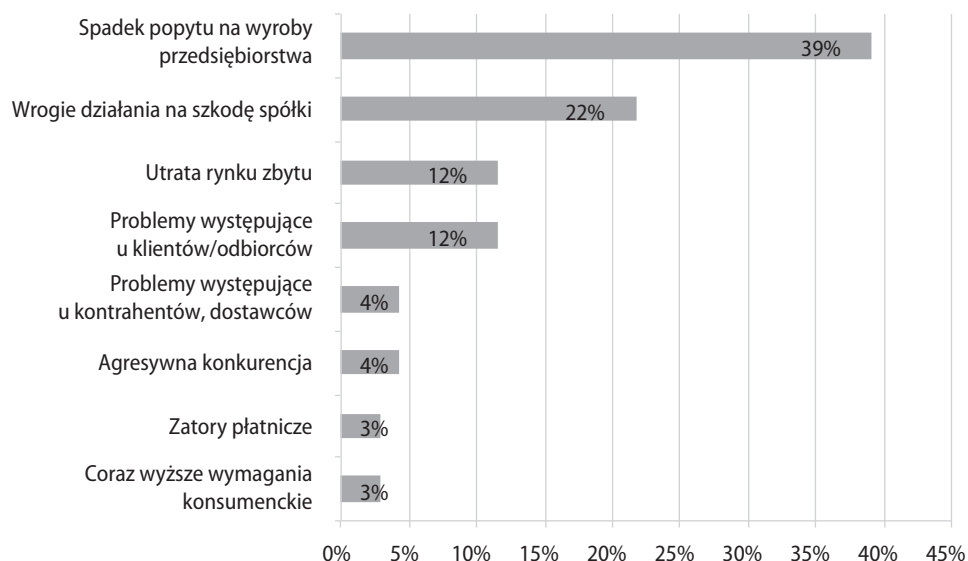
Źródło: opracowanie własne.

#### 6.3.1. Analiza przyczyn zewnętrznych

Dokonując analizy przyczyn zewnętrznych, można stwierdzić, że największe znaczenie miały czynniki rynkowe i społeczne (rysunek 6), wśród których *spadek popytu na wyroby przedsiębiorstwa* (39%) był czynnikiem dominującym. Jednocześnie dość istotną przyczyną upadłości w tej kategorii były *wrogie działania na szkodę*

spółki przez kontrahentów i mające związek z tym trudności w realizacji umowy (22%). Tak samo istotne były *utrata rynku zbytu* (kurczenie się rynku na dany produkt, ograniczenie dostępności) oraz *problemy występujące u klientów* (odbiorców), co wiąże się z poziomem dochodów ludności, modelem konsumpcji, skłonnością do oszczędzania i konsumowania dochodów. Najmniejsze znaczenie miały *zatory płatnicze* oraz *coraz wyższe wymagania konsumenckie*.

Rysunek 6. Przyczyny rynkowe i społeczne upadłości badanych spółek akcyjnych

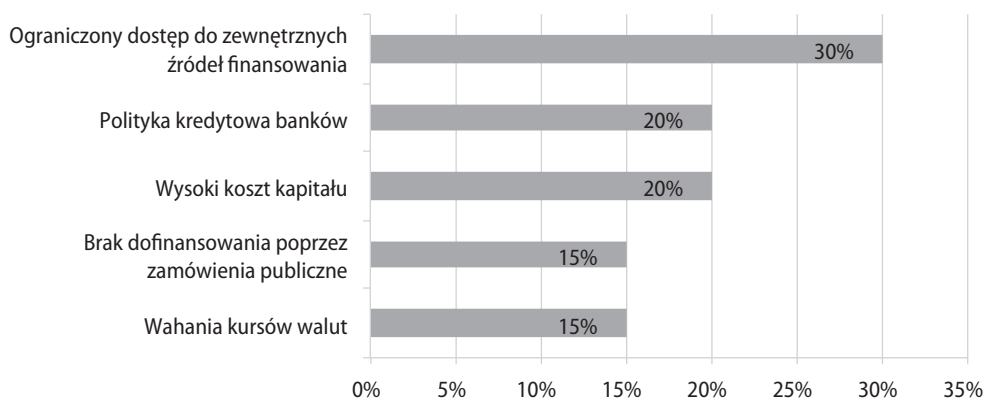


Źródło: opracowanie własne.

Wśród przyczyn zewnętrznych kapitałowych (rysunek 7) największy wpływ na upadłości miał *ograniczony dostęp do zewnętrznych źródeł finansowania* (30%). Istotne czynniki to też *polityka kredytowa banków*, głównie brak kredytów inwestycyjnych dostosowanych do możliwości przedsiębiorstw, oraz *wysoki koszt kapitału* (prowizje i opłaty bankowe).

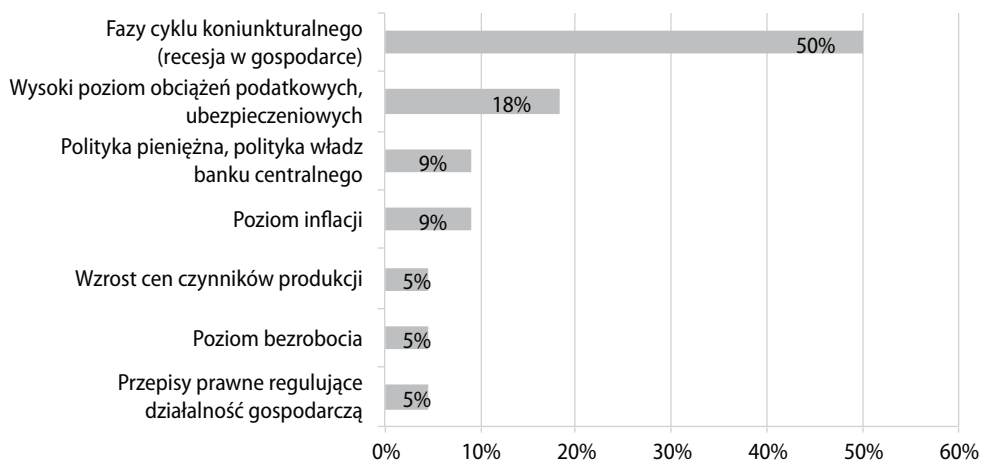
W grupie przyczyn upadłości spółek akcyjnych wynikających z polityki gospodarczej (rysunek 8) największe znaczenie miały *fazy cyklu koniunkturalnego*, a głównie recesja w gospodarce (w latach 2008–2009) oraz jej skutki – 50%. Najmniejszy wpływ na analizowane spółki miał *wzrost cen czynników produkcji, poziom bezrobocia i obowiązujące przepisy prawne regulujące działalność gospodarczą oraz ich zmiana*.

Rysunek 7. Przyczyny kapitałowe zewnętrzne upadłości badanych spółek akcyjnych



Źródło: opracowanie własne.

Rysunek 8. Przyczyny upadłości badanych spółek akcyjnych wynikające z polityki gospodarczej



Źródło: opracowanie własne.

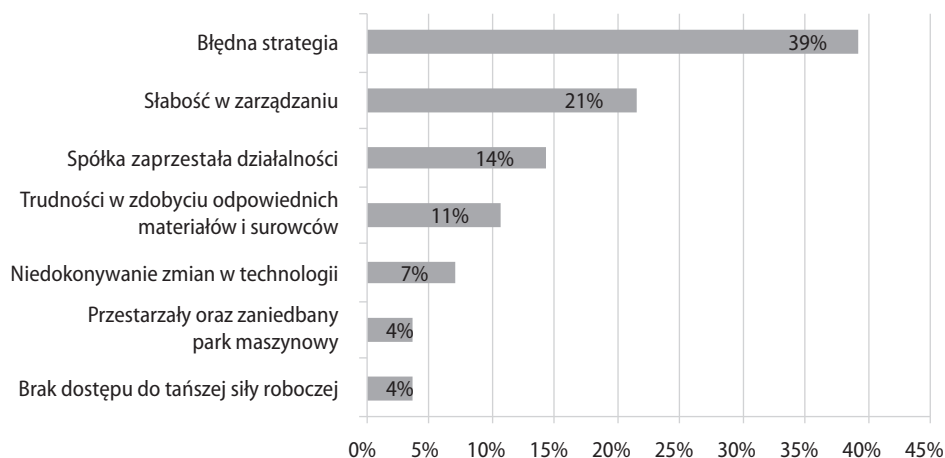
### 6.3.2. Analiza przyczyn wewnętrznych

Analizując przyczyny wewnętrzne upadłości spółek, należy stwierdzić, że najczęściej wskazanych zyskały grupy, w których znajdują się czynniki finansowe oraz decydujące o działalności operacyjnej przedsiębiorstwa. Kategoria przyczyn wewnętrznych – w sferze operacyjnej (rysunek 9) pokazuje, że najczęstszym problemem jest



przyjęcie *błędnej strategii* (39%) oraz *niewłaściwe zarządzanie* (21%), z czym wiąże się nieodpowiednie zarządzanie przez osoby na najwyższych stanowiskach, brak doświadczenia i odpowiednich kompetencji. Najmniejsza liczba wskazań dotyczy *braku dostępu do siły roboczej* oraz *przestarzały czy zaniedbany park maszynowy*.

**Rysunek 9. Przyczyny upadłości wewnętrzne, w sferze operacyjnej badanych spółek akcyjnych**



Źródło: opracowanie własne.

**Rysunek 10. Przyczyny upadłości wewnętrzne o charakterze finansowym badanych spółek akcyjnych**



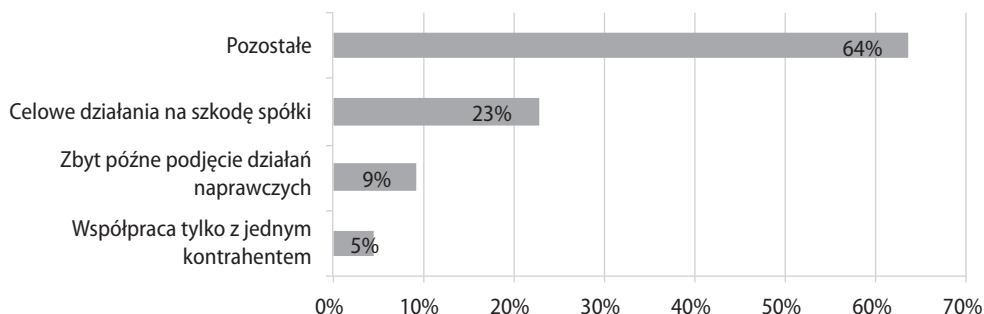
Źródło: opracowanie własne.

Wśród kategorii przyczyn wewnętrznych o charakterze finansowym (rysunek 10) największe znaczenie miały: *wzrost zobowiązań, w tym przeterminowanych* – 21%, *ujemny wynik finansowy* – 15% (brak rentowności), *utrata płynności finansowej*, oraz *słabe zarządzanie należnościami, środkami finansowymi* (brak kapitału, głównie obrotowego, niezbędnego do prowadzenia danej działalności gospodarczej).

### 6.3.3. Analiza innych przyczyn upadłości

Dodatkową kategorią przyczyn były przyczyny inne (rysunek 11), które nie dotyczyły bezpośrednio ani sfery wewnętrznej działalności przedsiębiorstwa, ani negatywnego oddziaływania otoczenia spółki czy też określonych warunków rynkowych. Wśród tej kategorii najwięcej przyczyn można było zakwalifikować do kategorii pozostałe. Były to różne sytuacje, z jakimi musiało zmierzyć się przedsiębiorstwo, a zostały opisane we wnioskach o ogłoszenie upadłości. Kilka badanych przypadków dotyczyło sytuacji celowego działania na szkodę spółki oraz świadomego wprowadzania środków z przedsiębiorstwa.

Rysunek 11. Inne przyczyny upadłości badanych spółek akcyjnych



Źródło: opracowanie własne.

### 6.3.4. Hierarchia przyczyn upadłości

Na podstawie przeprowadzonego badania ustalono hierarchię przyczyn upadłości spółek akcyjnych w Polsce, która została przedstawiona na rysunku 12. Obejmuje ona 9 przyczyn, którym przyporządkowano przeciętnie najwyższą liczbę wskazań. Biorąc pod uwagę liczbę występowania danej przyczyny, można wskazać,

że dominują przyczyny o charakterze wewnętrznym, czyli takie, na które spółka miała bezpośredni wpływ.

Rysunek 12. Hierarchia przyczyn upadłości badanych spółek akcyjnych



Źródło: opracowanie własne.

Wśród przyczyn upadłości wewnętrznych najliczniej w hierarchii występowały przyczyny o charakterze finansowym. W ramach tej kategorii najwięcej wskazań odnotowano dla wzrostu zobowiązań, w tym przeterminowanych. Analizując wnioski o ogłoszenie upadłości, można zauważyć, że dość często wskazywaną przyczyną jest wzrost wymagalnych zobowiązań; przyczyna ta jest podawana przez przedsiębiorców w nawiązaniu do obowiązującego prawa, gdzie podstawą ogłoszenia upadłości jest niewypłacalność, która wynika z niewykonywania wymagalnych zobowiązań.

## 7. Podsumowanie

Na podstawie przeprowadzonego badania, którego celem była identyfikacja przyczyn upadłości spółek akcyjnych w latach 2008–2012, można sformułować kilka ważnych wniosków końcowych.

1. Większość przyczyn upadłości analizowanych spółek akcyjnych miała charakter endogeniczny – były zależne od przedsiębiorstwa. Dominującymi przyczynami były te w sferze finansowej, a wśród nich największy wpływ miały: wzrost

- zobowiązań, ujemny wynik finansowy (brak rentowności), utrata płynności finansowej, słabe zarządzanie środkami finansowymi, należnościami.
2. Często dopiero zjawiska o charakterze finansowym (brak możliwości spłaty zobowiązań) są dla zarządzających wystarczającą przesłanką złożenia wniosku o ogłoszenie upadłości. Jednak zazwyczaj są one poprzedzone wcześniejszymi zdarzeniami, z którymi przedsiębiorstwo sobie nie poradziło. I to właśnie te zdarzenia są najczęściej pierwotnymi przyczynami upadłości.
  3. Według przepisów Prawa upadłościowego i naprawczego *Upadłość ogłasza się w stosunku do dłużnika, który stał się niewypłacalny*<sup>21</sup> oraz *Dłużnika uważa się za niewypłacalnego, jeżeli nie wykonuje swoich wymagalnych zobowiązań pieniężnych*<sup>22</sup>. W związku z przytoczonymi artykułami i przejrzanymi wnioskami o ogłoszenie upadłości można stwierdzić, że część zarządzających analizowanymi spółkami akcyjnymi wykorzystuje te przepisy prawne i w uzasadnieniu dołączonym do wniosku stosuje to uogólnienie prawne, spełniając tym samym wymogi formalne wniosku. Dlatego można domniemywać, że rzeczywiste ekonomiczne przyczyny upadłości tych spółek są inne i nie są wskazywane bezpośrednio we wniosku o ogłoszenie upadłości.
  4. Inną kwestią, jaka została zaobserwowana podczas przeprowadzania badań, jest brak standaryzacji w zakresie konstrukcji wniosku o ogłoszenie upadłości. Jedyne dane wskazane w Prawie upadłościowym i naprawczym – art. 22–24 – są dla wszystkich obowiązujące, ale, w naszej opinii, są one niedostateczne. Wskazane byłoby ujednoczenie przepisów prawa, szczególnie w zakresie struktury wniosku o ogłoszenie upadłości, umożliwiające badanie rzeczywistych, ekonomicznych przyczyn upadłości. Propozycją może być stworzenie formularza przyczyn ogłoszenia upadłości, w formie załącznika do składanego wniosku. Autorska propozycja takiego załącznika została przedstawiona w tabeli 11. Katalog przyczyn byłby uporządkowanym i podlegającym kategoryzacji wykazem przyczyn, jakie opisane są w literaturze przedmiotu. Dodatkowo każdy formularz zawierałby miejsce na opisanie innych specyficznych przyczyn, niewystępujących w ogólnym katalogu. Takie rozwiązanie pozwoliłoby analizować zjawisko upadłości przedsiębiorstw w ujęciu statystycznym (budować statystykę upadłości), nie tylko pod względem ilościowym, lecz także w ujęciu jakościowym. Podejście to miałoby na celu umożliwienie prowadzenia stałego i kompleksowego systemu identyfikacji przyczyn upadłości, który byłby weryfikowany i aktualizowany o poszczególne

---

<sup>21</sup> Ustawa Prawo upadłościowe i naprawcze, Art. 10.

<sup>22</sup> Ibidem, Art. 11.

zidentyfikowane przyczyny, co zapewniłoby możliwość podejmowania działań w ujęciu systemowym.

**Tabela 11. Formularz przyczyn złożenia wniosku o ogłoszenie upadłości przedsiębiorstw**

PRZYCZYNY ZŁOŻENIA WNIOSKU O OGŁOSZENIE UPADŁOŚCI
<b>Rynkowe i społeczne</b>
1. Spadek popytu na wyroby przedsiębiorstwa
2. Spadek popytu na wyroby na rynkach zagranicznych
3. Wzrost konkurencji
4. Agresywne działania konkurencji (wojna cenowa)
5. Coraz wyższe wymagania konsumenckie
6. Silna konkurencja zagraniczna
7. Nieudana ekspansja rynkowa (tworzenie i wprowadzanie na rynek nowych produktów lub nieudane wejście na nowy rynek zbytu)
8. Zatory płatnicze
9. Zmniejszający się rynek zbytu
10. Zróznicowany charakter podmiotów w poszczególnych ogniwach biznesu
11. Problemy występujące u klientów/odbiorców (poziom dochodów ludności, model konsumpcji, skłonność do oszczędzania i konsumowania dochodów)
12. Problemy występujące u dostawców/kontrahentów
13. Zmiana technologii (tempo zmian technologicznych, skala nowości zmian w zakresie oferowanego asortymentu oraz wyposażenia niezbędnego do jego wytworzenia)
14. Oszustwa dokonane przez pracowników
15. Utrata rynku zbytu (kurczenie się rynku na dany produkt, ograniczenie dostępności)
16. Niedostosowanie przedsiębiorstwa do zmian otoczenia lokalnego, regionalnego i krajowego
17. Wrogie działania na szkodę spółki podejmowane przez kontrahentów / trudności w realizacji umowy
<b>Kapitałowe</b>
1. Ograniczony dostęp do zewnętrznych źródeł finansowania
2. Wahania kursów walut
3. Wysoki stopień formalizacji i biurokratyzacji procedur uzyskania zewnętrznego dofinansowania
4. Wysoki koszt kapitału (prowinizje i opłaty bankowe)
5. Brak dofinansowania poprzez zamówienia publiczne
6. Polityka kredytowa banków (brak kredytów inwestycyjnych dostosowanych do możliwości przedsiębiorstw i in.)
<b>Wynikające z polityki gospodarczej</b>
1. Niekorzystne regulacje na rynku pracy i w sferze ubezpieczeń społecznych
2. Zmniejszanie ulg podatkowych
3. Wysoki poziom obciążeń podatkowych, ubezpieczeniowych

4. Skomplikowany i niejasny system podatkowy
5. Wymogi stawiane przez instytucje ochrony środowiska
6. Liberalizacja importu w ramach UE
7. Liberalizacja importu z obszaru poza UE
8. Niekorzystne zmiany przepisów prawnych regulujących działalność gospodarczą
9. Poziom inflacji
10. Poziom bezrobocia
11. Recesja lub spowolnienie w gospodarce (fazy cyklu koniunkturalnego)
12. Wzrost cen czynników produkcji
13. Polityka pieniężna, polityka władz banku centralnego
<b>Nieprzewidziane okoliczności – czynniki losowe</b>
<i>Wewnętrzne – w sferze operacyjnej</i>
1. Słabość w zarządzaniu (nieodpowiednie osoby na stanowisku dyrektora generalnego i na najwyższym szczeblu, brak doświadczenia i odpowiednich kompetencji)
2. Błędna strategia
3. Niedokonywanie zmian w technologii wytwarzania produktów
4. Niedostosowanie jakości wyrobów do jakości wyrobów konkurencyjnych
5. Niepodjęcie produkcji nowych produktów, niewykorzystanie przez przedsiębiorstwo potencjalnych możliwości, jakie stwarza zwiększenie skali produkcji
6. Brak dostępu do tańszej siły roboczej
7. Przeszarżały oraz zaniedbany park maszynowy
8. Niedostateczne działania marketingowe
9. Brak reklamy lub nieefektywne i niegospodarne wydatki na reklamę
10. Zła organizacja dystrybucji i obsługi posprzedażowej
11. Trudności w zdobyciu odpowiednich materiałów i surowców
12. „Szttywny” proces podejmowania decyzji
13. Brak spełniania norm sanitarnych/weterynaryjnych
14. Zła lokalizacja
15. Słaba obsługa posprzedażowa
16. Brak wydatków na badania rynkowe i wiedzy o preferencjach zakupowych klientów
17. Nieaktualne materiały promocyjne lub ich brak
<i>Wewnętrzne – o charakterze finansowym</i>
1. Brak odpowiedniej kontroli finansowej i audytu wewnętrznego (prognozy przepływów pieniężnych, systemy kosztowe, budżetowanie, kontrolowanie kluczowych mierników efektywności)
2. Wysoki wskaźnik dźwigni finansowej (zadłużenie / kapitał własny)
3. Zachowawcza polityka finansowa (brak reinwestowania środków w urządzenia i wyposażenie)
4. Wysokie zadłużenie
5. Wzrost zobowiązań, w tym przeterminowanych

6. Słabe zarządzanie należnościami, środkami finansowymi (brak kapitału, głównie obrotowego, niezbędne do prowadzenia danej działalności gospodarczej)
7. Wzrost zapotrzebowania na kredyty i pożyczki oraz opóźnienia w ich spłacie
8. Doprowadzenie do utraty zdolności kredytowej w wyniku utraty wiarygodności i możliwości zabezpieczenia kredytu
9. Ujemny wynik finansowy (brak rentowności)
10. Kreatywna (agresywna) rachunkowość
11. Utrata płynności finansowej
12. Wysoki poziom kosztów ogółem
13. Niezdolność do terminowego wyegzekwowania należności lub do wyegzekwowania ich w ogóle – nieefektywna windykacja należności
14. Niewłaściwa lokata wolnych środków pieniężnych, prowadząca do ich zamrożenia, utraty lub zbyt niskiej stopy zwrotu
15. Brak wypłaty należnego wynagrodzenia dla pracowników / dywidendy dla akcjonariuszy
<b>Wewnętrzne – o charakterze wewnątrzorganizacyjnym</b>
1. Niska wydajność pracowników
2. Niedokonanie redukcji pracowników w stosownym czasie
3. Nadmiar pracowników w komórkach administracyjnych
4. Konflikty interpersonalne
5. Brak szkoleń pracowników
6. Słabo umotywowany personel
7. Inercja i bałagan organizacyjny
<b>Nieudane przejęcia/fuzje</b>
1. Przejęcie „przegranego” – firmy o słabej pozycji konkurencyjnej na własnym rynku, trudnej w restrukturyzacji
2. Zapłacenie zbyt wysokiej ceny za przejmowaną firmę
3. Słabe zarządzanie po przejęciu
<b>Niewłaściwie przeprowadzona prywatyzacja przedsiębiorstwa</b>
<i>Inne</i>
1. Celowe działania na szkodę spółki (świadome wyprowadzenie środków z przedsiębiorstwa)
2. Zbyt późne podjęcie działań naprawczych
3. Przeinwestowanie (zawieranie umów nierentownych już w momencie ich podpisania, lokowanie środków pieniężnych w wydierżawiony majątek)
4. Współpraca tylko z jednym kontrahentem
<i>Pozostałe</i>

Źródło: opracowanie własne.

## Bibliografia

1. [http://www.stat.gov.pl/cps/rde/xbcr/gus/PGWF\\_warunki\\_powstania\\_przedsiębiorstw\\_2007-2011.pdf](http://www.stat.gov.pl/cps/rde/xbcr/gus/PGWF_warunki_powstania_przedsiębiorstw_2007-2011.pdf).
2. [http://www.stat.gov.pl/gus/5840\\_822\\_PLK\\_HTML.htm?action=show\\_archive](http://www.stat.gov.pl/gus/5840_822_PLK_HTML.htm?action=show_archive).
3. *Informacja Statystyczna o ewidencji spraw i orzecznictwie w sądach powszechnych oraz o więziennictwie, Cz. II. Ewidencja spraw w sądach powszechnych według działów prawa i instancyjności*, Ministerstwo Sprawiedliwości, opracowania za lata 2004–2012, <http://bip.ms.gov.pl/pl/dzialalnosc/statystyki/statystyki-2012/>, dostęp 28.09.2013.
4. *Informacja Statystyczna o ewidencji spraw i orzecznictwie w sądach powszechnych oraz o więziennictwie, Cz. VII. Sprawy gospodarcze w 2011 r.*, Ministerstwo Sprawiedliwości, Warszawa 2012, <http://bip.ms.gov.pl/pl/dzialalnosc/statystyki/statystyki-2011/download,1721,6.html>, dostęp 28.09.2013.
5. Internetowy System Aktów Prawnych, Kancelaria Sejmu RP, <http://isap.sejm.gov.pl/>.
6. Kodeks Cywilny, Dz.U. z 1964 r. nr 16, poz. 93 z późn. zm.
7. Kodeks Spółek Handlowych, Dz.U. z 2000 r. nr 94, poz. 1037 z późn. zm.
8. Kuciński K., *Powody upadłości przedsiębiorstw*, w: *Zagrożenie upadłością*, red. K. Kuciński, E. Mączyńska, Materiały i Prace Instytutu Funkcjonowania Gospodarki Narodowej, tom XCIII, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2005.
9. *Monitor Sądowy i Gospodarczy. Przeglądanie Monitorów*, Ministerstwo Sprawiedliwości, od nr 1/2008 (2850) do nr 13/2013 (4130), <https://ems.ms.gov.pl/msig/przegladaniemonitorow>.
10. *Nowy słownik języka polskiego*, red. E. Sobol, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.
11. *Prawo upadłościowe i naprawcze*, Dz.U. z 2012 r., poz. 1112 z późn. zm., Internetowy System Aktów Prawnych, dostęp 18.08.2013, <http://isap.sejm.gov.pl/Download?id=WDU20120001112&type=3>.
12. *Raport Coface nt. upadłości firm w Polsce w 2009 roku*, Informacje prasowe, Coface Poland, Warszawa 6 stycznia 2010, [http://www.coface.pl/CofacePortal/ShowBinary/BEA%20Repository/PL/pl\\_PL/documents/Raport\\_Coface\\_upadlosci\\_caly\\_2009](http://www.coface.pl/CofacePortal/ShowBinary/BEA%20Repository/PL/pl_PL/documents/Raport_Coface_upadlosci_caly_2009), dostęp 31.07.2013.
13. *Raport Coface nt. upadłości firm w Polsce w 2010 roku*, Informacje prasowe, Coface Poland, Warszawa 4 stycznia 2011, [http://www.coface.pl/CofacePortal/ShowBinary/BEA%20Repository/PL/pl\\_PL/documents/Raport\\_Coface\\_upadlosci\\_caly\\_2010](http://www.coface.pl/CofacePortal/ShowBinary/BEA%20Repository/PL/pl_PL/documents/Raport_Coface_upadlosci_caly_2010), dostęp 31.07.2013.



14. *Raport Coface nt. upadłości firm w Polsce w 2011 roku*, Informacje prasowe, Coface Poland, Warszawa 2 stycznia 2012, [http://www.coface.pl/CofacePortal/ShowBinary/BEA%20Repository/PL/pl\\_PL/documents/Raport\\_upadlosci\\_caly\\_2011\\_COFACE](http://www.coface.pl/CofacePortal/ShowBinary/BEA%20Repository/PL/pl_PL/documents/Raport_upadlosci_caly_2011_COFACE), dostęp 31.07.2013.
15. *Raport Coface nt. upadłości firm w Polsce w 2012 roku*, Informacje prasowe, Coface Poland, Warszawa 2 stycznia 2013, [http://www.coface.pl/CofacePortal/ShowBinary/BEA%20Repository/PL/pl\\_PL/documents/Raport\\_Coface\\_Upadlosci\\_caly2012](http://www.coface.pl/CofacePortal/ShowBinary/BEA%20Repository/PL/pl_PL/documents/Raport_Coface_Upadlosci_caly2012), dostęp 31.07.2013.
16. *Raport Coface nt. upadłości firm w Polsce*, Informacje prasowe, Coface Poland, Warszawa 12 stycznia 2009, [http://www.coface.pl/CofacePortal/ShowBinary/BEA%20Repository/PL/pl\\_PL/documents/20090112\\_Inf\\_Pras\\_upadlosci\\_caly\\_2008](http://www.coface.pl/CofacePortal/ShowBinary/BEA%20Repository/PL/pl_PL/documents/20090112_Inf_Pras_upadlosci_caly_2008), dostęp 31.07.2013.
17. Szczerbak M., *Przyczyny upadłości przedsiębiorstw w świetle opinii syndyków i nadzorców sądowych*, w: *Zagrożenie upadłością*, red. K. Kuciński, E. Mączyńska, Materiały i Prace Instytutu Funkcjonowania Gospodarki Narodowej, tom XCIII, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2005.
18. Tokarski A., *Charakterystyka podstawowych rodzajów upadłości firm*, w: *Rola przedsiębiorczości w edukacji*, red. Z. Ziolo, T. Rachwał, Zakład Przedsiębiorczości i Gospodarki Przestrzennej, Instytutu Geografii Uniwersytetu Pedagogicznego w Krakowie, Wydawnictwo Nowa Era, Warszawa–Kraków 2012, <http://p-e.up.krakow.pl/article/view/119/59>, dostęp 9.08.2013.
19. *Warunki powstania i działania oraz perspektywy rozwojowe polskich przedsiębiorstw powstałych w latach 2007–2011*, Informacje i opracowania statystyczne, Główny Urząd Statystyczny, Warszawa 2013, <http://stat.gov.pl/obszary-tematyczne/podmioty-gospodarcze-wyniki-finansowe/przedsiębiorstwa-niefinansowe/warunki-i-powstania-i-dzialania-oraz-perspektywy-rozwojowe-polskich-przedsiębiorstw-powstałych-w-latach-2008–2012,16,11.html>, dostęp 28.09.2013.
20. Wieczerzyńska B., *Kryzys w przedsiębiorstwie*, CeDeWu, Warszawa 2009.
21. Wyszukiwarka podmiotów gospodarki narodowej, Główny Urząd Statystyczny, <http://www.stat.gov.pl/regon/>.
22. Wyszukiwarka Podmiotów KRS, Ministerstwo Sprawiedliwości, <https://ems.ms.gov.pl/krs/wyszukiwaniepodmiotu?t:lb=t>. *Zmiany strukturalne grup podmiotów gospodarki narodowej w rejestrze REGON*, Informacje i opracowania statystyczne, Główny Urząd Statystyczny, opracowania za lata 2004–2012, <http://www.stat.gov.pl>, dostęp 28.09.2013.

---

## Analysis of Stock Companies Bankruptcies in Poland in the years 2008–2012

---

### Summary

The article presents the determinants and circumstances in which a corporate bankruptcy may be declared in Poland. It analyses current Polish regulations on corporate bankruptcy and defines the notion of bankruptcy from the legal and economic perspectives. It shows different kinds of corporate bankruptcy according to different criteria. It characterizes and describes bankruptcy statistics of business entities in Poland.

The article focuses on the reasons for stock company bankruptcies. A research was conducted in order to identify and determine the reasons for bankruptcies of Polish companies. Their categorization and classification were made and hierarchisation proposed. The survey focuses on the sample of Polish companies whose bankruptcies were declared by Warsaw courts of law in the years 2008–2012.

**Keywords:** corporate bankruptcy, reasons for corporate bankruptcy

---

*Piotr Zygmantowski*

Wydział Ekonomii

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

# Finansowanie działalności przedsiębiorstw z wykorzystaniem IPO na polskim rynku kapitałowym

---

## Streszczenie

Celem artykułu jest odpowiedź na pytanie, w jaki sposób przedsiębiorstwa wykorzystują ofertę pierwotną instrumentów udziałowych i dłużnych w celu pozyskania finansowania z publicznego rynku kapitałowego w Polsce. W pierwszej części artykułu przedstawiono źródła finansowania działalności przedsiębiorstw oraz budowę rynku kapitałowego. W drugiej części scharakteryzowano proces pozyskiwania finansowania z rynku akcyjnego i rynku obligacji. Trzecia część artykułu zawiera wyniki badań nad ofertami pierwotnymi na polskim rynku kapitałowym w okresie ostatnich pięciu lat, tj. w latach 2009–2013. Następnie przedstawione zostały wnioski autora, a także wskazano obszary wymagające dalszej analizy. Przeprowadzone badania w pełni pozwoliły na realizację zakładanego celu niniejszego opracowania. Wyniki potwierdzają hipotezę główną, mówiącą o tym, że pierwotna oferta sprzedaży obligacji z wykorzystaniem publicznego rynku instrumentów dłużnych odgrywa coraz istotniejszą rolę w zakresie pozyskiwania finansowania przez przedsiębiorstwa w porównaniu z finansowaniem poprzez pierwotną ofertę sprzedaży akcji. Weryfikacja hipotezy cząstkowej dotyczącej finansowania działalności przez przedsiębiorstwa w pierwszej kolejności poprzez ofertę pierwotną sprzedaży obligacji, a dopiero w drugiej kolejności poprzez przeprowadzenie pierwotnej oferty sprzedaży akcji wykazała, że w latach 2009–2013 przedsiębiorstwa finansowały swoją działalność niezgodnie z teorią hierarchii źródeł finansowania Myersa i Majlufa; decydowały się w pierwszej kolejności przeprowadzić pierwotną ofertę sprzedaży

akcji, a dopiero w drugiej kolejności – na pierwotną ofertę sprzedaży obligacji. Weryfikacja drugiej hipotezy częściowej udowodniła, że przedsiębiorstwa pozyskują średnio więcej kapitału w ujęciu jednostkowym w wyniku przeprowadzania pierwotnej oferty emisji obligacji niż w przypadku pierwotnej oferty emisji akcji.

**Słowa kluczowe:** akcje, obligacje, IPO, finansowanie działalności, rynek kapitałowy

---

## 1. Wprowadzenie

Opracowanie składa się z wprowadzenia, trzech części i zakończenia. Wprowadzenie zawiera określenie celu niniejszego artykułu oraz hipotezy główną i częściową. W pierwszej części przedstawione zostały źródła finansowania działalności przedsiębiorstw oraz dokładnej charakterystyce poddano budowę i funkcjonowanie rynku kapitałowego oraz instytucji na nim funkcjonujących. W drugiej części zawarto opis sposobu pozyskania finansowania przez przedsiębiorstwa poprzez przeprowadzenie oferty pierwotnej w drodze emisji akcji na rynku głównym GPW i rynku alternatywnym NewConnect lub w drodze emisji obligacji na rynku Catalyst. W trzeciej z części przedstawione zostały wyniki badań dotyczących IPO przeprowadzonych na polskim rynku kapitałowym w latach 2009–2013, ilości i wartości ofert pierwotnych, a także ich średniej wartości z wyszczególnieniem rynku głównego GPW, rynku NewConnect i rynku Catalyst. Podsumowanie zawiera ostateczną weryfikację hipotezy głównej oraz hipotez częściowych, a także wskazanie obszarów, które wymagają dalszej analizy.

Począwszy od września 2009 r. polski rynek kapitałowy daje podmiotom gospodarczym możliwość finansowania swojej działalności nie tylko poprzez przeprowadzenie pierwotnej oferty sprzedaży akcji nowej emisji na rynku głównym GPW lub rynku NewConnect, lecz także poprzez przeprowadzenie pierwotnej oferty sprzedaży obligacji na rynku Catalyst. Dynamiczny rozwój rynku dedykowanego instrumentom dłużnym sprawił, że otwartym pozostaje pytanie, w jaki sposób przedsiębiorstwa wykorzystują instrumenty udziałowe i dłużne do przeprowadzenia oferty pierwotnej w celu pozyskania finansowania z publicznego rynku kapitałowego w Polsce.

Celem niniejszego artykułu jest odpowiedź na powyższe pytanie poprzez weryfikację hipotezy głównej, zgodnie z którą:

- pierwotna oferta sprzedaży obligacji z wykorzystaniem publicznego rynku instrumentów dłużnych odgrywa coraz istotniejszą rolę w zakresie pozyskiwania

finansowania przez przedsiębiorstwa w porównaniu z finansowaniem poprzez pierwotną ofertę sprzedaży akcji.

W niniejszym opracowaniu uwzględnione zostały również hipotezy cząstkowe, które pozwalają na uzupełnienie hipotezy głównej, w tym:

- przedsiębiorstwa w pierwszej kolejności decydują się na pozyskanie kapitału w drodze oferty pierwotnej sprzedaży obligacji, dopiero w drugiej kolejności decydują się na przeprowadzenie pierwotnej oferty sprzedaży akcji,
- przedsiębiorstwa pozyskują jednostkowo więcej kapitału w ramach oferty pierwotnej na rynku instrumentów dłużnych niż w ramach oferty pierwotnej na rynku instrumentów udziałowych.

## 2. Finansowanie działalności przedsiębiorstw

Sukces przedsiębiorstwa, które funkcjonuje w gospodarce rynkowej, zależy nie tylko od trafnego wyboru zakresu działalności, sprawnego systemu zarządzania oraz osiągniętej rentowności. W dużej mierze jest on uzależniony także od właściwego wyboru źródeł finansowania danego podmiotu<sup>1</sup>. Poprzez dysponowanie odpowiednimi źródłami finansowania możliwe jest prowadzenie zarówno działalności operacyjnej, jak i inwestycyjnej (rozwojowej), a co ważne – zapewnione jest także bezpieczeństwo finansowe, rozumiane jako utrzymanie płynności finansowej przez przedsiębiorstwo. Dostęp do finansowania może także stanowić swoiste źródło przewagi konkurencyjnej, której uzyskanie jest możliwe poprzez osiągnięcie szybszego tempa rozwoju. Przy wyborze źródeł finansowania istotnym kryterium są koszty jego pozyskania, bowiem to właśnie one wpływają na wyniki finansowe działalności przedsiębiorstwa<sup>2</sup> oraz decydują o ostatecznej atrakcyjności danego źródła względem pozostałych.

Do podstawowej klasyfikacji źródeł finansowania zaliczyć należy ich podział na wewnętrzne i zewnętrzne<sup>3</sup>. Źródła wewnętrzne to te wypracowywane bezpośrednio przez przedsiębiorstwa, natomiast do źródeł zewnętrznych zaliczyć należy wszelkie środki pozyskane od innych podmiotów (takich jak banki, inwestorzy czy inne przedsiębiorstwa), w tym m.in. poprzez emisję nowych akcji lub emisję papierów dłużnych. Przykładowe źródła finansowania wewnętrznego oraz zewnętrznego przedstawione zostały w tabeli 1.

---

<sup>1</sup> A. Duliniec, *Finansowanie przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2007, s. 9.

<sup>2</sup> Ibidem, s. 9.

<sup>3</sup> Ibidem, s. 31.

Tabela 1. Źródła finansowania przedsiębiorstw

Wewnętrzne	Zysk zatrzymany Odpis amortyzacyjny Wpływy ze sprzedaży aktywów Nadwyżki środków pieniężnych
Zewnętrzne	Emisja akcji / Zwiększenie udziałów Kredyty bankowe Emisja papierów dłużnych Leasing Kredyt kupiecki Inne zobowiązania krótkoterminowe

Źródło: A. Duliniac, *Finansowanie przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2007, s. 32.

Pozyskiwanie przez przedsiębiorstwo finansowania ze źródeł zewnętrznych ma miejsce głównie na rynku finansowym, w skład którego wchodzi: rynek kapitałowy, pieniężny oraz depozytowo-kredytowy<sup>4</sup>.

## 2.1. Rynek kapitałowy i jego elementy

Rynek kapitałowy jest miejscem, w którym przedmiotem transakcji są instrumenty finansowe<sup>5</sup>. Rynek ten składa się z rynku bankowych instrumentów finansowych oraz rynku papierów wartościowych.

Przedmiotem transakcji i obrotu na rynku papierów wartościowych są instrumenty finansowe potwierdzające i gwarantujące prawa majątkowe, a także ich przenoszenie. Dotyczy to zarówno papierów lokacyjnych, czyli np. akcji, udziałów i certyfikatów inwestycyjnych, jak i papierów wierzytelnościowych, czyli np. obligacji<sup>6</sup>.

Istotny jest podział rynku papierów wartościowych na rynek pierwotny oraz rynek wtórny<sup>7</sup>. Obrót w ramach rynku pierwotnego polega na proponowaniu nabycia papierów wartościowych w ramach nowej emisji lub nabywaniu tych papierów. W efekcie rynek pierwotny umożliwia emitentom pozyskanie nowego kapitału poprzez zwiększenie wartości kapitałów własnych (emisja akcji) lub zwiększenie kapitałów obcych (emisja obligacji). Natomiast rynek wtórny rozumiany jest jako

<sup>4</sup> W. Dębski, *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 18–21.

<sup>5</sup> E. Ostrowska, *Rynek kapitałowy*, PWE, Warszawa 2007, s. 39.

<sup>6</sup> Ibidem, s. 38.

<sup>7</sup> P. Siwek, *Praktyka pierwszych ofert publicznych w Polsce*, CeDeWu, Warszawa 2005, s. 10.

nabywanie lub proponowanie nabycia papierów wartościowych przez podmioty niebędące ich emitentem (wyjątkiem jest możliwość nabycia akcji własnych przez emitenta zgodnie z kodeksem spółek handlowych<sup>8</sup>). Na rynku wtórnym dochodzi zatem jedynie do zmiany właścicieli już wyemitowanych papierów wartościowych, co nie doprowadza do pozyskania kapitału przez ich emitentów.

W przypadku rynku pierwotnego przedsiębiorstwa mogą pozyskać kapitał w ramach pierwszej oferty sprzedaży papierów wartościowych nowej emisji (IPO, ang. *Initial Public Offering*) lub poprzez kolejne oferty sprzedaży papierów wartościowych nowej emisji, w sytuacji kiedy przedsiębiorstwo jest już uczestnikiem danego segmentu rynku kapitałowego (SPO, ang. *Secondary Public Offering*)<sup>9</sup>. Z uwagi na tematykę niniejszego artykułu, który jest poświęcony finansowaniu działalności przedsiębiorstw z wykorzystaniem IPO na polskim rynku kapitałowym, w dalszej części położony zostanie nacisk na pozyskiwanie kapitału przez przedsiębiorstwa z wykorzystaniem pierwszej oferty sprzedaży danego rodzaju papierów wartościowych.

## 2.2. Struktura rynku kapitałowego w Polsce

Do głównych instytucji rynku kapitałowego w Polsce zaliczyć należy Komisję Nadzoru Finansowego, Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych oraz Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie<sup>10</sup>.

Nadzór nad prawidłowym funkcjonowaniem rynku finansowego w Polsce, a więc i rynku kapitałowego, sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego (KNF, do 2006 r. funkcjonująca jako Komisja Papierów Wartościowych i Giełd)<sup>11</sup>. W zakresie funkcjonowania rynku kapitałowego do najważniejszych zadań KNF zaliczyć należy<sup>12</sup>:

- wydawanie aktów prawnych w zakresie regulacji działalności instytucji finansowych,
- nadzorowanie ofert publicznych, w tym m.in. zatwierdzanie odpowiednich publicznych dokumentów informacyjnych oraz dopuszczanie instrumentów finansowych do obrotu na publicznym rynku regulowanym,

<sup>8</sup> J. Socha, *Rynek papierów wartościowych w Polsce*, OLYMPUS, Warszawa 2003, s. 14.

<sup>9</sup> W. Dębski, *Rynek finansowy...*, op.cit., s. 109.

<sup>10</sup> Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., *Rocznik giełdowy 2013*, GPW, Warszawa 2013, s. 7.

<sup>11</sup> U. Ziarko-Siwiek, *Giełda papierów wartościowych w Polsce*, w: *Giełdy kapitałowe w Europie*, red. U. Ziarko-Siwiek, CeDeWu, Warszawa 2008, s. 347.

<sup>12</sup> Z. Dobosiewicz, *Giełda. Zasady działania, inwestorzy, rynki giełdowe*, PWE, Warszawa 2013, s. 25.

- nadzorowanie funkcjonowania spółek na rynku kapitałowym, w tym kontrolowanie ich sprawozdawczości finansowej,
- dbanie o zachowanie prawidłowości i bezpieczeństwa obrotu instrumentami finansowymi w ramach obrotu wtórnego,
- nakładanie sankcji na podmioty, które nie przestrzegają obowiązujących ustaw i przepisów.

Oprócz wyżej wymienionych KNF posiada wiele innych uprawnień i zadań, jak m.in. licencjonowanie działalności maklerskiej, wydawanie pozwoleń na zakładanie towarzystw inwestycyjnych i funduszy inwestycyjnych, czy podejmowanie działań mających na celu edukację w zakresie funkcjonowania rynku kapitałowego w Polsce<sup>13</sup>.

Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych (KDPW) jest obecny na polskim rynku kapitałowym od momentu jego powstania w roku 1991. Pełni funkcję centralnej instytucji, która jest odpowiedzialna za prowadzenie oraz nadzorowanie systemu depozytowego w obrocie instrumentami finansowymi w Polsce. Do zadań Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych zalicza się m.in.<sup>14</sup>:

- rejestrowanie oraz przechowywanie instrumentów finansowych na kontach depozytowych,
- prowadzenie rozliczeń transakcji zawieranych na rynku regulowanym i poza rynkiem regulowanym,
- realizowanie usług dla emitentów, w tym pośrednictwo w realizacji zobowiązań emitentów wobec posiadaczy papierów wartościowych,
- nadawanie unikalnych kodów ISIN (ang. *International Securities Identification Number*, Międzynarodowy Numer Identyfikacyjny Papierów Wartościowych) dla instrumentów finansowych,
- zarządzanie Systemem Rekompensat w przypadku upadku domów maklerskich i banków,
- zarządzanie Funduszem Gwarancyjnym, który tworzony jest ze składek Powszechnych Towarzystw Emerytalnych (PTE).

Począwszy od roku 2011 zadania KDPW w zakresie rozliczeń transakcji zostały wydzielone ze struktur Depozytu do utworzonej spółki zależnej KDPW\_CCP. Działanie to miało na celu sprostanie międzynarodowym standardom oraz minimalizację ryzyka dla uczestników transakcji poprzez rozdzielenie funkcji depozytowej od rozliczeniowej<sup>15</sup>.

---

<sup>13</sup> Ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym, Dz.U. nr 157, poz. 119.

<sup>14</sup> KDPW, [www.kdpw.pl/pl/Documets/Folder%20KDPW.pdf](http://www.kdpw.pl/pl/Documets/Folder%20KDPW.pdf), dostęp 18.01.2014.

<sup>15</sup> Ibidem.

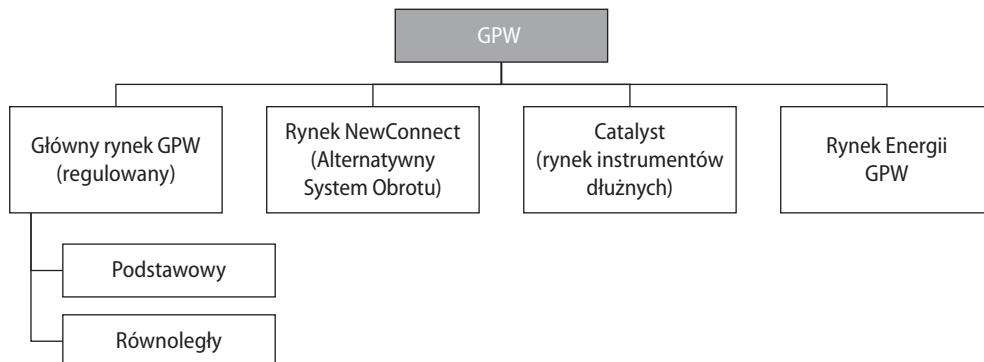


Przedmiotem działalności ostatniej z wymienionych instytucji, tj. Giełdy Papierów Wartościowych (GPW) w Warszawie, jest organizowanie publicznego obrotu papierami wartościowymi, promowanie wspomnianego obrotu oraz upowszechnianie informacji z rynku. Jako organizator obrotu papierami wartościowymi GPW jest odpowiedzialna za prowadzenie rynków, na których ten obrót jest możliwy.

### 2.3. Rynki prowadzone przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie

Na koniec grudnia 2013 r. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. prowadziła rynek regulowany, rynek NewConnect, rynek Catalyst oraz rynek energii (rysunek 1). Przedsiębiorstwa mogą finansować swoją działalność z wykorzystaniem trzech z tych rynków, tj. rynku głównego GPW, rynku NewConnect oraz rynku Catalyst. Dwa pierwsze z nich są miejscem pozyskiwania finansowania udziałowego, a ostatni – rynkiem pozyskiwania finansowania dłużnego.

Rysunek 1. Rynki prowadzone przez GPW



Źródło: Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., *Rocznik giełdowy 2013*, GPW, Warszawa 2013, s. 13.

Główny rynek GPW funkcjonuje od momentu uruchomienia Giełdy w dniu 16 kwietnia 1991 r. Rynek ten działa jako rynek regulowany, co sprawia, że podlega on nadzorowi Komisji Nadzoru Finansowego. Przedmiotem handlu na rynku głównym są akcje, obligacje, prawa do akcji, prawa poboru, certyfikaty inwestycyjne, instrumenty strukturyzowane, ETF-y, warranty opcyjne oraz instrumenty pochodne. W ramach rynku głównego GPW wyszczególniamy rynek podstawowy dedykowany dużym przedsiębiorstwom, zwany rynkiem oficjalnych notowań

giełdowych<sup>16</sup> oraz rynek równoległy przeznaczony dla mniejszych spółek, które nie są w stanie sprostać wymogom dopuszczeniowym rynku podstawowego<sup>17</sup>.

Rynek NewConnect powstał 30 sierpnia 2007 r. i od tego czasu funkcjonuje w formule alternatywnego systemu obrotu zorganizowanego i prowadzonego przez Giełdę<sup>18</sup>, co sprawia, że instytucja ta bezpośrednio reguluje i nadzoruje stworzony rynek. Rynek NewConnect jest dedykowany dla spółek<sup>19</sup>:

- o dużej dynamice wzrostu,
- które zgłaszają zapotrzebowanie na kapitał od kilkuset do kilkudziesięciu milionów złotych,
- reprezentujących sektory oparte na aktywach niematerialnych (m.in. sektory IT, media elektroniczne, biotechnologia),
- dysponujących wizją rozwoju.

Główną cechą charakteryzującą rynek NewConnect są liberalne w stosunku do rynku głównego GPW wymogi formalne w zakresie dopuszczenia do obrotu i późniejszych obowiązków informacyjnych<sup>20</sup>.

Rynek Catalyst powstał w dniu 30 września 2009 r. i jest rynkiem dedykowanym instrumentom dłużnym – obligacjom komunalnym, korporacyjnym, spółdzielczym, skarbowym oraz listom zastawnym. Rynek ten tworzą dwie platformy prowadzone przez GPW w formule rynku regulowanego oraz alternatywnego systemu obrotu oraz dwa analogiczne rynki, które prowadzone są przez BondSpot<sup>21</sup>.

### 3. Finansowanie działalności przedsiębiorstw z wykorzystaniem instrumentów rynku kapitałowego

Przedsiębiorstwa decydujące się na wykorzystanie w swojej działalności zewnętrznych źródeł finansowania dostępnych na rynku kapitałowym mają możliwość skorzystania z finansowania udziałowego, kiedy to dochodzi do pozyskania środków

---

<sup>16</sup> U. Ziarko-Siwiek, *Giełda papierów...*, op.cit., s. 354.

<sup>17</sup> M. Kachniewski, B. Majewski, P. Wasilewski, *Rynek kapitałowy i giełda papierów wartościowych*, FERK, Warszawa 2008, s. 75.

<sup>18</sup> D. Zawadka, *Publiczny rynek kapitału wysokiego ryzyka*, Zakład Poligraficzny „Grafika”, Poznań 2013, s. 36.

<sup>19</sup> NewConnect, *O rynku*, [www.newconnect.pl/index.php?page=o\\_rynku](http://www.newconnect.pl/index.php?page=o_rynku), dostęp na 18.01.2014.

<sup>20</sup> D. Zawadka, *Publiczny rynek...*, op.cit., s. 37.

<sup>21</sup> Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., *Rocznik...*, op.cit., s. 12.

z emisji nowych akcji<sup>22</sup> oraz z finansowania dłużnego, kiedy to środki pozyskiwane są z emisji obligacji<sup>23</sup>.

W obydwu przypadkach do pozyskania nowych środków dochodzi poprzez przeprowadzenie oferty sprzedaży nowo wyemitowanych instrumentów w jednym z dwóch trybów – trybie oferty publicznej lub trybie oferty prywatnej. Zgodnie z definicją zawartą w art. 3 pkt 3 Ustawy o ofercie<sup>24</sup> przez ofertę publiczną rozumie się udostępnianie, co najmniej 150 osobom lub nieoznaczonemu adresatowi, w dowolny sposób i w dowolnej formie, informacji o papierach wartościowych i warunkach ich nabycia, które stanowią dostateczną podstawę do podjęcia decyzji o ich odpłatnym objęciu. Oferta prywatna jest ofertą niespełniającą kryteriów dla oferty publicznej, a więc skierowana jest do maksymalnie 149 imiennie oznaczonych adresatów.

Biorąc pod uwagę kryterium czasu, ofertę prywatną można przeprowadzić znacznie szybciej. Podlega ona bowiem jedynie wymogom formalnym, którymi dla akcji są przepisy zawarte w Kodeksie Spółek Handlowych<sup>25</sup>. Oferty publiczne oprócz tych samych przepisów, które obowiązują oferty prywatne, dodatkowo podlegają przepisom zawartym w Ustawie o ofercie. Ustawa ta wprowadza m.in. konieczność przygotowania prospektu emisyjnego lub memorandum informacyjnego, konieczność uzyskania zatwierdzenia przez Komisję Nadzoru Finansowego i późniejszej ich publikacji (od zasady tej obowiązują nieliczne wyjątki wskazane w art. 7 ust 3 Ustawy o ofercie). W przypadku oferty prywatnej Organizator ASO wprowadził możliwość sporządzenia Dokumentu Informacyjnego, który zakresem informacji i formą ustępuje prospektowi emisyjnemu. Debiut spółki na rynku akcyjnym, który poprzedzony jest ofertą prywatną, zajmuje od trzech do czterech miesięcy, natomiast ten poprzedzony ofertą publiczną od sześciu do ośmiu miesięcy<sup>26</sup>. Przy czym przyjmuje się, że oferty publiczne są charakterystyczne dla rynku regulowanego, a oferty prywatne – dla rynków NewConnect i Catalyst<sup>27</sup>.

<sup>22</sup> Z. Dobosiewicz, *Giętda...*, op.cit. s. 54.

<sup>23</sup> W. Dębski, *Rynek finansowy...*, op.cit., s. 234.

<sup>24</sup> Ustawa z dnia 25 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzenia instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, wraz z późniejszymi zmianami, Dz.U. nr 184, poz. 1539 z późn. zm.

<sup>25</sup> Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych, Dz.U. nr 94, poz. 1037.

<sup>26</sup> B. Mikołajczyk, A. Kurczewska, *Rynek NewConnect w Polsce na tle rynków alternatywnych w Europie*, Finansowy Kwartalnik Internetowy „e-Finanse” 2010, vol. 6, nr 3, s. 68.

<sup>27</sup> M. Markiewicz, P. Zygmantowski, *Znaczenie rynku NewConnect jako miejsca przeprowadzenia oferty pierwotnej*, *Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny*, z. 2, Poznań 2013, s. 167–186.

### 3.1. Pozyskiwanie finansowania z rynku instrumentów udziałowych

Przedsiębiorstwo decydujące się na pozyskanie finansowania z rynku akcyjnego musi działać w formie spółki akcyjnej (lub komandytowo-akcyjnej)<sup>28</sup>. W przypadku emisji nowych akcji przedsiębiorstwo musi wybrać docelowy rynek, na którym będą one notowane. W Polsce wyboru tego należy dokonać pomiędzy rynkiem głównym GPW a rynkiem NewConnect. Rynki te charakteryzują się odmiennymi warunkami dopuszczeniowymi, które muszą spełniać podmioty ubiegające się o wprowadzenie swoich instrumentów finansowych do obrotu.

Tabela 2. Wymogi dopuszczeniowe na rynku głównym GPW oraz rynku NewConnect

Cecha	Rynek główny GPW	Rynek NewConnect
Forma prawna	Spółka akcyjna	Spółka akcyjna lub komandytowo-akcyjna
Postępowania sądowe	Brak toczącego się postępowania upadłościowego lub likwidacyjnego	Brak toczącego się postępowania upadłościowego lub likwidacyjnego
Minimalna wielkość kapitału własnego	1 mln euro	500 tys. złotych
Zbywalność akcji	Nieograniczona	Nieograniczona
Minimalna wartość nominalna	10 groszy	10 groszy
Minimalna wielkość kapitału akcyjnego w wolnym obrocie	15%	15%
Zatwierdzenie dokumentu dopuszczającego do obrotu	Komisja Nadzoru Finansowego	Organizator rynku lub KNF w przypadku oferty publicznej
Minimalna kapitalizacja	15 mln euro	Nie wskazano
Podmioty występujące obligatoryjnie w procesie upublicznienia	Firma inwestycyjna, Audytor	Autoryzowany Doradca, Animator rynku, Audytor, firma inwestycyjna w przypadku oferty publicznej
Zbadane sprawozdanie finansowe za okres	Co najmniej trzy lata obrotowe	Ostatni rok obrotowy

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., *Jak zostać spółką giełdową*, [www.gpw.pl/jak\\_zostac\\_spolka\\_gieldowa](http://www.gpw.pl/jak_zostac_spolka_gieldowa), dostęp 19.01.2014; NewConnect, *Przewodnik po rynku*, [http://www.newconnect.pl/pub/dokumenty\\_do\\_pobrania/GPW\\_Przewodnik\\_NC.pdf](http://www.newconnect.pl/pub/dokumenty_do_pobrania/GPW_Przewodnik_NC.pdf), dostęp 18.01.2014; Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 12 maja 2012 r. w sprawie szczegółowych warunków, jakie musi spełniać rynek oficjalnych notowań giełdowych oraz emitenci papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na tym rynku.

<sup>28</sup> M. Kachniewski, B. Majewski, P. Wasilewski, *Rynek kapitałowy...*, op.cit., s. 75.

Z przedstawionych w tabeli 2 kryteriów dopuszczeniowych na rynkach prowadzonych przez GPW wynika, że niższe wymogi muszą spełniać spółki ubiegające się o wprowadzenie instrumentów finansowych do obrotu na rynku NewConnect. Świadczą o tym: niższy wymóg wartości kapitału własnego emitenta, brak kryterium minimalnej kapitalizacji oraz konieczność publikacji w odpowiednim publicznym dokumencie informacyjnym sprawozdania finansowego wraz z opinią i badaniem przez biegłego rewidenta tylko za ostatni rok obrotowy.

Niezależnie od wyboru rynku notowań każde przedsiębiorstwo musi przejść przez procedurę upublicznienia, która jest zbliżona dla obu platform obrotu (tabela 3).

**Tabela 3. Proces upublicznienia na rynkach prowadzonych przez GPW**

Rynek główny GPW	Rynek NewConnect
Przekształcenie w spółkę akcyjną	Przekształcenie w spółkę akcyjną
Podjęcie przez WZA uchwały o przeprowadzeniu oferty publicznej, dematerializacji akcji oraz ubieganie się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym	Podjęcie przez WZA uchwały o przeprowadzeniu oferty publicznej lub prywatnej, dematerializacji akcji oraz o wprowadzeniu akcji do obrotu na NewConnect
Nawiązanie współpracy z doradcami oraz przygotowanie prospektu emisyjnego	Nawiązanie współpracy z doradcami. W przypadku oferty prywatnej sporządzenie dokumentu informacyjnego, w przypadku oferty publicznej – prospektu emisyjnego
Złożenie w KNF wniosku o zatwierdzenie prospektu emisyjnego	W przypadku oferty publicznej złożenie wniosku o zatwierdzenie prospektu emisyjnego
Przeprowadzenie oferty publicznej	Przeprowadzenie oferty publicznej lub oferty prywatnej
Rejestracja akcji w KDPW	Rejestracja akcji w KDPW
Brak konieczności zawarcia umowy z Animatorem Rynku	Zawarcie umowy z Animatorem Rynku
Złożenie wniosków do GPW o dopuszczenie i wprowadzenie akcji do obrotu	W przypadku oferty prywatnej złożenie na GPW dokumentu informacyjnego. Niezależnie od oferty złożenie wniosków do GPW o wprowadzenie akcji do obrotu

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., *Jak zostać spółką giełdową*, [www.gpw.pl/jak\\_zostac\\_spolka\\_gieldowa](http://www.gpw.pl/jak_zostac_spolka_gieldowa), dostęp 19.01.2014, NewConnect, *Przewodnik po rynku*, [http://www.newconnect.pl/pub/dokumenty\\_do\\_pobrania/GPW\\_Przewodnik\\_NC.pdf](http://www.newconnect.pl/pub/dokumenty_do_pobrania/GPW_Przewodnik_NC.pdf), dostęp 18.01.2014.

Główne różnice w procedurze upublicznienia wynikają z przyjętego trybu przeprowadzenia oferty sprzedaży akcji. W przypadku oferty publicznej, która jest utożsamiana głównie z rynkiem regulowanym, konieczne jest sporządzenie prospektu emisyjnego lub memorandum informacyjnego i jego późniejsze zatwierdzenie przez

KNF. Dopiero po uzyskaniu zatwierdzenia możliwe jest przeprowadzenie oferty publicznej. Inaczej sytuacja wygląda w przypadku ofert prywatnych, które są charakterystyczne dla rynku NewConnect. Nie jest bowiem konieczne sporządzenie żadnego dokumentu na potrzeby przeprowadzenia oferty. Stosowny dokument informacyjny wymagany jest dopiero w momencie składania wniosku o wprowadzenie instrumentów finansowych do obrotu na rynku NewConnect. Warto zaznaczyć, iż w przypadku upublicznienia spółki na rynku NewConnect konieczne jest nawiązanie współpracy z Autoryzowanym Doradcą, który przeprowadza spółkę przez procedurę wejścia spółki na rynek alternatywny.

Poza możliwością pozyskania kapitału upublicznienie spółki na rynku giełdowym niesie za sobą wiele innych korzyści, takich jak wzrost wiarygodności wśród partnerów biznesowych, efekt marketingowy, uzyskanie rynkowej wyceny przedsiębiorstwa oraz płynność posiadanych przez akcjonariuszy akcji<sup>29</sup>. Przedsiębiorstwa rozważające debiut na rynku akcyjnym nie mogą oczywiście zapomnieć, że oprócz zalet proces ten posiada także wady, do których zaliczają się: ujawnienie informacji przed konkurencją, kosztowność procesu, konieczność wypełniania obowiązków informacyjnych czy możliwość wrogiego przejęcia<sup>30</sup>.

### 3.2. Pozyskiwanie finansowania z rynku instrumentów dłużnych

Przedsiębiorstwa, które zdecydowały się pozyskać finansowanie dłużne z rynku kapitałowego, mogą tego dokonać poprzez ofertę publiczną lub prywatną obligacji i późniejsze ich wprowadzenie na jedną z dwóch platform obrotu w ramach rynku Catalyst, tj. rynek regulowany lub alternatywny system obrotu.

Emitenci, których obligacje mają zostać skierowane do obrotu na rynku Catalyst, muszą spełniać wiele kryteriów, do których zalicza się<sup>31</sup>:

- zdematerializowaną formę obligacji,
- sporządzenie odpowiedniego dokumentu informacyjnego,
- brak ograniczeń w zakresie zbywalności obligacji,
- brak postępowania upadłościowego lub likwidacyjnego w stosunku do ich emitenta.

Dodatkowo gdy emitent obligacji ubiega się o ich wprowadzenie do obrotu na rynku regulowanym, emisja musi spełniać kryterium wartości nominalnej obligacji objętych wnioskiem na poziomie równowartości w złotych co najmniej 200 000 euro.

---

<sup>29</sup> Z. Dobosiewicz, *Giełda...*, op.cit. s. 59.

<sup>30</sup> Ibidem, s. 60.

<sup>31</sup> [www.gpwcatalyst.pl/1248#top](http://www.gpwcatalyst.pl/1248#top), dostęp 19.01.2014.

Co jednak istotne, rynek Catalyst, inaczej niż rynki akcyjne prowadzone przez GPW, nie wprowadza ograniczenia w postaci konieczności funkcjonowania emitenta jako spółki akcyjnej (lub komandytowo-akcyjnej).

Poza wprowadzeniem obligacji do obrotu na rynku Catalyst przedsiębiorstwa mogą ubiegać się także o autoryzację obligacji na wspomnianym rynku<sup>32</sup>. Pomimo że po uzyskaniu autoryzacji Catalyst przedsiębiorstwo staje się uczestnikiem rynku, to autoryzacja nie oznacza wprowadzenia obligacji do obrotu. Nie mogą one być przedmiotem transakcji na któryms z rynków prowadzonych w ramach rynku Catalyst. Autoryzacja wiąże się z uzyskaniem prestiżu podmiotu transparentnego, wypełniającego obowiązki informacyjne, co może przełożyć się na korzystne plasowanie kolejnych emisji obligacji. Należy jednocześnie zaznaczyć, że obligacje będące przedmiotem autoryzacji mogą być w terminie późniejszym dopuszczone do obrotu na Catalyst, przy spełnieniu odpowiednich wymogów dla poszczególnych rynków.

Emitent decydujący się na pozyskanie finansowania z obligacji z wykorzystaniem rynku Catalyst musi tego dokonać zgodnie z ustawą o obligacjach<sup>33</sup> i kodeksem spółek handlowych. Następnie może przeprowadzić ofertę poprzedzającą debiut na rynku Catalyst poprzez wybranie jednej z trzech dróg:

- 1) przeprowadzenia publicznej emisji obligacji z przydziałem dokonany przez Giełdę,
- 2) przeprowadzenia publicznej emisji obligacji z przydziałem dokonany przez dom maklerski,
- 3) przeprowadzenia prywatnej oferty emisji obligacji.

Proces pozyskiwania finansowania poprzez wybór jednej z trzech wymienionych powyżej dróg został przedstawiony w tabeli 4.

Pozyskanie finansowania dłużnego pod postacią obligacji ma wiele zalet w porównaniu z finansowaniem dłużnym pod postacią kredytu<sup>34</sup>. W przypadku emisji obligacji to emitent określa wysokość i zasady ustalania oprocentowania obligacji, w tym także długość okresów odsetkowych. Natomiast w przypadku kredytu bankowego wysokość oprocentowania oraz sposób jego wyznaczania, a także harmonogram spłat kredytu, ustala bank. Ponadto przedsiębiorstwo emitujące obligacje ustala formę ich zabezpieczenia (przy czym nie musi ono występować), natomiast w przypadku kredytu o rodzaju i wysokości zabezpieczenia decyduje instytucja udzielająca finan-

---

<sup>32</sup> J. Mazurek, *Obligacje korporacyjne na Catalyst*, [http://www.gpwcatalyst.pl/pub/files/materialy\\_do\\_pobrania/Catalyst\\_broszura-korporacyjne.pdf](http://www.gpwcatalyst.pl/pub/files/materialy_do_pobrania/Catalyst_broszura-korporacyjne.pdf), dostęp 19.01.2014.

<sup>33</sup> Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach, Dz.U. nr 120, poz. 1300 z późn. zm.

<sup>34</sup> J. Mazurek, *Obligacje korporacyjne na Catalyst*, [http://www.gpwcatalyst.pl/pub/files/materialy\\_do\\_pobrania/Catalyst\\_broszura-korporacyjne.pdf](http://www.gpwcatalyst.pl/pub/files/materialy_do_pobrania/Catalyst_broszura-korporacyjne.pdf), dostęp 19.01.2014.

sowania (często wysokość zabezpieczenia przewyższa wartość udzielonego kredytu). Najważniejszą różnicą pomiędzy obligacjami a kredytem jest jednak sposób spłaty zadłużenia. W przypadku obligacji emitent w określonych interwałach czasowych spłaca odsetki, a kapitał jest zwracany w dniu wykupu obligacji (co implikuje stosunkowo niskie obciążenia finansowe dla bieżącej działalności przedsiębiorstwa), natomiast w przypadku kredytu spłata zadłużenia odbywa się zazwyczaj poprzez comiesięczną ratę kapitałowo-odsetkową (tym samym obciążając bieżącą działalność emitenta mocniej niż obsługa zadłużenia z tytułu obligacji). Do pozostałych zalet pozyskania finansowania z rynku kapitałowego poprzez emisję obligacji zaliczyć można jeszcze efekt marketingowy towarzyszący ofercie sprzedaży czy notowaniom na rynku kapitałowym oraz wzrost wiarygodności emitenta w związku z koniecznością wypełniania obowiązków informacyjnych.

**Tabela 4. Pozyskiwanie finansowania z rynku Catalyst**

Oferta publiczna z przydziałem przez Giełdę	Oferta publiczna z przydziałem przez dom maklerski	Oferta prywatna
Podjęcie przez Emitenta decyzji o emisji obligacji. Rozważenie ratingu	Podjęcie przez Emitenta decyzji o emisji obligacji. Rozważenie ratingu	Podjęcie przez Emitenta decyzji o emisji obligacji
Dokonanie wyboru domu maklerskiego i doradców	Dokonanie wyboru domu maklerskiego i doradców	Wybór doradcy (opcjonalnie)
Przygotowanie niezbędnej dokumentacji związanej z emisją	Przygotowanie niezbędnej dokumentacji związanej z emisją	Przygotowanie niezbędnej dokumentacji związanej z emisją
Zatwierdzenie dokumentu informacyjnego przez KNF	Zatwierdzenie dokumentu informacyjnego przez KNF	Plasowanie emisji (zbieranie wpłat za obligacje i rozliczenie emisji)
Rejestracja obligacji w KDPW	Rejestracja obligacji w KDPW	Rejestracja obligacji w KDPW
Umowa z GPW	Przeprowadzenie oferty i przydziału obligacji przez GPW	Złożenie wniosku o wprowadzenie i wyznaczenie pierwszego dnia notowań
Przeprowadzenie oferty i przydziału obligacji przez GPW	Złożenie wniosku o dopuszczenie obligacji i wprowadzenie do obrotu	Pierwsze notowanie obligacji na rynku Catalyst
Złożenie wniosku o dopuszczenie obligacji i wprowadzenie do obrotu	Pierwsze notowanie obligacji na Catalyst	
Pierwsze notowanie obligacji na Catalyst		

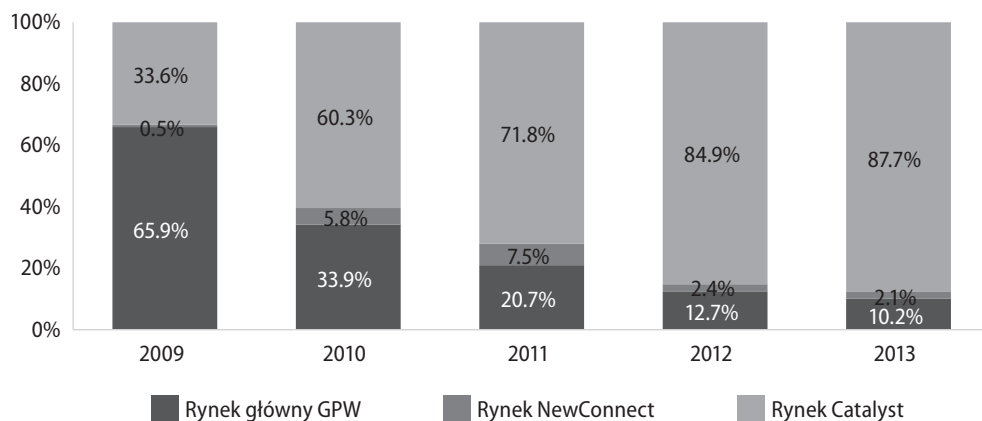
Źródło: opracowanie własne na podstawie [http://gpwcatalyst.pl/dla\\_emitentow](http://gpwcatalyst.pl/dla_emitentow), dostęp 19.01.2014.



## 4. Finansowanie działalności przedsiębiorstw z wykorzystaniem IPO na polskim rynku kapitałowym

W latach 2009–2013 przedsiębiorstwa pozyskały z polskiego rynku kapitałowego w ramach pierwszej oferty sprzedaży papierów wartościowych ponad 35,4 mld zł. Z kwoty tej 35,5% pozyskane zostało w drodze emisji nowych akcji na rynku głównym GPW i rynku NewConnect (12,6 mld zł), natomiast 64,5% z pierwszej emisji obligacji na rynku Catalyst (22,8 mld zł). W przypadku rynków akcyjnych przedsiębiorstwa pozyskują zdecydowanie więcej kapitału z wykorzystaniem rynku głównego GPW. Oferty pierwotne przeprowadzone na tym rynku w latach 2009–2013 wyniosły 11,4 mld zł, co stanowiło 90,7% pozyskanego kapitału. Tym samym rynek NewConnect pozwolił pozyskać spółkom w analizowanym okresie 1,2 mld zł, odpowiadającą za 9,3% wartości pozyskanego kapitału z rynków akcyjnych w latach 2009–2013.

Rysunek 2. Udział poszczególnych rynków w wartości pozyskanego kapitału w ramach IPO



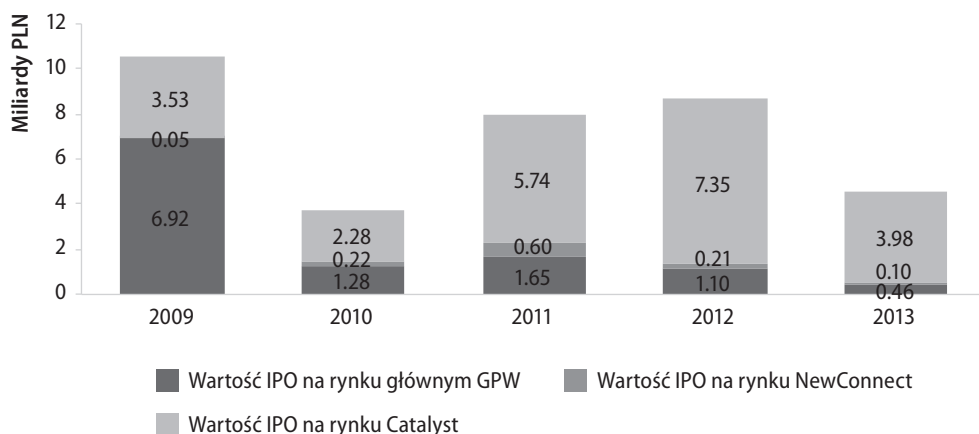
Źródło: opracowanie własne.

W okresie od powstania rynku Catalyst we wrześniu roku 2009 do końca roku 2013 widoczna jest wyraźna tendencja przedstawiająca rosnący udział rynku Catalyst w zakresie wartości pozyskanego przez przedsiębiorstwa kapitału w ramach emisji obligacji w stosunku do łącznej wartości IPO na rynku kapitałowym w Polsce (rysunek 2). W pierwszym, niepełnym, roku funkcjonowania Catalyst, pierwotne oferty sprzedaży obligacji stanowiły 33,6% wartości ofert na rynku kapitałowym w Polsce (z dominującym udziałem rynku głównego GPW na poziomie 55,9%).

W kolejnych latach udział ten systematycznie wzrastał, osiągając na koniec 2013 r. poziom 87,7%. Średni udział wartości IPO z wykorzystaniem obligacji kształtował się w latach 2009–2013 na poziomie 67,66% wobec udziału rynków akcyjnych (ryнку głównego GPW i rynku NewConnect) na poziomie 32,34%. Tym samym prawdziwym jest stwierdzenie, że finansowanie działalności przedsiębiorstw poprzez IPO instrumentów dłużnych na polskim rynku kapitałowym zyskuje na znaczeniu.

W analizowanym okresie przedsiębiorstwa pozyskały najwięcej kapitału w roku 2009 (rysunek 3). Rok ten był wyjątkowy z powodu IPO przeprowadzonego na rynku głównym GPW przez Polską Grupę Energetyczną S.A., która pozyskała 5,97 mld zł w ramach oferty akcji nowej emisji. Równolegle na rynku Catalyst przeprowadzona została oferta Banku Gospodarstwa Krajowego o wartości 2,55 mld zł. W całym 2009 r. łączna wartość kapitału pozyskanego przez przedsiębiorstwa w ramach IPO wyniosła ponad 10,5 mld zł.

Rysunek 3. Wartość kapitału pozyskanego w ramach IPO



Źródło: opracowanie własne.

W latach 2009–2013 zdecydowanie więcej IPO zostało przeprowadzonych na rynku akcyjnym. Łącznie na rynku NewConnect oraz rynku głównym GPW zadebiutowało 542 emitentów, wobec 171 debiutów na rynku Catalyst. W latach 2009–2011 szczególną popularnością w zakresie przeprowadzenia IPO cieszył się rynek NewConnect. Udział wspomnianego rynku w liczbie IPO na rynku kapitałowym w Polsce wzrósł z 57,8% w 2009 r. do 66,9% w 2011 r. Od tego momentu zaczął on stopniowo spadać, wynosząc na koniec 2013 r. 39,6%. Inaczej wygląda sytuacja w przypadku udziału IPO na rynku Catalyst, który zyskuje stopniowo na znaczeniu.

W 2009 r. liczba IPO z wykorzystaniem emisji obligacji stanowiła 13,3% wszystkich ofert pierwotnych, natomiast w 2013 r. było to już 38,7%. Tym samym udział liczby IPO poprzez ofertę pierwotną sprzedaży akcji nowej emisji spadł z 86,7% w 2009 r. do 52,3% w 2013 r. Średnio liczba ofert pierwotnych z wykorzystaniem obligacji w latach 2009–2013 stanowiła 23,8% wszystkich ofert, przy udziale ofert sprzedaży akcji na poziomie 76,2% (tabela 5).

**Tabela 5. Liczba IPO na poszczególnych rynkach i ich udział**

Rynek	2009	Udział	2010	Udział	2011	Udział	2012	Udział	2013	Udział
Rynek główny GPW	13	28,89%	34	24,46%	38	14,79%	19	11,45%	23	21,70%
Rynek NewConnect	26	57,78%	86	61,87%	172	66,92%	89	53,61%	42	39,62%
Rynek Catalyst	6	13,33%	19	13,67%	47	18,29%	58	34,94%	41	38,68%
Suma	45	100,0%	139	100,0%	257	100,0%	166	100,0%	106	100,0%

Źródło: opracowanie własne.

Średnie wartości IPO na poszczególnych rynkach świadczą o tym, że przedsiębiorstwa pozyskują jednostkowo zdecydowanie więcej kapitału w ramach oferty pierwotnej obligacji aniżeli oferty akcji. W latach 2010–2013 średnia wartość oferty pierwotnej obligacji ukształtowała się na poziomie 116 mln zł (rok 2009 został pominięty z uwagi na małą liczbę emisji i dużą ofertę BGK na poziomie 2,55 mld zł, co zniekształca obraz rynku). W przypadku rynku głównego GPW (również dla okresu 2010–2013, w 2009 r. wynik został zniekształcony przez małą liczbę debiutów i dużą ofertę PGE o wartości 5,97 mld zł) średnia wartość pozyskanego kapitału w ramach emisji nowych akcji wyniosła 39,8 mln zł. Natomiast w przypadku rynku NewConnect było to 2,7 mln zł w latach 2009–2013 i 2,8 w latach 2010–2013.

Inaczej sytuacja wygląda, gdy zamiast średniej wykorzystana zostanie mediana wartości IPO. W takim przypadku nie można jednoznacznie wskazać, na którym rynku przeprowadzane są większe wartościowo IPO w ujęciu jednostkowym. Dochodzi bowiem do naprzemiennej wymiany pomiędzy rynkiem głównym GPW a rynkiem Catalyst (jak np. z roku 2009 na rok 2010). Przy czym należy wskazać, że mediana o zerowej wartości dla rynku głównego GPW w 2012 r. wynika z faktu, iż aż 15 spółek zadebiutowało w tym roku, nie pozyskując wcześniej kapitału w ramach oferty pierwotnej. W obu przypadkach bez wątpliwości pozostaje natomiast fakt, iż rynek NewConnect jest miejscem przeprowadzania najmniejszych ofert spośród rynków prowadzonych przez GPW. Świadczy o tym zarówno relatywnie niska średnia wartość IPO na tym rynku, jak i niska wartość mediany IPO względem zarówno rynku głównego GPW, jak i rynku Catalyst (tabela 6).

Tabela 6. Średnia i mediana wartości IPO na poszczególnych rynkach (w mln zł)

Wyszczególnienie	2009		2010		2011		2012		2013	
	Średnia	Mediana	Średnia	Mediana	Średnia	Mediana	Średnia	Mediana	Średnia	Mediana
Rynek główny GPW	532,4	14,3	37,7	30,0	43,5	35,5	57,9	0,0	20,2	33,2
Rynek NewConnect	2,4	0,9	2,9	1,1	3,7	1,4	2,4	0,6	2,3	1,0
Rynek Catalyst	589,1	33,0	119,9	8,0	122,1	28,0	126,7	8,1	97,1	19,1

Źródło: opracowanie własne.

Zgodnie z teorią hierarchii źródeł finansowania sformułowaną przez Myersa i Majlufa<sup>35</sup> przedsiębiorstwa decydują się na wybór danego źródła finansowania według kolejności określonej na liście preferencji. Kolejne ze źródeł wykorzystywane jest dopiero w przypadku wyczerpania poprzedniego. W teorii sformułowanej przez Myersa i Majlufa, z uwagi na asymetrię informacji, zarządy przedsiębiorstw w pierwszej kolejności decydują się na finansowanie działalności z wykorzystaniem instrumentów dłużnych, a dopiero w następnym kroku sięgają po finansowanie udziałowe.

Tabela 7. Spółki notowane równoległe na rynkach Catalyst i na rynkach akcyjnych

Wyszczególnienie	2009	2010	2011	2012	2013
Liczba IPO na rynku Catalyst	6	19	47	58	41
Spółki wcześniej upublicznione na rynku akcyjnym	2	9	30	32	22
Udział spółek wcześniej upublicznionych	33,33%	47,37%	63,83%	55,17%	53,66%

Źródło: opracowanie własne.

Zgodnie z danymi przedstawionymi w tabeli 7 z przedsiębiorstw, które w latach 2009–2013 na polskim rynku kapitałowym zdecydowały się na przeprowadzenie w latach 2009–2013 oferty pierwotnej obligacji, średnio co drugie przeprowadziło wcześniej ofertę sprzedaży akcji (51% spółek przed ofertą pierwotną obligacji zdecydowało się na ofertę pierwotną akcji). W 2011 r. aż 64% spółek, które zdecydowały się pozyskać po raz pierwszy finansowanie w drodze emisji obligacji z wykorzystaniem rynku Catalyst, było już wcześniej notowanych na jednym z rynków akcyjnych,

<sup>35</sup> S. Myers, N. Majluf, *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*, „Journal of Financial Economics” 1984, 13, s. 187–221.

czy to rynku głównym GPW, czy rynku NewConnect. Tylko w latach 2009 i 2010 na rynku Catalyst przeważała liczba spółek, dla których było to pierwsze pozyskanie środków z rynku kapitałowego. Tym samym można stwierdzić, że spółki decydują się najpierw na pozyskanie środków z rynku akcyjnego, dopiero w następnej kolejności starają się pozyskać finansowanie z rynku dłużnego, co jest niezgodne z teorią hierarchii źródeł finansowania sformułowaną przez Myersa i Majlufa.

## 5. Podsumowanie

Przeprowadzone badania w pełni pozwoliły na realizację zakładanego celu niniejszego opracowania. Wyniki potwierdzają hipotezę główną, mówiącą o tym, że pierwotna oferta sprzedaży obligacji z wykorzystaniem publicznego rynku instrumentów dłużnych odgrywa coraz istotniejszą rolę w zakresie pozyskiwania finansowania przez przedsiębiorstwa w porównaniu z finansowaniem poprzez pierwotną ofertę sprzedaży akcji. Hipoteza ta została potwierdzona zarówno w ujęciu wartościowym (suma przeprowadzonych ofert pierwotnych na rynku Catalyst względem sumy ofert IPO na rynku kapitałowym), jak i względnym (rosnący udział liczby ofert przeprowadzonych na Catalyst w sumie ofert na rynku kapitałowym w Polsce). Weryfikacja hipotezy cząstkowej dotyczącej finansowania działalności przez przedsiębiorstwa w pierwszej kolejności poprzez ofertę pierwotną sprzedaży obligacji, a dopiero w drugiej kolejności poprzez przeprowadzenie pierwotnej oferty sprzedaży akcji wykazała, że w latach 2009–2013 przedsiębiorstwa finansowały swoją działalność niezgodnie z teorią hierarchii źródeł finansowania Myersa i Majlufa, decydując się w pierwszej kolejności na przeprowadzenie pierwotnej oferty sprzedaży akcji, a dopiero w drugiej kolejności – na pierwotną ofertę sprzedaży obligacji. Stan ten być może wynika z konieczności zwiększenia przez przedsiębiorstwa swojej wiarygodności jako spółek publicznych przed pozyskaniem finansowania dłużnego. Weryfikacja drugiej hipotezy cząstkowej udowodniła, że przedsiębiorstwa pozyskują średnio więcej kapitału w ujęciu jednostkowym w wyniku przeprowadzania pierwotnej oferty emisji obligacji niż w przypadku pierwotnej oferty emisji akcji.

Z uwagi na stosunkowo krótki okres funkcjonowania publicznego rynku instrumentów dłużnych (tj. rynku Catalyst) oraz dynamiczny charakter zmian otoczenia gospodarczego, który może w istotny sposób determinować strukturę finansowania działalności przedsiębiorstw w zakresie finansowania udziałowego i dłużnego, należy zaznaczyć, że istnieje konieczność kontynuowania badań w zakresie finansowania działalności przedsiębiorstw z wykorzystaniem IPO na rynku kapitałowym w Polsce. Istotne znaczenie dla wykorzystania przez przedsiębiorstwa poszczególnych źródeł

finansowania dostępnych na rynku kapitałowym w przyszłości mogą mieć także upadłości ogłoszone w latach 2012–2013 przez emitentów z rynku Catalyst (m.in. Gant, DSS, PBG) i rynku NewConnect (m.in. Motor Trade Company, Sobet, R&C Union) poprzez obniżenie zaufania inwestorów do tych rynków.

## Bibliografia

### Wydawnictwa zwarte

1. Dębski W., *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
2. Dobosiewicz Z., *Giełda. Zasady działania, inwestorzy, rynki giełdowe*, PWE, Warszawa 2013.
3. Duliniec A., *Finansowanie przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2007.
4. Kachniewski M., Majewski B., Wasilewski P., *Rynek kapitałowy i giełda papierów wartościowych*, FERK, Warszawa 2008.
5. Markiewicz M., Zygmantowski P., *Znaczenie rynku NewConnect jako miejsca przeprowadzenia oferty pierwotnej*, Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny, z. 2, Poznań 2013.
6. Mikołajczyk B., Kurczewska A., *Rynek NewConnect w Polsce na tle rynków alternatywnych w Europie*, Finansowy Kwartalnik Internetowy „e-Finanse” 2010, vol. 6, nr 3.
7. Myers S., Majluf N., *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*, „Journal of Financial Economics” 1984, 13.
8. Ostrowska E., *Rynek kapitałowy*, PWE, Warszawa 2007.
9. Siwek P., *Praktyka pierwszych ofert publicznych w Polsce*, CeDeWu, Warszawa 2005.
10. Socha J., *Rynek papierów wartościowych w Polsce*, OLYMPUS, Warszawa 2003.
11. Zawadka D., *Publiczny rynek kapitału wysokiego ryzyka*, Zakład Poligraficzny „Grafika”, Poznań 2013.
12. Ziarko-Siwiek U., *Giełda papierów wartościowych w Polsce*, w: *Giełdy kapitałowe w Europie*, red. U. Ziarko-Siwiek, CeDeWu, Warszawa 2008.

### Dokumenty prawne

1. Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach, Dz.U. nr 120, poz. 1300 z późn. zm.
2. Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych, Dz.U. nr 94, poz. 1037 z późn. zm.
3. Ustawa z dnia 25 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzenia instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, Dz.U. z 2005 r. nr 184, poz. 1539 z późn. zm.

4. Ustawa z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym, Dz.U. nr 157, poz. 119 z późn. zm.
5. Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 12 maja 2012 r. w sprawie szczegółowych warunków, jakie musi spełniać rynek oficjalnych notowań giełdowych oraz emitencji papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na tym rynku.
6. Regulamin Alternatywnego Systemu Obrotu według stanu prawnego na dzień 14 października 2013 roku.
7. Regulamin Giełdy według stanu prawnego na dzień 1 stycznia 2014 roku.

### **Materiały internetowe**

1. Catalyst, [www.gpwcatalyst.pl/1248#top](http://www.gpwcatalyst.pl/1248#top), dostęp 19.01.2014.
2. Catalyst, [www.gpwcatalyst.pl/dla\\_emitentow](http://www.gpwcatalyst.pl/dla_emitentow), dostęp 19.01.2014.
3. Catalyst, [www.gpwcatalyst.pl/1244#top](http://www.gpwcatalyst.pl/1244#top), dostęp 19.01.2014.
4. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., *Historia*, [www.gpw.pl/historia](http://www.gpw.pl/historia), dostęp 18.01.2014.
5. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., *Jak zostać spółką giełdową*, [www.gpw.pl/jak\\_zostac\\_spolka\\_gieldowa](http://www.gpw.pl/jak_zostac_spolka_gieldowa), dostęp 19.01.2014.
6. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., *Rocznik giełdowy 2013*, GPW, Warszawa 2013.
7. KDPW, [www.kdpw.pl/pl/Documets/Folder%20KDPW.pdf](http://www.kdpw.pl/pl/Documets/Folder%20KDPW.pdf), dostęp 18.01.2014.
8. Mazurek, J., *Obligacje korporacyjne na Catalyst*, [http://www.gpwcatalyst.pl/pub/files/materiały\\_do\\_pobrania/Catalyst\\_broszura-korporacyjne.pdf](http://www.gpwcatalyst.pl/pub/files/materiały_do_pobrania/Catalyst_broszura-korporacyjne.pdf), dostęp 19.01.2014.
9. NewConnect, *O rynku*, [www.newconnect.pl/index.php?page=o\\_rynku](http://www.newconnect.pl/index.php?page=o_rynku), dostęp 18.01.2014.
10. NewConnect, *Przewodnik po rynku*, [http://www.newconnect.pl/pub/dokumenty\\_do\\_pobrania/GPW\\_Przewodnik\\_NC.pdf](http://www.newconnect.pl/pub/dokumenty_do_pobrania/GPW_Przewodnik_NC.pdf), dostęp 18.01.2014.

---

## IPO Corporate Financing on Polish Capital Market

---

### **Summary**

The article is aimed at answering the question how companies make use of initial offering of equity and debt instruments in order to acquire financing from the public capital market in Poland. The first section of the article presents the sources of financing of corporate activities and the structure of the capital market. The second

section characterizes the process of acquisition of financing from the equity and bond markets. The third section includes the results of research on initial offering on the Polish capital market in the period of the last five years, i.e. in the years 2009–2013. The summary presents the author's conclusions as well as the areas which require further analysis. The conducted research allowed for the full implementation of the assumed aim of the present study. The results confirm the main hypothesis stating that the bond initial offering with the use of the public market debt instruments is playing an increasingly high role in the area of acquiring finance by companies in comparison with financing through equity initial offering. The verification of the partial hypothesis concerning the financing of corporate activity in the first place by bond initial offering and later on by equity initial offering revealed that in the years 2009–2013 companies financed their activities contrary to the Myers and Majluf hierarchy theory of financing sources deciding to deal with first the equity initial offering followed by bond initial offering. The verification of the second partial hypothesis proved that from the individual perspective companies on the average acquire more capital as a result of bond initial offering than equity initial offering.

**Keywords:** equity, bonds, IPO, activity financing, capital market

---



*Grzegorz Sobiecki*

Wydział Nauk Ekonomicznych

Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

# Krytyczna ocena teorii zarządzania przez wartości (*Managing By Values*)

---

## Streszczenie

Model zarządzania przez wartości (ang. *Managing by Values* – MBV) tworzy ramę dla współczesnych liderów i menedżerów. Uwzględnienie wartości w zarządzaniu wydaje się właściwym kierunkiem zmian, choć proponowane konkretne teorie wymagają jeszcze dalszego dopracowania na poziomie koncepcyjnym, gdyż teoria MBV nie jest wolna od wad. Głównym kierunkiem rozwoju powinna być zmiana roli wartości w zarządzaniu: z roli narzędzia do realizacji celów przedsiębiorstwa na rolę przestrzeni, w której podejmowane są decyzje. Zarządzanie przez wartości stanie się wówczas „zarządzaniem z respektowaniem wartości”.

**Słowa kluczowe:** zarządzanie przez wartości, MBV, analiza, krytyczna ocena

---

## 1. Wprowadzenie

Modele zarządzania przez wartości (ang. *Managing by Values*; MBV) tworzą ramę dla współczesnych liderów i menedżerów. Zagadnienie wartości, dawniej uznawane za „zbyt miękkie”, by mogło być włączone w poważne podejście do zarządzania, obecnie zmieniło się w centralną część w dyskusjach o kulturze organizacyjnej i zmianach organizacyjnych. Wobec wagi, jakiej współcześnie nabiera zarządzanie przez wartości, powstała potrzeba krytycznej oceny istniejących podejść do MBV.

Teoria MBV stanowi istotne usprawnienie procesu zarządzania i uwzględnia realia współczesności. Ciągłe, nieliniowe zmiany, niepewność każą odwoływać się do kategorii bardziej stabilnych, a taką są wartości. Teoria MBV w ujęciu S.L. Dolana jest relatywnie dobrze opracowana, zarówno pod względem koncepcyjnym, jak i implementacyjnym oraz bazuje na wieloletnim doświadczeniu. Stanowi ważny krok naprzód w teorii zarządzania, konkretyzujący wcześniejsze rozważania na temat wartości i roli kultury organizacyjnej.

Teoria MBV nie jest jednak wolna od wad. Niektórzy krytycy zwracają uwagę na to, że nie jest do końca możliwe zarządzanie kulturą organizacyjną i wartościami, tak jak nie jest możliwe zarządzanie wolą człowieka, a MBV wchodzi właśnie w kategorię programów do naginania wzorców znaczeń, idei i wartości do woli zarządzających.

Celem artykułu jest identyfikacja głównych wad teorii MBV. Autor opracowania zidentyfikował kilka podstawowych grup wad:

- uzależnienie procesu MBV od czynników egzogenicznych,
- brak autonomii teorii, niepełność, niespójność,
- uzależnienie wartości od celów,
- instrumentalizm w podejściu do pracownika i wartości,
- niejasne źródła i kanony wartości korporacyjnych,
- dystrakcja i dezorganizacja działań operacyjnych,
- brak udokumentowanego poparcia skuteczności MBV.

## 2. Brak autonomii teorii, niepełność, brak spójności

Badania wykazują, że duże firmy używają jednocześnie 11,4 narzędzi zarządzających, które ucieleśniają poszczególne koncepcje zarządzania, na przykład planowanie strategiczne, zarządzanie przez misję, Total Quality Management, Six Sigma benchmarking, Customer Relationship Management, zrównoważona karta wyników i wiele innych<sup>1</sup>. *Guide to Management Ideas and Gurus* wydany w 2008 roku, niecałe 100 lat po ukazaniu się „Zasad naukowego zarządzania” W. Taylora uważanych za początek naukowego podejścia do zarządzania, prezentuje 103 idee zarządzania i 54 wybitnych twórców. Jeszcze większą listę różnych modeli, technik i idei zarządzania można odnaleźć na stronie [www.valuebasedmanagement.net](http://www.valuebasedmanagement.net). Oznacza to, że zarządzanie z jednej strony nie jest wiedzą jednorodną, lecz składa się z wielu, niezależnych i powiązanych ze sobą koncepcji wykorzystywanych w praktyce. Z dru-

---

<sup>1</sup> S. Lachowski, *Droga ważniejsza niż cel. Wartości w życiu i biznesie*, Wydawnictwo Studio EMKA, Warszawa 2012, s. 161–162.

giej strony wiedza i praktyka zarządzania są niezwykle bogate, skoro, statystycznie biorąc, na przestrzeni 100 lat każdego roku powstawała więcej niż jedna koncepcja. Teoria MBV wpisuje się w ten kanon narzędzi i modeli, **nie stanowiąc całkowicie autonomicznej teorii zarządzania**, choć autorzy koncepcji to właśnie sugerują. Jest uzależniona od stosowania innych modeli i narzędzi. Jako taka koncentruje się przede wszystkim na „zapleczu” głównej działalności przedsiębiorstwa i jest odpowiedzią na poszukiwanie społecznego spoiwa i motywatora zaangażowania na rzecz firmy, niezależnego od okoliczności zewnętrznych (zmienności).

Miejscami wydaje się także niejednorodna (niespójna) oraz zawierająca zbyt dużo stwierdzeń ogólnikowych, popartych być może subiektywnym doświadczeniem autorów, ale niekoniecznie badaniami naukowymi. Poszczególne wersje są obciążone charakterem i osobowością (systemem wartości) twórców i propagatorów, np. Blanchard wydaje się zalecać (studentom) „programowanie umysłu na pozytywne myślenie”. Nie jest jednak nigdzie udowodnione, że takie pozytywne myślenie (a więc odrzucenie czy ignorowanie negatywnych myśli) będzie przynosiło zamierzone skutki, szczególnie długoterminowo, w przedsiębiorstwie zarządzanym przez wartości.

Sam fakt istnienia dwóch głównych, konkurencyjnych, różniących się głównie szczegółami implementacji, koncepcji o tej samej nazwie (w języku angielskim): MBV – Blancharda i O'Connora oraz S.L. Dolana i jego współautorów, a także zastrzeżenie znaków towarowych związanych z MBV może rodzić pewien dysonans. Mimo otwartości autorów nie ułatwia to analizy naukowej koncepcji. Taki stan rzeczy może rodzić także wątpliwości pojęciowe.

W tak określonych granicach zarządzanie przez wartości dochodzi do poznawczej granicy naukowego zarządzania z nierozstrzygniętym problemem teorii i hierarchii wartości oraz wartościowania: co powinno być pierwsze, ważniejsze? Próba łączenia sądów normatywnych z kategoriami ekonomicznymi – finansowymi, organizacyjnymi, zarządczymi, praktycznymi problemami, wydajnością itd. – jest zagadnieniem określanym jako gilotyna Hume'a, a jego rozwiązania leżą już poza granicami zarządzania oraz w ogóle nauk ekonomicznych – w filozofii. Mimo, że MBV jest niekiedy określana jako „filozofia” zarządzania, z filozofią w klasycznym sensie nie ma dużo wspólnego. MBV nie odnosi się do tej poznawczej granicy.

### 3. Uzależnienie wartości od celów

Mimo że MBV jest teorią ogólną, jest umiejscawiana w strukturze kultury organizacji **pomiedzy wizją i strategią a misją firmy**. Z wartości zarządzanych za

pomocą MBV wynikają wizja i strategia<sup>2</sup>, ale wartości jako takie – wynikają albo powinny uzupełniać misję – ogólny cel działania firmy („wartości są łącznikiem między misją przedsiębiorstwa i jego wizją, określają podstawowe, niezienne zasady działania, wskazują, jak dążyć do celu”<sup>3</sup>). Wartości są uważane za główny składnik kultury organizacyjnej, ponieważ bazują na wspólnych wierzeniach dotyczących tego, do czego ma dążyć przedsiębiorstwo<sup>4</sup>. Oznacza to, że istnieje coś ogólniejszego (wyższa wartość) niż wartości zasadnicze w firmie. Jeśli zatem wyznawane wartości zasadnicze nie realizują misji ze względu na zewnętrzne okoliczności lub realia rynkowe – winny zgodnie z logiką być zmienione<sup>5</sup>, co stanowi wspomniany wcześniej czynnik zmienności kultury korporacyjnej, w momencie gdy MBV miała być odpowiedzią na zmienność.

Proces MBV wg Blancharda obejmuje fazy: sprecyzowanie swojej misji, celów i wartości, następnie propagowanie misji i wartości, a na koniec dostosowanie codziennych działań do misji i wartości<sup>6</sup>. Dolan i Garcia sugerują podobne kroki: odnalezienie lidera zmiany, „destylację” wspólnych wartości, pracę w zespołach projektowych, rozwijanie nowych praktyk i polityki oraz audytowanie (kontrolę) zaangażowania organizacji w realizację nowych wartości. Dolan i Garcia twierdzą, że zarządzanie przez wartości można stosować zarówno na cele indywidualnej refleksji oraz formułowania osobistej strategii, jak i jako podstawę filozofii oraz praktyki menedżerskiej. Wartości przyjęte i analizowane w konkretnej formie mogą i powinny być stosowane jako narzędzie w zarządzaniu<sup>7</sup>, które służy do integrowania strategicznego zarządzania z polityką dotyczącą ludzi i budowaniem poświęcenia<sup>8</sup>. Jeśli wartości są narzędziem do osiągnięcia celu, to wciąż cel do osiągnięcia (wyższa wartość) ma swoje źródło na zewnątrz systemu, jakim jest przedsiębiorstwo. War-

---

<sup>2</sup> Ibidem, s. 247.

<sup>3</sup> Ibidem, s. 264.

<sup>4</sup> R.L. Fitzpatrick, *A literature review exploring values alignment as a proactive approach to conflict management*, „International Journal of Conflict Management” 2007, Vol. 18, No. 3, ABI/INFORM Complete, s. 291.

<sup>5</sup> „It appears that strategic thinkers and decision makers need to be able to adapt and change to meet the demands of the marketplace (values associated with vision), whilst also motivating and encouraging employees to commit to the changes and work towards the new vision (operating values)”; G. Steptoe-Warren, D. Howat, I. Hume, *Strategic thinking and decision making: literature review*, „Journal of Strategy and Management” 2011, Vol. 4, No. 3, s. 245.

<sup>6</sup> K. Blanchard, M. O’Connor, *Zarządzanie poprzez wartości*, Wydawnictwo Studio EMKA, Warszawa 1998, s. 35.

<sup>7</sup> M. Raich, S.L. Dolan, J. Klimek, *Globalna transformacja biznesu i społeczeństwa*, Difin, Warszawa 2011, s. 253.

<sup>8</sup> S.L. Dolan, S. Garcia, B. Richley, *Managing by values. A Corporate Guide to Living, Being Alive, and Making a Living in the 21st Century*, Palgrave MacMillan, New York 2006, s. 17.

tości jako narzędzie dopuszczają zatem stosowanie technik (np. psychologicznych, socjotechnik, inżynierii społecznej, NLP), które zachowują złudzenie utrzymywania własnych wartości i swobody decyzji, spowodują określone nie tyle konkretne zachowania konkretnych osób, ale poruszą całe grupy poprzez ingerencję w ich systemy wartości. W takim ujęciu MBV należałoby sądzić, że również Hitler, Stalin i Mussolini, a także i wielu hakerów ze słynnym Kevinem Mitnickiem na czele, stosowali pewien nieuświadomiony rodzaj zarządzania przez wartości – powodowali, że ludzie autentycznie zaczęli wierzyć w wartości, które były podporządkowane „wyższym” celom publicznym, narodu czy konkretnych osób. J. Hoopes dodaje, że moralna arogancja, która doprowadziła do skandalu z udziałem Enronu, także miała swe korzenie w XX-wiecznym „kulcie” przywództwa opartego na wartościach<sup>9</sup>. W tych przypadkach wartości stanowiły zatem narzędzie sterowania grupami. Faza 2. przytoczonego procesu aż nadto kojarzy się w tym kontekście z pejoratywnie odbieraną propagandą. Tylko jeśli przedsiębiorca/dyrektor naczelny/zarząd/właściciel – czyli „decydenci wartości firmy” ustanowią *dobry* cel, przy efektywnym zaimplementowaniu MBV, postawy i zachowania osób zarządzanych będą *dobre*. Z kolei ze *złych* przesłanek mogą wynikać zarówno *dobre*, jak i *złe* postawy i zachowania. Wprawdzie ustalenie misji przedsiębiorstwa, które nie jest prowadzone przez pojedynczego przedsiębiorcę, wymaga kompromisu (negocjacji i konsensusu) wyznawanych wartości lub uwzględniania wartości głównych interesariuszy (akcjonariuszy, zarządu, menedżerów, pracowników, kontrahentów, klientów), jednak osoba odpowiedzialna we wpływanie na ludzi również może pozostałym zaszczerpić wartości podlegające własnym celom tak, że staną się jego „agentami”, a w połączeniu z odpowiednimi cechami osobowościowymi i charakterem może stać się głównym, choć niekoniecznie formalnym liderem zmiany organizacyjnej.

## 4. Instrumentalne podejście do wartości i pracownika

Teorie MBV mimo swej niewątpliwej nowatorskości, jak zauważono, koncentrują się na sterowaniu – sterowaniu wartościami, co ma potencjał ingerencji w inną wartość, intuicyjnie większą, wolność jednostki, nawet gdy ta w sposób wolny zgodzi się na podleganie korporacyjnym wartościom. Ta wada jest odziedziczona po teoriach zastępowanych przez MBV – zarządzaniu przez instrukcje (MBI) i zarządzaniu

---

<sup>9</sup> <http://www.csrwire.com/blog/posts/563-from-heroism-to-values-based-leadership-the-contemporary-cult-of-corporate-executives>.

przez cele (MBO). Instrumentalność wartości może budzić sprzeciw u osób, które traktują idee określane jako „wartości” jako coś nieinstrumentalnego.

Dolan, Richley, Garcia i Lingham twierdzą, że w organizacjach, które przestały być traktowane jako systemy mechaniczne, a zaczęły jako złożone żyjące systemy, istnieją tzw. dziwne atraktory (pojęcie z teorii chaosu), które pozwalają na pojawianie się systemów dynamicznych, dla odróżnienia od „normalnych” atraktorów, które są „ideami, wierzeniami, wartościami lub etyką wystarczającej stabilności i przenikalności, które przyciągają uwagę systemu i powodują powtarzalny schemat zachowania”<sup>10</sup>. Autorzy ci (między innymi) uważają, że wartości w organizacji są właśnie takimi „dziwnymi atraktorami”. Wartości zatem są sprowadzone do poziomu „generatora niepewności”, albo czynnika powodującego błędy statystyczne, uniemożliwiające w pełni mechanistyczne zarządzanie. Zostały zatem odpersonalizowane – pozbawione niezależności i uniwersalnej fundamentalności, w porównaniu do wartości ogólnoludzkich pozbawione części siły, która popycha ludzi do działania<sup>11</sup>.

Jeżeli organizacja pragnie wykorzystywać swoich pracowników wyłącznie instrumentalnie, wówczas ludzie postrzegani są wyłącznie w kontekście ich fizycznej obecności, cielesności. Naturalnie nie oznacza to postulatu tworzenia kultur, w których ludzie przychodzić będą do pracy wyłącznie po to, by spędzić przyjemnie czas. Jednak w obecnym kształcie MBV brakuje podkreślenia złożoności i błędności natury ludzkiej, która w szczególności łączy elementy ciała i ducha, osobowość i nastrojowość – zatem pewne nieracjonalności, które mogą powodować niespójności działań człowieka z wyznawanymi wartościami. Brakuje podkreślenia jego godności jako człowieka; nie należy również zapominać o podstawowym celu, w jakim wchodzi on w relację z pracodawcą. Gdy pamięta się o tych brakach MBV, dopasowanie pracowników do wizji i misji organizacyjnej jest całkiem możliwe.

Instrumentalne podejście do wartości w połączeniu z uzależnieniem wartości od celów może powodować chęć wykorzystania wartości jako narzędzia do kontroli pracowników bez potrzeby bezpośredniego na nich wpływania poprzez instrukcje czy

---

<sup>10</sup> L. Fitzgerald, F. van Eijnatten, *Chaos speak: a glossary of chaordic terms and phrases*, „Journal of Organizational Change Management” 2002, Vol. 15, No 4, s. 412–423.

<sup>11</sup> „Values are defined as our preferences and priorities that reflect what is important to us. They are considered abstract concepts we hold as important because of our beliefs about how life »ought« to be lived and believe we gain insight into the world-views of people by learning the relative importance (priority) they place on values”, R.L. Fitzpatric, *A literature review exploring values alignment as a proactive approach to conflict management*, „International Journal of Conflict Management” 2007, Vol. 18 No. 3, s. 286.

wyznaczanie zadań. MBV może być wykorzystane zatem jako zakamuflowana wersja zarządzania przez instrukcje<sup>12</sup>, która jeszcze bardziej urąga godności pracowników.

Jakkolwiek autorzy i deweloperzy koncepcji MBV starają się, by MBV była dla pracowników i podmiotów zarządzania (osób podlegających zarządzaniu) jak najmniej inwazyjna (wspólne uzgadnianie celów, wzajemne dopasowania, kompromisy, negocjacje), wciąż jest to próba znalezienia sposobu na internalizację tzw. wartości korporacyjnych przez podmioty zarządzania, zatem ingerencji w ich systemy wartości. Nie należy wprawdzie tego oceniać jako coś złe albo dobre, gdyż praca jest i prawdopodobnie zawsze będzie integralną częścią życia biologicznego człowieka, niezależnie jaką formę wybierze – bardziej przedsiębiorczą czy mniej, z większym czy mniejszym ryzykiem, szerokim czy wąskim otoczeniem – i tak pewne wartości „korporacyjne” czy też wartości związane z pracą będzie posiadał w swoim systemie wartości. Ingerencja zatem może polegać na negocjacji czy indukowanym przeniesieniu pewnych wartości związanych z pracą na wyższy poziom ważności. Jednak takie przeniesienie powoduje zmniejszenie ważności innych wartości. Może to powodować w skrajnych przypadkach zapaść moralno-etyczną czy też stopniową utratę dotychczasowego życia osobistego – rodziny, przyjaciół, własnych zainteresowań, gdy wartości korporacyjne zostaną zinternalizowane w stopniu przewyższającym wartości rodzinne. W mniej skrajnym przypadku próba zarządzania wartościami innych ujawniona w swej istocie może spowodować to, czego autorzy koncepcji próbują uniknąć – alienację, wycofanie, zmniejszenie zapału, poczucie bycia wykorzystanym. W relacji do innych form zarządzania może się okazać, że mniej integracyjne sposoby zarządzania – poprzez cele czy instrukcje będą bardziej przyjazne dla pracowników ze względu na niezależność wobec ich życia osobistego. W zależności od przyjętych celów (wartości podlegają w MBV celom), organizacja mogłaby oceniać zaangażowanie kosztem relacji rodzinnych pozytywnie lub negatywnie. Gdyby do tego chciała ingerować i wpływać na wartości prywatne – byłoby to o tyle nieuprawnione ze względu na brak obiektywizmu, co ingerujące w jedną z najgłębszych sfer i wartości człowieka – jego wolność.

---

<sup>12</sup> J. Hoopes, *From Heroism to Values-Based Leadership: The Contemporary Cult of Corporate Executives*, blog, Oct 02, 2012, <http://www.csrwire.com/blog/posts/563-from-heroism-to-values-based-leadership-the-contemporary-cult-of-corporate-executives>.

## 5. Uzależnienie procesu MBV od czynników egzogenicznych

MVB w obecnym kształcie, który wynika z teoretycznej prezentacji wymienianych wcześniej autorów, nastawiona jest na instrumentalizację wartości organizacyjnych. Nie nadaje się zatem do zarządzania we wszystkich rodzajach sytuacji. Nie tylko sposób wykorzystania MBV, lecz także sam fakt wykorzystania są uwarunkowane egzogenicznie. Proces MBV jest silnie uzależniony od czterech grup aspektów<sup>13</sup>:

- 1) **społeczno-instytucjonalnych** (historia, kultura narodowa, religia, rozwój demokracji, rozwój gospodarczy, sytuacja społeczno-polityczna),
- 2) **organizacyjnych** (rodzaj sektora, branży, wielkość sektora, struktura rynku, pozycja na rynku, struktura własnościowa, najważniejsi udziałowcy),
- 3) **wewnątrzorganizacyjnych** (historia organizacji, kultura organizacyjna i aktualne wartości, przywództwo, system organizacyjny),
- 4) **aspektów poziomu indywidualnego** (charakter i osobowość menedżerów, pracowników, zaangażowanie pracowników, płeć).

Zarządzanie przez wartości jest zatem wprost zależne od kultury z całą ideologią i paradygmatami, którą wyznaje inicjator przedsięwzięcia oraz jej kodyfikacją, którą może wykorzystywać do znajdowania podobnych sobie współpracowników, aby móc zarządzać wspólnymi wartościami. Inne zarządzanie przez wartości będą mieli chrześcijanie, inne muzułmanie; inne neoklasycy, keynesiści, a jeszcze inne komuniści. Część z tych zmiennych jest względnie stała (historia, osobowość), ale część zmienia się dynamicznie (pozycja na rynku, sytuacja społeczno-polityczna).

S. Lachowski pisze, że „Wartości zasadnicze przedsiębiorstw, podobnie jak wartości przyjmowane przez ludzi, stanowią zwykle zamknięty zestaw ponadczasowych idei, mają rzeczywiste znaczenie dla członków organizacji i są przydatne w realizacji celów bieżących oraz strategii działania”. Trudno się nie zgodzić z tym, że dorośli ludzie kierują się określonymi wartościami przez większą część życia i rzadko je zmieniają. Ta właśnie niezmiennosc daje im możliwość spokojnego działania i zmniejsza „koszty transakcyjne”, czyli strach przed nieznanym, stabilizuje wybory. W przypadku przedsiębiorstwa teoria MBV zakłada ciągłą adaptację wartości. Jeśli jednak proces MBV jest uwarunkowany egzogenicznie, wartości korporacyjne będą się zmieniały, co może pociągnąć za sobą wzrost kosztów transakcyjnych i organi-

---

<sup>13</sup> K. Jaakson, *Management by values: are some values better than others?*, „Journal of Management Development” 2010, Vol. 29, No. 9, s. 798.



zacyjnych dostosowywania kultury do warunków zewnętrznych, a przyjmuje się, że te są dynamiczne, zmienne i nieliniowe.

MBV nie odnosi się do problemu różnic uwarunkowań wartości w przypadku występowania takowych jednocześnie – np. wśród różnych istniejących interesariuszy przedsiębiorstwa. Problem niedopasowanego pojedynczego pracownika, któremu nie odpowiadają nowe wartości, „wypracowane” albo narzucone, można prosto rozwiązać przez wypowiedzenie. Buddysta – wegetarianin, chroniący wszelkie życie, nie musi i nie powinien pracować w rzeźni. Ma też pewnie świadomość, że nie narzuci swojego systemu i hierarchii wartości ani właścicielom, ani kolegom z pracy. Jednak w przypadku zróżnicowanej grupy właścicieli czy społeczności i otoczenia przedsiębiorstwa problem różnic wartości nie jest adresowany przez teorię MBV.

MBV zakłada skuteczność stosowania wartości korporacyjnych jako narzędzia, milcząco zakłada zatem większą siłę oddziaływania wartości korporacyjnych niż wartości indywidualnych, czy też próbę wykorzystania siły korporacyjnej w przypadku konfliktu wartości do narzucenia wartości, lub jak to określają niektórzy autorzy, zapewnienia zbieżności<sup>14</sup>. Biorąc pod uwagę, że wartości są motywacją działania człowieka – a dokładniej – pewnego rodzaju działania: wyborów, konflikt wartości, który się pojawia w przedsiębiorstwie, które chce wypracować albo narzucić wcześniej wypracowane wartości, może powodować reakcję w postaci powrotu do kierowania się wyłącznie własnymi wartościami i odrzucenia wartości korporacyjnych, co może dalej powodować frustrację, zmniejszyć wydajność pracy i atmosferę. Będzie to świadczyło o tym, że założenie o większej sile wartości korporacyjnych nie jest spełnione, a MBV nie jest skuteczna.

## 6. Niejasne źródła i kanony wartości korporacyjnych

Koncepcja MBV kładzie zbyt duży nacisk na sterowanie wartościami, a zbyt mało na „pokorę przedsiębiorstwa” wobec otoczenia wewnętrznego i zewnętrznego, na ich poznawanie i dostosowywanie siebie i własnych wartości do wartości z otoczenia. Nie jest jednoznaczna geneza „własnych” wartości przedsiębiorstwa – wartości korporacyjnych, które winny być internalizowane. Mogą one wszak wynikać z „umowy społecznej” pracowników, mogą być narzucane przez kierownictwo czy właścicieli lub też wybierane przez menedżerów z dostępnego w literaturze lub znanego z praktyki menedżerskiej kanonu wartości na podstawie wcześniej określonych kryteriów. Nie istnieje także (na razie?) jednolity kanon wartości korporacyjnych,

<sup>14</sup> G. Steptoe-Warren, D. Howat, I. Hume, *Strategic thinking...*, op.cit.

na którym można byłoby się oprzeć, konstruując system wartości przedsiębiorstwa, a wymieniane w literaturze wartości są uśrednieniem olbrzymiej ich różnorodności (np. Corporate Value Index<sup>15</sup>). Badania nad wartościami są fragmentaryczne, skoncentrowane na krótkim terminie i mają ograniczone zastosowanie w praktyce<sup>16</sup>. Nie istnieje także jednolita definicja wartości organizacyjnych, które stoją u podstawy teorii MBV, a istniejące definicje różnią się co do istoty. Jednocześnie, jak zauważa K. Jaakson<sup>17</sup>, różni autorzy używają terminu wartości do uwydatnienia różnych aspektów istoty pojęcia wartości.

Społeczeństwa, aby funkcjonować w długim terminie, uzgadniają pewne wartości, które stawiają intuicyjnie wyżej niż inne. Takimi wartościami są np. miłość, wolność, odpowiedzialność, racjonalność, a także wartości zbiorowe: zgoda, spokój, bezpieczeństwo grupy i jednostek, przetrwanie. Jeśli przedsiębiorstwo chce integrować swoje specyficzne wartości (w końcu wartości przedsiębiorstwa wynikają ze specyficznych przesłanek) z wartościami pracowników, to przede wszystkim muszą wpisywać się w wartości społeczeństwa, w którym działają, czyli np. przyjąć najwyższą wartość w przedsiębiorstwie, jaką przyjmuje społeczeństwo – miłość, wolność albo „nieczynienie zła” – enigmatycznie, ale krótko i jasno, jak to zrobiła firma Google, a dopiero następnie próbować tworzyć zespoły na podstawie dodatkowych kryteriów i „negocjować” inne wartości.

W istocie MBV rzadko można odnaleźć odwołania (sugestię stosowania jako wartości korporacyjne) do konkretnych wartości ogólnoludzkich, zatem ogólniejszych niż wartości organizacyjne, które są nieco sztucznie identyfikowane w rozproszonych badaniach empirycznych, wewnętrznych negocjacjach czy też dzięki określonym narzędziom zarządzania, dostarczanych m.in. przez MBV lub też odgórnie narzucanym przez decydentów wysokiego szczebla (przedsiębiorców, właścicieli, strategów, zarząd).

Wspólne wartości – czy to wypracowane, czy narzucone – pozostaną pewną wartością średnią. Średnia jako miara centralna jest po pierwsze obciążona niedostateczną informacją o zbiorowości, a po drugie jest w stanie ukazać, nawet w spolaryzowanym środowisku, „wspólne” wartości, których w rzeczywistości nie ma albo nikt ich nie wyznaje.

---

<sup>15</sup> [http://www.onboard.pl/pl/badania\\_publicacje/corporate\\_values\\_index/](http://www.onboard.pl/pl/badania_publicacje/corporate_values_index/).

<sup>16</sup> R.L. Fitzpatrick, *A literature review exploring values alignment as a proactive approach to conflict management*, „International Journal of Conflict Management” 2007, Vol. 18, No 3, ABI/INFORM Complete, p. 280–305.

<sup>17</sup> K. Jaakson, *Management by values...*, op.cit.

W MBV nie stanowi luki proces wdrażania, który niezależnie od podejścia wydaje się być logiczny i spójny. Operacyjnych rozwiązań praktycznych problemów jest wiele i dostosowane są one do różnych rodzajów organizacji, sytuacji czy też osobowości, czasem ich wybór może być też podyktowany przypadkiem losowym. Ważną luką wydaje się być **akt wyboru lub/i proces ustalania i propagowania wartości organizacyjnych** w trakcie zmiany organizacyjnej, które mają być „prawdziwym szefem”<sup>18</sup> czy też „fundamentem, na którym budowana jest organizacja”<sup>19</sup>, dlatego że podporządkowane są wciąż celom przedsiębiorstwa. A celem przedsiębiorstwa wciąż może być klasyczny czysty zysk. Odpowiednikiem tej luki w trakcie zakładania przedsiębiorstwa lub zmiany zespołowej jest dobór osób podporządkowany misji. Proces precyzowania wartości jest ponadto z jednej strony procesem dopasowywania, a z drugiej procesem uśredniania wartości – zaspokajania wszystkich interesariuszy. Jednak dorobek nauk ścisłych pokazuje, że stosowanie średnich (albo innych miar tendencji centralnej) jest zubożone o wskaźnik zróżnicowania (zmienności, rozkładu). Z kolei dorobek nauk humanistycznych ukazuje, że wprawdzie oba te wskaźniki są niekiedy skuteczne w pokazywaniu kierunku rozwoju, a także wyznaczaniu celów, jednak nie umożliwiają wnioskowania w kierunku poszczególnych jednostek, co oznacza mniejszą skuteczność oddziaływania wypracowanego „kanonu wartości organizacyjnych” na poszczególne jednostki, gdyż statystycznie w każdym przypadku jednostka będzie zgadzała się jedynie częściowo z tym kanonem. Stosowanie MBV jako wyłącznej techniki zarządzania organizacją czy też „stylu życia firmy” nie będzie zatem efektywne i może nie wystarczyć do utrzymania stabilnego rozwoju firmy.

## 7. Dystrakcja i dezorganizacja działań operacyjnych

Postawienie wartości w centrum przedsiębiorstwa oraz koncentracja uwagi pracowników i interesariuszy na integrowaniu wartości nie może wyprzeć dążenia do osiągnięcia finansowych parametrów przedsięwzięć ani też koncentracji na konkretnych zadaniach operacyjnych i rozwiązaniach. Zbytnia intensywność wprowadzania w życie MBV może skutkować obniżeniem ilości czasu, które pracownicy spędzają na podstawowych zadaniach operacyjnych.

---

<sup>18</sup> K. Blanchard, O'Connor M., *Zarządzanie poprzez...*, op.cit., s. 46.

<sup>19</sup> R.L. Fitzpatrick, *A literature review exploring values alignment as a proactive approach to conflict management*, „International Journal of Conflict Management” 2007, Vol. 18, No 3, ABI/INFORM Complete, s. 291.

Zarządzanie przez wartości, jako koncepcja wymagająca przeznaczenia określonych środków, czasu i uwagi pracowników i innych interesariuszy, będzie najefektywniejsza w przypadku średnich i dużych przedsiębiorstw. Mimo że, technicznie rzecz biorąc, przedsiębiorstwa małe i mikro mogą ją wdrażać, trudniej będzie im podjąć ten wysiłek – samodzielnie albo z pomocą konsultantów.

## 8. Brak udokumentowanego poparcia skuteczności MBV

Wadą rozwiązania MBV z punktu widzenia menedżerów jest także brak publicznie dostępnych badań skuteczności metody, na co zwracają uwagę badacze zajmujący się tematem<sup>20</sup>. MBV wciąż jest rozwijana głównie na poziomie teoretycznym, a na poziomie praktycznym – w konsultingu i szkoleniach. Informacje o skuteczności pozostają zatem ukryte w doświadczeniach konsultantów i autorów.

## 9. Krytyka modelu MBC

Kilka lat po wydaniu „Zarządzania przez wartości” S.L. Dolan wydał dwie książki, pogłębiające tematykę MBV, a w szczególności nastawione na praktyczne wdrażanie koncepcji. Wraz ze współautorami zasugerował, że wkrótce w zarządzaniu pojawi się „coś całkiem nowego, pochodzącego bezpośrednio ze świata biznesu, co znacząco wykracza poza zarządzanie przez wartości (MBV) lub odpowiedzialność społeczną (CSR), dając przedsiębiorstwom możliwość zaistnienia w pełnym zakresie i wpływania na historię”. Podejście takie autorzy określili roboczo „zarządzaniem przez przekonania” (Management by Conscience, MBC).

Mimo próby konkretyzowania założeń model MBC wymaga doprecyzowania i dopracowania zarówno w warstwie uzasadnienia, założeń, istoty, jak i implementacji. Wydaje się, że model stanowiący „wkład w urzeczywistnianie innego świata” nie jest potrzebny, aby przedsiębiorstwo działało sprawnie. Autorzy posługują się niemal kosmologicznymi lub New-Age'owskimi odwołaniami („wykwintna świadomość”, „wyrafinowana świadomość emocjonalna”, „przebudzenie świadomości”, „doświadczenia w obcowaniu z naturą”). W tym kontekście dziwi fakt, że określenie MBC powstało w efekcie uczestniczenia na konwencji medytacyjnym Raya Yoga<sup>21</sup>. Nieprecyzyjne, niedookreślone pojęcia odrywają model od rzeczywistości fizycznej

---

<sup>20</sup> K. Jaakson, *Management by values...*, op.cit.

<sup>21</sup> M. Raich, S.L. Dolan, J. Klimek, *Globalna transformacja...*, op.cit., przypis 6 na s. 42.

i przenoszą ją do rzeczywistości duchowej, a stosowana nomenklatura sprawia, że model w takiej postaci, w jakiej został przedstawiony przez autorów, jest nierealny.

Ponadto autorzy koncepcji MBC, utrzymując korzenie modelu w teorii przedsiębiorstwa, poszukują jednocześnie ogólnej zasady, którą należałoby się kierować w życiu. Sugerując, żeby celem firmy nie był wyłącznie zysk, próbują jednoznacznie określić „prawdziwy”, „najważniejszy” i uniwersalny cel. Zapominają, że wartość pracownika (dobra samego w sobie), nie jako zasobu ale jako człowieka, nie zależy od tego, czy człowiek ten zgadza się z misją firmy, celami jej działania czy metodami. Kieruje się on wartościami, które sam uważa za subiektywne, abstrahując od uniwersalnej faktu, czy istnieją obiektywne wartości czy nie, i wdraża je w życiu pozazawodowym, które traktuje jako niezależne, a samą firmę wartościuje według własnego systemu wartości. Model MBC jest zbyt daleko idący nawet jak na tak niepewne czasy, jakie mamy obecnie, choć zawiera wiele cennych elementów, których brakuje koncepcji MBV (nieustanna zmienność modelu, ewolucja w kontekście historycznym, podmiotowe postrzeganie ludzi, mniejsze uzależnienie od dominujących wartości czy też świadomość służenia innym, wzięcie pod uwagę, oprócz wartości natury człowieka, jego natury duchowej). MBC nagle i bezpardonowo próbuje wkroczyć wraz z całym dorobkiem zarządzania i metodyką w świat filozofii – jednocześnie w ontologię, epistemologię i aksjologię – i tworzyć nową filozofię, zamiast próbować z niej czerpać. Jest raczej świadectwem potrzeby ciągłej **ewolucji modeli biznesu** lub **adaptującego się modelu zarządzania**, którego podstawą mogą być wartości lub przekonania (co nie jest tożsame ze stałym modelem ciągłego przeprojektowywania kultury organizacyjnej). Zbyt daleko idące wydają się sugestie, jakoby zarządzanie z wykorzystaniem MBC obejmowało mierzenie się nie tylko z problemami życia zawodowego, lecz także życia prywatnego pracowników. Podobnie eklektyczne podejście do religii (jako jeden z elementów strategii rozwojowych proponują rutynową medytację, do której zaliczają modlitwę, zen jogę, tantrę itp.) wskazuje na to, że MBC jest nie do końca udaną próbą kontynuacji rozwoju koncepcji zarządzania przez wartości, określenia „modelu zarządzania przyszłości”.

## 10. Rekomendowane kierunki rozwoju teorii

Istnieje bardzo wiele podejść do MBV, które różnią się koncentracją na rodzajach organizacji, klasyfikacji wartości lub uogólniają rozważania do całego społeczeństwa. Granice pomiędzy strategią, misją, wizją, wyznawanymi wartościami, kodeksem postępowania są dość płynne. Potrzebny jest zatem system integrujący uzupełniające się i niesprzeczne elementarne koncepcje zarządzania, uwzględniający nie

tylko MBV. Niekoniecznie musi uznawać koncepcję MBV za najważniejszą, choć stawiającą ją jako jeden z ogólnych fundamentów nie tylko zarządzania, lecz także ogólniej – ludzkich decyzji. MBV jako jedna z koncepcji zarządzania, stawiana przez autorów i propagatorów powyżej albo „wcześniej” względem innych koncepcji (jako ogólniejsza), może implikować wnioski sprzeczne z innymi koncepcjami w użyciu – co może rodzić nieefektywności i niezrozumienie, co jest konieczne do uwzględnienia w kontekście rozwoju teorii.

Opracowanie pewnego standardu wartości z uwzględnieniem różnorodności fundamentów kulturowych (nie chodzi o kulturę organizacji a społeczeństwa/społeczności) prawdopodobnie byłoby zadaniem wykraczającym poza nauki ekonomiczne, a możliwe także, że niewykonalnym bez odwoływania się do religii czy ideologii. Jednak opracowanie warunków współistnienia oraz sposobu komunikacji różnorodnych, często sprzecznych wartości – zarówno tych korporacyjnych, jak i indywidualnych – ich uwarunkowań i nośników w granicach przedsiębiorstwa mogłoby znacząco poprawić jakość teorii MBV.

Inną możliwością rozwoju jest skoncentrowanie się na poszukiwaniach najlepszych wartości, które mogłyby stanowić trwałe odwołanie, stały fundament w czasach zmienności; a wcześniej określenie, jakie cechy winny mieć takie wartości: zawsze prawdziwe dla człowieka, najtrwalsze, najbardziej uniwersalne. Poszukiwania uniwersalnych wartości organizacyjnych powinny być kontynuowane, tak jak powinno się kontynuować poszukiwania naukowej prawdy. Mimo że obecnie nie są one jednolite, a trudne do klasyfikowania czy standaryzowania. Każde badanie empiryczne i teoretyczne jest krokiem w stronę modelu idealnego. Oznacza to, że także MBV powinno się zmieniać i dostosowywać do rzeczywistości, szczególnie długoterminowej. Pamiętać jednak należy o wciąż aktualnym problemie gilotyny Hume'a<sup>22</sup> oraz, aby korzystając z dorobku innych dziedzin nauki (wiedzy), nie wkraczać w ich „kompetencje”. Pogłębione badania nad wspólnymi, między-kulturowymi, w różnych systemach filozoficznych, religijnych i społecznych, w poszukiwaniu wartości mających silne umocowanie w dłuższej praktyce i doświadczeniach (także złych, by ich unikać) społecznych mogą także pomóc w sformułowaniu fundamentalnych uwarunkowań stosowania obecnej i przyszłych koncepcji zarządzania związanych z wartością. Badania takie są aktualnie prowadzone, w tym porównanie wartości w sektorze publicznym 10 krajów – „Values Across Cultures” Simona O. Dolana<sup>23</sup>.

<sup>22</sup> <http://www.ekono.net/ekonomia/aktualnosci-ekonomiczne/ekonomianormatywno-pozytywna-gilotynahumea-problemwidmo>.

<sup>23</sup> <http://www.esade.edu/research-webs/eng/fwc/research/current>.

Przy tym podejściu „największego wspólnego mianownika” jednak zawsze pozostanie problem uśredniania, nieukazujący różnorodności.

Wartości nie istnieją jako obiekty, które mogą być naukowo zmierzone czy precyzyjnie zdefiniowane. Ujęcie MBV winno być zatem dynamiczne<sup>24</sup>, ale proste, założenia sformułowane krótko i intuicyjnie rozumiane, dzięki czemu koszty wdrożenia takiej teorii będą niewielkie, podobnie dystrakcja pracowników i dezorganizacja pracy, a siła oddziaływania będzie znaczna.

Identyfikacja wartości powinna być traktowana jako proces, nie środek do promocji albo miernik specyficznych lub pożądanych wartości, a wartości jako jeden z równorzędnych celów przedsiębiorstwa, a nie narzędzie. Zatem zamiast zarządzania **przez** wartości należałoby stosować zarządzanie **dla** wartości (*Managing For Values, MFV*)<sup>25</sup>. Takie podejście uwzględniłoby złożoność i godność człowieka oraz złożoność przedsiębiorstwa i jego wiązki celów, które ma realizować w gospodarce oraz społeczeństwie, jako że przedsiębiorstwo nie stanowi części gospodarki w oderwaniu od społeczeństwa.

Przy próbach ulepszenia teorii MBV należałoby wziąć pod uwagę także przeszkody rozwojowe. Jedną z nich jest stosowana nomenklatura, która z każdą nową teorią zarządzania staje się bardziej rozbudowana, a pojęcia wartości organizacyjnych, obok misji, wizji, strategii i *code of conduct* itp., stają się coraz bardziej niejednoznaczne, mogą się rozmywać, co może utrudniać proces zarządzania, porównywanie wyników i powodować pewną dezorientację pracowników.

Gdy teoria zarządzania – dziedziny bardzo praktycznej – wchodzi na poziom, którego granice dotyczą filozofii, powstaje trudność w komunikacji wartości. Wysoki poziom ogólności może zniechęcać biorących udział w procesie MBV do komunikacji na ten temat, a psychologiczne i socjologiczne techniki uzyskania komunikatów o wartościach mogą produkować wyniki niezgodne z rzeczywistością (nieprawdziwe). Jeśli tak uzyskane informacje staną u podstawy ważnych decyzji czy też będą odwołaniem w czasach kryzysowych, mogą się przyczynić do porzucenia w praktyce wypracowanych wartości i powstania efektu dryfowania przedsiębiorstwa.

Pytanie o rozwój MBV to pytanie o sposób traktowania wartości. Z jednej strony może być to poszukiwanie **niesprzecznego** określania, integrowania wartości korporacyjnych czy też układania w oparciu o systemy właścicieli, menedżerów, pracowników, klientów, kontrahentów, uwzględniającego różnorodność i niespójność

---

<sup>24</sup> R.L. Fitzpatrick, *A literature review exploring values alignment as a proactive approach to conflict management*, „International Journal of Conflict Management” 2007, Vol. 18, No. 3, s. 288.

<sup>25</sup> <http://www.csrwire.com/blog/posts/563-from-heroism-to-values-based-leadership-the-contemporary-cult-of-corporate-executives>.

indywidualnych wartości oraz ograniczenia ich integracji przy zachowaniu personalistycznego podejścia do pracownika i innych interesariuszy. Z drugiej strony – poszukiwanie **nowej roli** wartości w przedsiębiorstwie, które obecnie we wszystkich koncepcjach są traktowane mniej lub bardziej przedmiotowo, tak aby zamiast koncepcji „zarządzania przez wartości” można było rozwijać „zarządzanie z respektowaniem wartości”<sup>26</sup>. Takie ujęcie nie będzie wymagało propozycji szukania i precyzyjnego określania wspólnych płaszczyzn wartości, a umożliwi budowę atmosfery otwartości i zaufania w przedsiębiorstwie.

## 11. Podsumowanie

Wartości są jedną z głównych motywacji do działania. Pewien system wartości w firmie jest zatem niezwykle potrzebny, aby uporządkować „wynegocjowane” albo narzucone wartości przedsiębiorcy, aby wszyscy interesariusze mieli jasność co do intencji oraz podstaw decyzji podejmowanych przez pracowników i reprezentantów przedsiębiorcy, które następnie będą bezpośrednio wpływały na konkretne decyzje. Uwzględnienie wartości w zarządzaniu wydaje się właściwym kierunkiem zmian, choć analiza braków różnych podejść do koncepcji MBV pokazuje, że opisane teorie MBV nie są jednak obecnie wystarczająco dojrzałe, aby mogły być powszechnie stosowane. Wymagają jeszcze dalszego dopracowania na poziomie koncepcyjnym.

Przedstawiona krytyka MBV i MBO nie dyskredytuje jednak tych koncepcji. Wydaje się, że mogą mieć bardzo dużą faktyczną siłę korzystnego oddziaływania na zmianę w organizacji, gdyż ukierunkowane są nie na bezosobową organizację, cele, instrukcje, ale na zrozumienie i ewentualną zmianę przede wszystkim ludzi w organizacji i ich wartości. Biorąc pod uwagę złożoność systemów wartości, opracowanie uniwersalnej teorii zarządzania opartego na wartościach będzie zadaniem bardzo trudnym. Głównym kierunkiem rozwoju powinna być zmiana roli wartości w zarządzaniu: z roli narzędzia do realizacji celów przedsiębiorstwa na rolę przestrzeni, w której podejmowane są decyzje. Zarządzanie przez wartości stanie się wówczas „zarządzaniem z respektowaniem wartości”.

---

<sup>26</sup> Zapropował je jako pierwszy Tadeusz Oleksyn z Instytutu Zarządzania Wartością SGH, <http://kolegia.sgh.waw.pl/pl/KNoP/struktura/IZW/konferencje/Strony/aksjologia.aspx>.



## Bibliografia

1. Blanchard K., O'Connor M., *Zarządzanie poprzez wartości*, Wydawnictwo Studio EMKA, Warszawa 1998 [ang. *Managing my values*, 1997], s. 35.
2. Dolan S.L., Garcia S., Richley B., *Managing by values. A Corporate Guide to Living, Being Alive, and Making a Living in the 21st Century*, Palgrave MacMillan, New York 2006, s. 17.
3. Fitzgerald L., van Eijnatten F., *Chaos speak: a glossary of chaordic terms and phrases*, „Journal of Organizational Change Management” 2002, Vol. 15, No 4, s. 412–423.
4. Fitzpatrick R.L., *A literature review exploring values alignment as a proactive approach to conflict management*, „International Journal of Conflict Management” 2007, Vol. 18, No. 3, s. 286.
5. Fitzpatrick R.L., *A literature review exploring values alignment as a proactive approach to conflict management*, „International Journal of Conflict Management” 2007, Vol. 18, No 3, ABI/INFORM Complete, s. 291.
6. Hoopes J., *From Heroism to Values-Based Leadership: The Contemporary Cult of Corporate Executives*, blog, Oct 02, 2012, <http://www.csrwire.com/blog/posts/563-from-heroism-to-values-based-leadership-the-contemporary-cult-of-corporate-executives>.
7. <http://www.csrwire.com/blog/posts/563-from-heroism-to-values-based-leadership-the-contemporary-cult-of-corporate-executives>.
8. <http://www.ekono.net/ekonomia/aktualnosci-ekonomiczne/ekonomianormatyw-no-pozytywnagilotynahumea-problemwidmo>.
9. <http://www.esade.edu/research-webs/eng/fwc/research/current>.
10. [http://www.onboard.pl/pl/badania\\_publicacje/corporate\\_values\\_index/](http://www.onboard.pl/pl/badania_publicacje/corporate_values_index/).
11. Jaakson K., *Management by values: are some values better than others?*, „Journal of Management Development” 2010, Vol. 29, No. 9, s. 795–806.
12. Lachowski S., *Droga ważniejsza niż cel. Wartości w życiu i biznesie*, Wydawnictwo Studio EMKA, Warszawa 2012.
13. Raich M., Dolan S.L., Klimek J., *Globalna transformacja biznesu i społeczeństwa*, Difin, Warszawa 2011, s. 253.
14. Steptoe-Warren G., Howat D., Hume I., *Strategic thinking and decision making: literature review*, „Journal of Strategy and Management” 2011, Vol. 4, No. 3, s. 244.

---

## Managing By Values. Critical Assessment of the Theory

---

### Summary

The model of Managing by Values creates a framework for contemporary leaders and managers. The consideration of value in management seems to be an adequate trend of change, although the proposed theories require further development at the conceptual level as the MBV theory is not flawless. The major development trend should consist in the change of the role of value in management: from the role of a tool to attain corporate goals to the role of space in which decisions are made. Managing by values will become then “value respecting management.”

**Keywords:** managing by values, MBV, analysis, critical assessment

---

# Zasady skutecznego stosowania strategii crowdsourcingu<sup>1</sup>

---

## Streszczenie

Celem niniejszego artykułu jest wskazanie zasad, które pozwolą przedsiębiorstwom skuteczniej wykorzystywać crowdsourcing do realizacji celów strategicznych. Na tle przemian społecznych i technologicznych, które zmieniają profil współczesnego interesariusza, przedstawiono istotę zjawiska crowdsourcingu, by wykazać strategiczny walor crowdsourcingu w kontekście biznesowym. Następnie zaś, na podstawie analiz studiów przypadków, wskazano dobre praktyki poruszania się w przestrzeni społecznej, angażowania dużej liczby użytkowników w projekty organizacyjne i wykorzystywania ich „zbiorowej mądrości”.

**Słowa kluczowe:** crowdsourcing, model biznesowy, strategia, innowacja, internet

---

## 1. Wprowadzenie

Niektórzy badacze internetu<sup>2</sup> jako nowej płaszczyzny funkcjonowania przedsiębiorstw i poszukiwania źródeł konkurencyjności utrzymują, że idea wykorzy-

---

<sup>1</sup> Niniejszy artykuł powstał na podstawie materiałów zgromadzonych do badań naukowych służących rozwojowi młodych naukowców i uczestników studiów doktoranckich, Kolegium Zarządzania i Finansów SGH, Warszawa 2013, nr KZIF/BMN/31/13.

<sup>2</sup> Por. prace P. Massey’a, D.C. Brabhama, N. Raab, *Crowdsourcing Technology Offers Organizations New Ways To Engage Public In History*, <http://www.forbes.com/sites/nathanraab/2013/09/20/technology-offers-organizations-new-ways-to-engage-the-public-in-history/>, dostęp 20.09.2013.

stywania „tłumów” do realizowania pewnych zadań nie jest nowa. Choć można wskazać przykłady na wydzielanie zadań biznesowych i oddawanie ich do realizacji na zewnątrz struktur organizacyjnych, to jednak u podstaw crowdsourcingu leżą technologie informacyjno-komunikacyjne, a przede wszystkim internet. To dzięki nim możliwe staje się pokonywanie ograniczeń czasowo-przestrzennych, zwiększanie zasięgu oddziaływania i uzyskiwanie informacji zwrotnych w czasie rzeczywistym. Ich upowszechnienie do takiego stopnia, by stały się codziennym narzędziem pracy i rozrywki ogromnej rzeszy ludzi na całym świecie, nie nastąpiło dawno temu. Barierą jest tu przede wszystkim infrastruktura technologiczna, która nadal odcina rejony nieuprzemysłowione od rzeczywistości *online*. Ale tam, gdzie internet dociera, zmienia ludzkie zachowania w sposób stanowczy i nieodwracalny. W równym stopniu dotyczy to konsumentów i przedsiębiorstw, które są zmuszone do szybkiej adaptacji w nowych warunkach. Zmiany następujące w obszarze preferencji i oczekiwań ich interesariuszy w sposób bezpośredni lub pośredni wpływają bowiem na sposób prowadzenia działalności gospodarczej.

Celem artykułu jest wskazanie zasad, które pozwolą przedsiębiorstwom skutecznie wykorzystywać crowdsourcing do realizacji celów strategicznych.

## 2. Środowisko rozwoju crowdsourcingu

### 2.1. Rozwój mediów społecznościowych

Przyczynkiem do rozwoju zjawiska crowdsourcingu niewątpliwie był rozwój mediów społecznościowych. Omawianie crowdsourcingu w kontekście mediów społecznościowych nabiera sensu, gdy przyjmiemy, że kształtują one główny nurt aktywności społecznej w internecie, stając się nowym kanałem komunikacji i wymiany informacji.

Media społecznościowe stworzyły warunki do rozwoju nowego typu relacji między firmami a ich grupami interesów. Umożliwiły angażowanie interesariuszy w procesy biznesowe, dotychczas realizowane wyłącznie wewnątrz struktur organizacyjnych, włączanie interesariuszy w procesy decyzyjne, nawiązywanie z interesariuszami współpracy na innych zasadach niż dotychczas oraz sięganie po ich opinie i oczekiwanie w odniesieniu do różnych obszarów aktywności przedsiębiorstw. Motorem rozwoju crowdsourcingu jest zatem środowisko Web 2.0, gdyż sprawia ono, że ludzie przestali być pasywnymi użytkownikami internetu.

W artykule przyjęto, że pod pojęciem mediów społecznościowych można rozumieć grupę aplikacji (oprogramowanie społeczne) wykorzystywanych przez użytkowników

do współtworzenia treści i aktywnego partycypowania w rzeczywistości wirtualnej. Media społecznościowe mogą więc być postrzegane dwojako: jako filozofia działania internetu („upoważniająca” użytkowników do działania i angażowania się w różne interakcje społeczne) i jako narzędzia dostępne użytkownikom, które znacząco zmieniają układ sił w ich kontaktach z biznesem<sup>3</sup>.

Te narzędzia to m.in. portale społecznościowe, blogi i platformy gromadzenia się społeczności wirtualnych. Za ich pomocą ludzie są ze sobą „połączeni” niezależnie od miejsca zamieszkania, wieku i pochodzenia, a ich relacje, utrzymywane w sposób dużo bardziej dynamiczny i spontaniczny, cechuje również duża zażyłość, objawiająca się udostępnianiem dużej ilości informacji prywatnych (o sobie, swoich znajomych, o swoich doświadczeniach z życia osobistego lub zawodowego). Środowisko Web 2.0 jest interaktywne, co sprawia, że stwarza możliwości niemal nieograniczonego komunikowania się z innymi, opowiadania swoich historii, wygłaszania swoich opinii i komentowania przemyśleń innych na dowolny temat. Jedni użytkownicy mogą emocjonować się bieżącymi wydarzeniami politycznymi, inni – szukać chętnych na wspólne wyjście na koncert, a jeszcze inni – opisywać szczegóły swojego dnia codziennego (w rodzaju: dziś na obiad zjadłem dwa kawałki pizzy) bez wyraźniejszego celu. Dostęp do „szerszej publiczności”, jaki gwarantują media społecznościowe, sprawił, że współtworzenie treści w internecie stało się rzeczywistością. W efekcie media tradycyjne straciły kontrolę nad systemem generowania i upowszechniania informacji publicznych, zwiększyła się różnorodność publikowanych osądów, konsumenci zaczęli oczekiwać większej transparentności informacyjnej od przedsiębiorstw, które z kolei doceniły znaczenie precyzyjnie ukierunkowanej komunikacji z interesariuszami. W tym duchu media społecznościowe można niezaprzeczalnie wiązać z przemianami społeczno-technologicznymi.

## 2.2. Zmiany społeczne i nowy profil użytkowników internetu

Społeczny wymiar przemian, jakie zachodzą poprzez wzrost aktywności w mediach społecznościowych i przenoszenie dużej części życia do rzeczywistości cyfrowej, w największym stopniu dotyka przedstawicieli pokolenia Y, dla których urządzenia mobilne są nieodłącznym elementem codzienności. Transformują one otoczenie, w którym to pokolenie żyje, uczy się, pracuje. Stają się narzędziem rozrywki i pracy,

<sup>3</sup> Szerzej: J. Szumniak-Samolej, K. Bachnik, *Zarządzanie przedsiębiorstwem w sytuacji kryzysowej w dobie mediów społecznościowych*, badania dla młodych naukowców, nr badania 04/BMN/30/12, KZiF, SGH, Warszawa 2013.

gdyż za ich pośrednictwem – o ile są podłączone do internetu, oczywiście – można załatwić i zorganizować niemal wszystko.

Ta przemiana niesie bardzo duże konsekwencje dla przedsiębiorstw. Zmienia się bowiem oblicze konsumentów. Stają się oni bardziej wymagający i z założenia więcej wiedzą o produktach, niż można by przypuszczać. Mają wyższe oczekiwania względem samego produktu (lub usługi) i jego producenta (usługobiorcy), w zakresie jakości, bezpieczeństwa użytkowania (konsumpcji) i odpowiedzialności za procesy organizacyjne (w tym formę i treść komunikacji z otoczeniem) oraz podejmowane działania. Mają potrzebę, by otrzymywać zindywidualizowane oferty, dopasowane do ich profilu i wyróżniające ich. Mają też poczucie, że mogą wpływać na zachowania firm. Z jednej strony są bardziej świadomi zabiegów marketingowych, jakie podejmują wobec nich przedsiębiorstwa. Z drugiej zaś – internet dostarcza im dowodów na to, że firmy żywo reagują na doniesienia konsumentów zamieszczane na różnego rodzaju platformach i blogach.

Opisywanie swoich doświadczeń zakupowych, zwłaszcza tych negatywnych, i zwłaszcza jeśli zyskają one szerokie grono odbiorców i komentatorów, ma duże szanse doprowadzić do zmian podstaw firmowych. Marka Gap, pod naporem ze strony konsumentów, którzy na Twitterze i Facebooku jawnie wyrażali swoje niezadowolone z próby zmiany logo, zdecydowała się sięgnąć po crowdsourcing i za jego pomocą zebrać projekty na nowe logo<sup>4</sup>. Ostatecznie do żadnej zmiany nie doszło, ale ten przykład pokazuje, że konsumenci zostali upoważnieni do działania – dlatego że mają odpowiednie narzędzia i stosunkowo łatwo pozyskać im masę krytyczną osób podobnie myślących, by forsować zmiany, dlatego że są świadomi swojej siły i dlatego że chcą z tej przewagi korzystać.

Gdy bierze się pod uwagę niektóre tylko trendy behawioralne, przykładowo<sup>5</sup>:

- co minutę do serwisu YouTube przesyłanych jest 100 godzin wideo,
- 85% użytkowników twierdzi, że sieci społecznościowe pomagają im podejmować decyzje zakupowe,
- co sekundę Facebook zyskuje 2 nowych użytkowników,
- 62% ludzi chętniej nawiązuje kontakt z markami, które funkcjonują w mediach społecznościowych,
- w ciągu ostatnich 5 lat nastąpił 9-krotny przyrost tworzonych i udostępnianych treści cyfrowych,

---

<sup>4</sup> Szerzej: M. Isaac, *New Gap Logo Hated by Many, Company Turns to Crowdsourcing Tactics*, 10.07.2010, <http://www.forbes.com/sites/velocity/2010/10/07/new-gap-logo-hated-by-many-company-turns-to-crowdsourcing-tactics/>, dostęp 29.09.2013.

<sup>5</sup> ValaAfshar, *50 powerful statistics about tech media trends affecting every business*, <http://www.slideshare.net/>, dostęp 24.09.2013.

wyraźnie widać, jak głęboko technologie przeniknęły do codzienności „w realu” i w jak dużym stopniu ludzi bazują na informacjach i wsparciu, jakie stają się ich udziałem za pośrednictwem mediów społecznościowych. Łatwy dostęp do nieograniczonych zasobów informacyjnych powoduje, że na każdy niemal temat można wyrobić sobie globalny punkt widzenia. Mnogość źródeł informacji sprawia, że konieczne jest ich selekcjonowanie i weryfikowanie pod kątem jakości i wiarygodności. Podstawowym filtrem stają się sieci kontaktów wirtualnych, z którymi na bieżąco można wymieniać doświadczenia i opinie, które są w stanie doradzić w trybie rzeczywistym i które nie odnoszą korzyści materialnych z tytułu dokonanego przez nas wyboru.

Firmy, które będą umiały odnaleźć się w warunkach tej transformacji społecznej (M. Castells głosi postanie Społeczeństwa Sieci) oraz przekonać do siebie rzesze nastawionych na rozrywkę, interakcję, kreację ludzi, zyskają silną pozycję, by przetrwać. Aktywność użytkowników, możliwość i chęć eksperymentowania oraz testowania, możliwość i chęć dzielenia się swoimi zdolnościami oraz wiedzą z innymi, możliwość i chęć bycia stale „połączonym” to te cechy pokolenia Y, które idealnie wręcz korespondują z ideą crowdsourcingu.

### 3. Strategiczny walor crowdsourcingu

Opierając się na definicji Jeffa Howe, można przyjąć, że „crowdsourcing stanowi akt działania firmy lub instytucji, polegający na tym, że zadania dotychczas realizowane przez pracowników są zlecane na zewnątrz, w formie otwartego zaproszenia, do wykonania przez nieokreśloną (i zazwyczaj dużą) sieć (grupę) osób. To może mieć formę produkcji partnerskiej (gdy praca jest wykonywana wspólnie), ale często przyjmuje postać wysiłku jednostki. Istotnym warunkiem jest stosowanie otwartego formatu tego rodzaju współpracy i angażowanie dużej liczby potencjalnych wykonawców zadań”<sup>6</sup>.

Mówiąc inaczej, mechanizm crowdsourcingu opiera się na outsourcingu zadań „tłumowi”. Firma decyduje się na przekazanie zadań i struktur organizacyjnych w ręce osób lub podmiotów trzecich, na wydzielanie ich na zewnątrz. Często są to wąsko

---

<sup>6</sup> Tłumaczenie własne na podstawie: „simply defined, crowdsourcing represents the act of a company or institution taking a function once performed by employees and outsourcing it to an undefined (and generally large) network of people in the form of an open call. This can take the form of peer-production (when the job is performed collaboratively), but is also often undertaken by sole individuals. The crucial prerequisite is the use of the open call format and the large network of potential laborers”, J. Howe, *Crowdsourcing: A Definition*, [http://crowdsourcing.typepad.com/cs/2006/06/crowdsourcing\\_a.html](http://crowdsourcing.typepad.com/cs/2006/06/crowdsourcing_a.html), dostęp 29.09.2013.

zdefiniowane lub wysokospecjalistyczne problemy, wymagające dużej wiedzy i dużego zaangażowania po stronie osób, które chcą je rozwiązać. Zaangażowany „tłum” oznacza w tym przypadku osoby współpracujące w dość nieformalny sposób i pozostające bez formalnej zależności wobec organizacji. Choć jest to z reguły bardzo zróżnicowana grupa, posiada również pewną część wspólną: wszyscy umieją korzystać z mediów społecznościowych i wykorzystywać narzędzia do komunikacji i współpracy dostępne w internecie oraz chcą się angażować: chcą poświęcać swój czas i swoje zdolności intelektualne na rzecz jakiegoś celu.

Jedną z zalet crowdsourcingu jest możliwość jego szerokiego zastosowania. Ta elastyczność odnosi się zarówno do formy, jak i zakresu tematycznego organizowanej inicjatywy. Wikipedia<sup>7</sup> stanowi przykład tego, jak bezpłatne przedsięwzięcie internetowe może się rozwijać dzięki kontrybucjom użytkowników internetu, poprzez publikowanie lub modyfikowanie definicji zamieszczonych na tej platformie. Dla zadań kreatywnych sprawdzoną formułą wydają się konkursy, pozwalające zarówno dać wyraz swojej kreatywności w postaci zgłoszenia indywidualnego projektu, jak i powalczyć o nagrodę. Tutaj istotnym elementem jest wprowadzenie pierwiastka konkurowania, co sprawia, że „zwycięstwo” w konkursie oznacza również wyróżnienie się. Model biznesowy firmy Threadless.com zasada się właśnie na tym przekonaniu i dlatego projektowaniem koszulek oraz bluz zajmuje się społeczność internetowa (licząca ok 2,4 mln członków) – a nie kilku projektantów zatrudnionych w firmie. Idea regularnego przedstawiania nowych wzorów (aktualnie dziesięciu co tydzień) i produkowania tych, które zbiorą największą liczbę głosów, od 14 lat cieszy się wielką popularnością.

Część firm autonomicznie projektuje inicjatywy crowdsourcingowe, pozostałe korzystają z pośredników – platform, które stanowią swego rodzaju „rynek” pomysłów. Na nich spotykają się jednostki poddające kwestie problematyczne i jednostki dobrowolnie próbujące rozwikłać zgłoszony problem. Crowdsourcing jest mechanizmem stosowanym nie tylko przez przedsiębiorstwa, lecz także organizacje typu *non-profit* (m.in. aktywiści organizacji Greenpeace); starają się w ten sposób pozyskać dla swoich racji szerokie grono zwolenników, rozpropagować idee, o które walczą, skłonić duże podmioty do reakcji.

Jednak świadomość istnienia tego nowego narzędzia strategicznego nie wystarcza, by odnieść sukces. Skuteczność i osiągnięcie zamierzonych celów przy wykorzystywaniu mediów społecznościowych gwarantują planowanie i rygorystyczne podejście w realizacji zamierzeń. U podstaw leży jednak zrozumienie specyfiki tego środowiska i dostosowanie działań firmy do tych nowych uwarunkowań.

---

<sup>7</sup> Przy założeniu szerokiej definicji tego zjawiska, a nie tylko czterech typów crowdsourcingu zaproponowanych przez J. Howe.



### 3.1. Zasady skutecznego stosowania strategii crowdsourcingu

Na podstawie analizy przypadków wykorzystania crowdsourcingu przez przedsiębiorstwa oraz źródeł literaturowych<sup>8</sup>, można sformułować następujące zasady skutecznego stosowania strategii crowdsourcingu:

- stwórz odpowiednie warunki do rozwoju współpracy na zasadach crowdsourcingowych,
- zadbaj o to, by informacje przepływały w obie strony,
- zaplanuj i kontroluj inicjatywy crowdsourcingowe, zwłaszcza w aspekcie ustanawiania celów i zasad, pozostawiając równocześnie dużą dozę swobody i niezależności w zakresie dochodzenia do nich,
- doceniaj wysiłki poszczególnych uczestników projektów crowdsourcingowych i stwórz im możliwości „zaistnienia” w całej społeczności,
- pamiętaj, że twoi partnerzy – twój „tłum” – mają wobec ciebie namacalne oczekiwania i musisz wyjść im naprzeciw,
- zapewnij obu stronom korzyści ze współpracy – stworzenie sytuacji typu win-win spotęguje motywację „tłumu”,
- angażuj kontrybutorów wokół ważkich inicjatyw i tematów, by mogli się z nimi identyfikować i by proponowane rozwiązania przyczyniały się do poprawy parametrów istotnych z ich punktu widzenia.

Choć trudno mówić o możliwości sprawowania kontroli nad treściami zamieszczanymi w internecie, wzięcie pod uwagę opisanych poniżej rekomendacji pozwoli na ograniczenie niepewności towarzyszącej współpracy z szerokim gronem „partnerów biznesowych” i uniknięcie możliwych do przewidzenia (na podstawie dotychczasowej praktyki) przypadków nieplanowanego i nieoczekiwanego wykorzystania władzy i zasobów przez poszczególnych członków danej sieci. Poniżej znajduje się opis tych siedmiu zasad.

**1. Platforma, zasoby i ciągły dialog.** Firma musi zapewnić użytkownikom miejsce do gromadzenia i przechowywania informacji na wybrane tematy, a także możliwość nieskrępowanego i swobodnego komunikowania się nawzajem. Dzięki temu ma szansę wysłuchać głosów swoich odbiorców i na nie zareagować. W przypadku

---

<sup>8</sup> M.in. D. Brabham, *Crowdsourcing*, MIT Press, USA 2012; T. Funk, *Web 2.0 and Beyond. Understanding the New Online Business Models, Trends and Technologies*, Praeger, USA 2009; E. von Hippel, *Democratizing Innovation*, MIT Press, USA 2006; J. Howe, *Crowdsourcing. Why the Power of the Crowd Is Driving the Future of Business*, Crown Business, USA 2009; D. Leonard, W. Swap, *When Sparks Fly. Harnessing the Power of Group Collectivity*, Harvard Business Review Press, USA 2005; C. Li, J. Bernoff, *Groundswell. Winning in a World Transformed by Social Technologies*, Harvard Business Review Press, USA 2011; E. Qualman, *Socialnomics. How Social Media Transforms the Way We Live and Do Business*, John Wiley & Sons, USA 2011.

niektórych tematów – takich jak CSR – pojedyncze projekty można przekształcić w stały dialog – jedna inicjatywa zazwyczaj nie rozwiązuje całego problemu, raczej jest próbą rozwikłania jednej z jego odsłon, toteż kreowanie dalszego zainteresowania jest tu jak najbardziej uzasadnione – a z punktu widzenia firmy pozwala nadal oddziaływać na szerokie grono użytkowników i zbierać informacje o ewoluujących potrzebach społecznych. Zapewnienie odpowiednich zasobów i zadbanie o sprawny przebieg projektu wspieranego przez crowdsourcing stanowi dowód na prawdziwe zaangażowanie firmy i podnosi jej wiarygodność w oczach użytkowników.

**2. Komunikacja dwukierunkowa.** Obecność w mediach społecznościowych nie może ograniczać się do wysyłania tweetów, zamieszczania wpisów na Facebooku czy tworzenia stron internetowych dedykowanych działaniom podejmowanym przez przedsiębiorstwo w wybranym obszarze. Również statyczne reakcje ze strony użytkowników – „polubienie” aktualizacji na Facebooku czy przekazanie linka dalej – nie są oznaką zaangażowania czy zainteresowania i nie wróżą większej skuteczności działań crowdsourcingowych. Prawdziwe relacje wymagają przepływu treści w obie strony, zainicjowania rozmów i uczestniczenia w nich, komentowania bieżących wydarzeń lub reagowania na opisywane potknięcia firmy, odpowiadania na pytania. Utrzymywanie odpowiedniej dynamiki relacji jest niezbędne, by pokazać zaangażowanie po stronie organizacji.

**3. Zasady współpracy i cel.** Delikatną jest kwestia ustalenia pewnej równowagi między niezależnością, jaką trzeba pozostawić użytkownikom, a kontrolą, którą inicjator przedsięwzięcia lub konkursu crowdsourcingowego chce sprawować. Możliwość działania według własnych reguł, w sposób nienarzucony z góry i niepoddający się tradycyjnym strukturom hierarchicznym i zależnościom służbowym stanowi jedną z głównych motywacji, dla których ludzie uczestniczą w projektach crowdsourcingowych. Z drugiej strony każdemu projektowi przyświeca pewien cel, toteż podejmowane wysiłki powinny się koncentrować wokół tego celu. Ta „celowość” podejmowanych wysiłków, jakże istotna z punktu widzenia firmy poszukującej nowej wiedzy i kreatywności, ma ogromne znaczenie również dla pozostałych uczestników systemu crowdsourcingowego. Jako że jest to dodatkowa aktywność, musi ją wspierać silna motywacja. Dążenie do konkretnego celu niewątpliwie może działać energetyzująco – zwłaszcza jeśli są to mniejsze cele cząstkowe, możliwe do osiągnięcia, z wymiernymi efektami końcowymi.

Określenie pewnych zasad służy również selekcji kontrybucji, które mogą być nieistotne z punktu widzenia realizacji danego zamierzenia, lub też odstają jakością od oczekiwanego rezultatu. Niektórzy (Mike Sikorsky z organizacji Cambrian House) wręcz uważają, że crowdsourcing lepiej wykorzystywać do selekcji idei i ich ulepszenia (np. poprzez głosowania i komentarze) niż do ich generowania.

**4. Ocena, nagroda, reputacja.** Zważywszy konkurencyjny nieco charakter wielu inicjatyw opartych na crowdsourcingu (w końcu może być tylko jeden zwycięzca konkursu), istotne jest dostrzeganie wkładu poszczególnych uczestników, docenianie ich wysiłków i stwarzanie możliwości „zaistnienia” w całej społeczności lub na całej platformie. Stworzenie swoistego systemu nagradzania jednostek zaangażowanych w przedsięwzięcia crowdsourcingowe może stanowić dodatkową motywację do większej aktywności. Ustalając zasady przyznawania punktów za poszczególne czynności, takie jak zamieszczanie komentarzy, publikowanie recenzji, dodawanie przyjaciół lub werbowanie nowych użytkowników, należy mieć na uwadze, że cały system oparty jest na zasadzie współpracy i współtworzenia. Niektóre firmy i platformy oferują nagrody finansowe użytkownikom, którzy przedstawili najlepsze pomysły lub zaproponowali najlepsze rozwiązanie zgłoszonego problemu.

**5. Przejrzystość.** Firma, która decyduje się wykorzystać „mądrość tłumu”, musi uwzględnić to, że będzie on miał wobec niej konkretne oczekiwania. W pierwszej kolejności chodzi tu o poszanowanie reguł rządzących tym zjawiskiem, które opierają się na swobodzie opiniowania, udzielania informacji zwrotnych, nawiązywania kontaktów z szerokim gronem odbiorców, na przedkładaniu zaangażowania w społeczności internetowe nad prywatność. W drugiej zaś – o stworzenie takich formatów współpracy, które będą zrozumiałe i atrakcyjne dla przedstawicieli różnych pokoleń (X, Y i pokolenie powojennego wyżu demograficznego). Operując w ciągle ewoluującym środowisku i mając do czynienia z niezwykle zróżnicowanym gronem współpracowników zewnętrznych, firma musi być elastyczna, innowacyjna, nastawiona na inspirowanie innych i umożliwienie im działania.

**6. Działanie i sytuacja typu win-win.** Angażując zewnętrznych interesariuszy w akcje crowdsourcingowe, firmy zazwyczaj oczekują od nich informacji lub rozwiązań, dzięki którym są w stanie podjąć lepsze decyzje produktowe, technologiczne, logistyczne itp. Muszą wszakże pamiętać o tym, że użytkownicy ich platform oczekują rozstrzygnięcia zgłoszonego problemu i wdrożenia wybranej metody postępowania. Komunikowanie, jak firma wykorzystwała zgłoszone sugestie i jakie odniosła efekty w długim okresie, jest pozytywnie przyjmowane. Natomiast skłanianie innych do wspólnego wysiłku tylko po to, by mieć większy ruch na platformie lub zaistnieć w środowisku internetowym, bez faktycznej potrzeby sięgania po „mądrość tłumu”, może obrócić się przeciwko firmie i *de facto* zniszczyć jej wizerunek. Chodzi zatem o stworzenie sytuacji typu win-win, w której nie tylko firma coś zyskuje.

Dla tych, którzy nie chcą bezpośrednio inicjować tego rodzaju przedsięwzięć, pozostaje wsparcie ze strony pośredników – platform organizowanych przez podmioty trzecie, na których spotykają się organizacje zgłaszające i grupy użytkowników gotowych zmierzyć się z tymi wyzwaniem. Tego rodzaju pośrednictwo leży

u podstaw modelu biznesowego portalu YourEncore (stworzonego przy współpracy Procter & Gamble) lub InnoCentive.

InnoCentive jest platformą crowdsourcingową, której celem jest stworzenie alternatywnych możliwości poszukiwania i znajdowania rozwiązań dla różnego rodzaju problemów. Wykorzystywanie informacji zamieszczonych na platformie jest płatne, natomiast bycie członkiem społeczności naukowców – darmowe. Zgłaszane przez firmy problemy rozwiązywane są na podstawie konkursu. Wszystkie informacje o zadaniu, które jest przedmiotem konkursu lub zlecenia, są przekazywane przez zleceniodawcę. To również firma decyduje o kryteriach oceny rozwiązań i nagrodzie dla zwycięzcy. Gdy oferta konkursowa jest gotowa, następuje opublikowanie jej na portalu. Wynagrodzenie za znalezienie satysfakcjonującego rozwiązania w zależności od stopnia zaawansowania projektu lub szczegółowości zdania wynosi od 500 dolarów do ponad 1 miliona dolarów. O efektywności tego modelu biznesowego świadczą klienci platform, tacy jak NASA, Procter & Gamble, Air Force Research Labs, HP, PepsiCo, Eli Lilly, Economist, Boeing, fundacja Rockefellera<sup>9</sup>.

**7. Ważki temat.** Kluczem do skutecznego crowdsourcingu jest poruszenie tematu istotnego z punktu widzenia społeczności lub grupy i skłonienie jej do rozmowy na ten temat. Zapytania mające na celu tylko poprawę wyników finansowych nie zawsze spotykają się z dużym odzewem. Co innego, gdy projekty crowdsourcingowe są nakierowane na rozwiązywanie globalnych problemów społecznych lub wsparcie społeczności lokalnych (również poprzez zindywidualizowane, dopasowane do kontekstu lokalnego oferty produktowe i usługowe).

### 3.2. Przykłady skutecznego wykorzystania crowdsourcingu w biznesie

Choć polskie przedsiębiorstwa nie przekonały się jeszcze do prowadzenia działań w rzeczywistości cyfrowej na większą skalę, międzynarodowa praktyka biznesowa wskazuje, że crowdsourcing może z powodzeniem stać się podstawą zyskownego modelu biznesowego. Poniżej zestawiono kilka wybranych przypadków dowodzących tej tezy.

PEPSI REFRESH PROJECT<sup>10</sup>. Jest to inicjatywa koncernu PepsiCo, będąca efektem przekonania, że za sukcesami przedsiębiorstwa na polu finansowym powinny

---

<sup>9</sup> <http://blog.ideria.pl/crowdsourcing-naukowcow/>; <http://www.youtube.com/user/innocentiveinc>; [http://www.pi.gov.pl/parp/chapter\\_86197.asp?soid=539AB928CF534D72823C470913D12A99](http://www.pi.gov.pl/parp/chapter_86197.asp?soid=539AB928CF534D72823C470913D12A99); <https://twitter.com/InnoCentive>; <http://www.innocentive.com/>.

<sup>10</sup> [www.refresheverything.com](http://www.refresheverything.com), <http://digitallibrary.usc.edu/cdm/fullbrowser/collection/p15799coll127/id/459181/rv/compoundobject/cpd/459256>.

iść inicjatywy zaprojektowane z myślą o społeczeństwie, nastawione na wywieranie pozytywnego wpływu na otoczenie. Po 23 latach realizowania kampanii reklamowej podczas Super Bowl PepsiCo ogłosiło, że nie zamierza kontynuować tej inwestycji marketingowej w 2010 roku, a zaoszczędzone pieniądze przeznaczy na „Pepsi Refresh Project”. Za pośrednictwem dedykowanej platformy crowdsourcingowej użytkownicy mogą zgłaszać projekty, które, ich zdaniem, warto dofinansować, oraz mogą głosować na te najtrafniejsze, które koncern, w trybie miesięcznym, wspiera finansowo i które są potem realizowane.

By uniknąć wyzwań, które mogłyby się pojawić w związku z cechami szczególnymi crowdsourcingu, i sprawnie uruchomić projekt na tak dużą skalę, PepsiCo musiało opracować niesamowicie szczegółowy plan. „Pepsi Refresh Project” opiera się na głosowaniu dużej liczby ludzi – tłumu. Do znalezienia w sieci jak największej liczby głosów „za” wykorzystywane są sieci społeczne. Uczestnicy przesyłają swoje pomysły za pośrednictwem formularza zamieszczonego na stronie internetowej, ubiegając się o dofinansowanie mieszczące się w przedziale od 5000 do 250 000 dolarów. W jednej turze głosowania, która trwa 4 tygodnie, może brać udział maksymalnie 1000 projektów, a zwycięzcy ogłaszani są na koniec każdego miesiąca. Głosowanie odbywa się *online* poprzez stronę refresheverything.com oraz na Facebooku. W związku z tym, że nie wszystkie zgłoszone projekty zostaną dofinansowane, PepsiCo musiało stworzyć bardzo szczegółowy i restrykcyjny regulamin, celem uniknięcia wszelkiego rodzaju roszczeń niezadowolonych osób, których projekty nie znalazły odpowiedniego uznania i nie dostały dotacji. Pomimo tego Pepsi nie uniknęła szeregu oskarżeń dotyczących przyznawania pieniędzy określonym pomysłom.

Krytycy całej inicjatywy poddają w wątpliwość jej skuteczność z punktu widzenia strategii koncernu i osiągniętych wyników finansowych. Podnosili np. to, że Pepsi nadal ustępuje produktom Coca-Coli w liczbie spożywanych napoi gazowanych w USA. W 2011 roku pierwsze miejsca zajmowały Coca-Cola i dietetyczna Coca-Cola, zostawiając Pepsi na trzecim.

MY STARBUCKS IDEA<sup>11</sup>. Ten projekt sieci kawiarnianej Starbucks to platforma internetowa zaprojektowana z myślą o konsumentach i dla konsumentów, którzy mają możliwość wyrażenia swoich poglądów i podzielenia się pomysłami na modyfikacje i ulepszenia (produktowe i organizacyjne). Każdy może zarejestrować się na stronie Starbucksa, stworzyć swój profil, zamieszczając zdjęcie, wspominając o swoich zainteresowaniach, a nawet wskazując ulubioną kawę z menu Starbucksa.

---

<sup>11</sup> <http://www.starbucks.com/coffeehouse/learn-more/my-starbucks-idea>; <http://nehalhesham.com/2012/03/18/my-starbucks-idea/>; <http://pijarukoksu.wordpress.com/2012/03/14/w-tlumie-sila/>; <http://www.crowdsourcing.org.pl/my-starbucks-idea-czyli-jak-nie-doprowadzic-do-upadku-kawiarni.html>.

Następnie, będąc członkiem społeczności, może poczuć, poprzez swoją aktywność, że ma realny wpływ na funkcjonowanie ulubionej kawiarni.

Na stronie pojawiło się już ponad 700 000 pomysłów i część z nich (ponad 200) została wcielona w życie. Firma gromadzi pomysły na nowe produkty lub modyfikacje dotychczasowej oferty produktowej, komentarze dotyczące atmosfery w kawiarni, puszczonej muzyki, metod płatności, jakości czy sposobów obsługi klienta, propozycje na nowe lokalizacje kawiarni, a także wskazówki, jak powinna radzić sobie z wyzwaniami z zakresu społecznej odpowiedzialności biznesu oraz tymi związanymi z funkcjonowaniem na innych rynkach (poza amerykańskim).

Portal „My Starbucks Idea” posiada odnośniki, a także system łączący go z wszystkimi większymi sieciami społecznościowymi, takimi jak m.in. Twitter, Facebook, Flickr. Całość trwa nieprzerwanie już 5 lat, a ciągle rosnące zainteresowanie jest dowodem na wprowadzenie na rynek innowacji, która sprawdziła się i jest cały czas motorem napędowym rozwoju tej sieci kawiarnianej.

MIADIDAS<sup>12</sup>. Firma Adidas stworzyła tę platformę internetową (w 2001 roku), by lepiej poznać potrzeby swoich klientów i dzięki temu zaspokajając je w sposób pełniejszy i bardziej satysfakcjonujący. Jest to strona internetowa, na której każdy użytkownik może spersonalizować obuwie sportowe, dostosowując je do własnych wymagań i kierując się własnymi kryteriami. Personalizacja polega na możliwości optymalnego dopasowania buta (ponad 150 modeli) do swoich preferencji poprzez wybranie użytych w produkcji technologii (np. rodzaju podeszwy), stylu i kolorystyki. Tworzone projekty można publikować i dzielić się nimi „z całym światem” poprzez sieci społecznościowe, takie jak Facebook i Twitter.

Wykorzystanie crowdsourcingu w sposób, w jaki robi to Adidas, jest efektywnym dopełnieniem badań marketingowych. Pozostawiając klientom, nawet tym potencjalnym, decyzję o wyglądzie produktu i stwarzając im możliwości pełnej kastomizacji (na masową skalę), przedsiębiorstwo zyskuje szansę na tanie – tj. bez inwestowania ogromnych sum na badania i rozwój – poprawki i usprawnienia w tworzeniu produktów. Klienci sami wskazują także kierunki rozwoju, nowe, szybko zmieniające się trendy modowe, co prowadzi do ograniczenia strat własnych Adidasu biorących się m.in. z niesprzedania nadwyżek produktów i strat związanych z obniżkami na wyprzedazach. Dzięki danym osobowym użytkowników, takim jak płeć, preferencje, wiek, zdobytym podczas personalizacji produktów, Adidas zdobywa bezcenną wiedzę na temat swoich klientów. Poprzez wytwarzanie pojedynczych egzemplarzy dla konkretnego konsumenta i analizie tysięcy takich

---

<sup>12</sup> <http://www.aboutus.org/MiAdidas.com>; <http://micoach.adidas.com/>; <http://www.adidas.com/us/content/miadidas/>; <http://www.miteam.adidas.com/>.

przypadków, firma jest w stanie lepiej dopasować standardową ofertę do preferencji szerszej bazy klientów.

## 4. Podsumowanie

Crowdsourcing jest bardzo złożonym zjawiskiem, co wynika po części z tego, że angażuje niezliczone rzesze jednostek i grup. Każda zaangażowana strona przejawia zaś specyficzne upodobania i oczekiwania, opiera się na indywidualnych doświadczeniach, korzysta z niepowtarzalnych sieci kontaktów osobistych. Co więcej, zagadnienia, wokół których przedsiębiorstwa gromadzą „tłumy”, różnią się nie tylko merytorycznie (temat, specjalizacja), lecz także zakresem pożądanego zaangażowania ze strony zewnętrznych kontrybutorów. Przedstawianie złożonych problemów w formie mikrozadań, określenie stopnia otwartości systemu, wprowadzenie elementu konkurencji, zarządzanie ogromem dostępnych informacji i stymulowanie kreatywności grupowej to wybrane wyzwania, które nieodmiennie związane są z crowdsourcingiem. Organizacja, która planuje wykorzystać mechanizm crowdsourcingu, powinna przestrzegać pewnych zasad, by zawczasu przewidzieć potencjalne bariery efektywności i kreatywności oraz by zwiększyć szanse powodzenia planowanej inicjatywy.

Jako nowe narzędzie w rękach zarówno firm, jak i ich konsumentów crowdsourcing może stanowić szansę lub zagrożenie dla długofalowej równowagi społeczno-ekonomicznej. Wykorzystując dotychczasowe przemiany społeczno-technologiczne, przybiera różne formy. Przykłady takich projektów, jak:

- inicjatywa „Pepsi Refresh Project” koncernu PepsiCo, łącząca cele biznesowe i te z zakresu społecznej odpowiedzialności biznesu,
- platforma internetowa „My Starbucks Idea” stworzona pod hasłem „Share. Vote. Discuss. See.”,
- strona internetowa „Miadidas” umożliwiająca użytkownikom personalizowanie obuwia sportowego,

pokazują, że crowdsourcing można spożytkować na wiele różnych sposobów i w odniesieniu do wielu domen działalności przedsiębiorstw. Kluczem do pełnego wykorzystania idei crowdsourcingu w biznesie wydaje się kreatywność w podejściu do problemu, jego zaprezentowania i rozpowszechnienia w sieci oraz efektywna komunikacja ze wszystkimi zaangażowanymi stronami.

## Bibliografia

1. Bachnik K., *Crowdsourcing w biznesie*, badania dla młodych naukowców, nr badania KZiF/BMN/31/13, KZiF, SGH, Warszawa 2013.
2. Brabham D., *Crowdsourcing*, MIT Press, USA 2012.
3. Funk T., *Web 2.0 and Beyond. Understanding the New Online Business Models, Trends and Technologies*, Praeger, USA 2009.
4. Hippel von E., *Democratizing Innovation*, MIT Press, USA 2006.
5. Howe J., *Crowdsourcing: A Definition*, [http://crowdsourcing.typepad.com/cs/2006/06/crowdsourcing\\_a.html](http://crowdsourcing.typepad.com/cs/2006/06/crowdsourcing_a.html), dostęp 29.09.2013.
6. Howe J., *Crowdsourcing. Why the Power of the Crowd Is Driving the Future of Business*, Crown Business, USA 2009.
7. <http://blog.ideria.pl/crowdsourcing-naukowcow/>.
8. <http://digitallibrary.usc.edu/cdm/fullbrowser/collection/p15799coll127/id/459181/rv/compoundobject/cpd/459256>.
9. <http://micoach.adidas.com/>.
10. <http://nehalhesham.com/2012/03/18/my-starbucks-idea/>.
11. <http://pijarukoksu.wordpress.com/2012/03/14/w-tlumie-sila/>.
12. <http://www.aboutus.org/MiAdidas.com>.
13. <http://www.adidas.com/us/content/miadidas/>; <http://www.miteam.adidas.com/>.
14. <http://www.crowdsourcing.org/pl/my-starbucks-idea-czyli-jak-nie-doprowadzic-do-upadku-kawiarni.html>.
15. <http://www.innocentive.com/>.
16. [http://www.pi.gov.pl/parp/chapter\\_86197.asp?soid=539AB928CF534D72823C470913D12A99](http://www.pi.gov.pl/parp/chapter_86197.asp?soid=539AB928CF534D72823C470913D12A99).
17. <http://www.starbucks.com/coffeehouse/learn-more/my-starbucks-idea>.
18. <http://www.youtube.com/user/innocentiveinc>.
19. <https://twitter.com/InnoCentive>.
20. Isaac M., *New Gap Logo Hated by Many, Company Turns to Crowdsourcing Tactics*, 10.07.2010, <http://www.forbes.com/sites/velocity/2010/10/07/new-gap-logo-hated-by-many-company-turns-to-crowdsourcing-tactics/>, dostęp 29.09.2013.
21. Leonard D., Swap W., *When Sparks Fly. Harnessing the Power of Group Collectivity*, Harvard Business Review Press, USA 2005.
22. Li C., Bernoff J., *Groundswell. Winning in a World Transformed by Social Technologies*, Harvard Business Review Press, USA 2011.



23. Qualman E., *Socialnomics. How Social Media Transforms the Way We Live and Do Business*, John Wiley & Sons, USA 2011.
24. Raab N., *Crowdsourcing Technology Offers Organizations New Ways To Engage Public In History*, <http://www.forbes.com/sites/nathanraab/2013/09/20/technology-offers-organizations-new-ways-to-engage-the-public-in-history/>, dostęp 20.09.2013.
25. Szumniak-Samolej J., Bachnik K., *Zarządzanie przedsiębiorstwem w sytuacji kryzysowej w dobie mediów społecznościowych*, badania dla młodych naukowców, nr badania 04/BMN/30/12, KZiF, SGH, Warszawa 2013.
26. ValaAfshar, *50 powerful statistics about tech media trends affecting every business*, <http://www.slideshare.net/>, dostęp 24.09.2013.
27. [www.refresheverything.com](http://www.refresheverything.com).

---

## Principles of Efficient Application of Crowdsourcing

---

### Summary

The present article is aimed at the indication of principles which will allow companies to more efficiently make use of crowdsourcing to implement their strategic goals. It presents the idea of crowdsourcing against the background of social and technological transformations which affect the profile of a contemporary stakeholder in order to demonstrate the strategic value of crowdsourcing in the context of business. Next, on the basis of case study analysis, it points to good practices of acting in the social space, the involvement of large number of users in organisational projects and making use of their “collective wisdom”.

**Keywords:** crowdsourcing, business model, strategy, innovation, Internet

---



*Bogdan Włodarczyk*

Wydział Nauk Ekonomicznych

Uniwersytet Warmińsko-Mazurski w Olsztynie

# **Komu służy system finansowy? Refleksja po światowym kryzysie gospodarczym**

## **1. Wprowadzenie**

Efektom wzajemnego powiązania narodów, krajów i gospodarek na świecie jest szybszy rozwój. Procesy globalizacyjne, a szczególnie swobodny przepływ kapitału, mogą być wykorzystywane jako droga do dobrobytu albo, pozbawione sfery wartości, doprowadzać do światowych kryzysów finansowych i gospodarczych na niespotykaną dotychczas skalę. Efektem zmian jest z jednej strony wzrost poziomu życia wielu społeczeństw i bogactwo narodów, z drugiej zaś – rosnące nierówności społeczne i krzywda obywateli spowodowana wzrostem siły różnego rodzaju instytucji. Ten imperatyw wiecznego wzrostu popycha szczególnie organizacje finansowe do osiągnięcia zysku z pominięciem sfery wartości. Autor w niniejszym artykule poddaje refleksji społeczno-ekonomiczny system finansowy, który jest w ciągłej i często niemoralnej pogoni za zyskiem. Budowanie tzw. nowego ładu gospodarczego, który uwzględnia wartości humanizmu, wpisuje się w postulaty autora i wielu ekonomistów badających to zagadnienie.

## **2. Współczesne kryzysy gospodarcze**

W dobie przejścia od industrializmu do epoki gospodarki opartej na wiedzy, postęp techniczno-technologiczny i związane z nim procesy materialne znacznie wyprzedzają niematerialne procesy kulturotwórcze. W konsekwencji technika i technologia wyprzedzają refleksję filozoficzną, w tym chociażby etyczną, w wyniku

czego konsumenci postanowili żyć ponad swoje możliwości, natomiast instytucje finansowe – z chęci zysku – aktywnie w tym pomagały. Naturalną konsekwencją takiego podejścia jest kryzys, który nie może być interpretowany w sposób jednoznaczny i akceptowany przez wszystkie środowiska opiniotwórcze i decyzyjne. Można jednak stwierdzić, że zrozumieć istotę kryzysu, to zrozumieć istotę zmiany, która wykracza poza ramy tradycyjnie rozumianej ekonomii<sup>1</sup>.

Na przełomie wieków XX i XXI kryzys gospodarczy staje się zatem dylematem oraz wyzwaniem zarazem w wymiarze kulturowo-cywilizacyjnym, determinującym najistotniejsze kierunki dalszego rozwoju świata w warunkach nieprzewidywalności zdarzeń i fenomenów natury technologicznej, ekonomicznej, politycznej i społeczno-kulturowej. Przykładem jest chociażby przyszłość Unii Europejskiej i strefy euro, kiedy kolejne kraje członkowskie muszą zwrócić się o zewnętrzną pomoc w celu stabilizacji gospodarki. Światową i europejską opinię publiczną dręczą zatem pytania: Kto będzie następny? Jaka będzie przyszłość integracji? Czy w warunkach kryzysu jest sens utrzymywać wspólną europejską walutę?

Podobne dylematy dotyczą również największego mocarstwa świata – USA. Gigantyczny dług publiczny tego państwa jest powodem do stawiania istotnych pytań: Jak temu zaradzić? Czy zwiększyć podatki dla najbogatszych? Czy ograniczyć wydatki socjalne i pomoc dla najbiedniejszych? A może po prostu zwiększyć spiralę długu i spłacać go systemowo w dłuższym horyzoncie czasowym?

Wraz z postępującą globalizacją i liberalizacją gospodarki zanikły granice dla działalności inwestycyjnej na świecie. Ponadnarodowy transfer kapitałów, wiedzy i pracy jest procesem ciągłym, z tendencją rozwoju zarówno skali, jak i geografii. Przemieszczanie czynników rozwoju gospodarczego pociąga za sobą przemieszczanie nastrojów i trendów finansowych z gospodarek rozwiniętych do rozwijających się i odwrotnie. Nie ma gospodarki niezależnej, jest tylko siła oddziaływania międzynarodowego kapitału, a wraz z nią pozytywne i negatywne efekty ekonomiczne, ostatecznie znajdujące odzwierciedlenie w PKB danego kraju. Chociaż i ten wskaźnik winien już ulegać zmianie na rzecz bardziej zmodyfikowanych miar uwzględniających globalne ekonomiczne procesy i zjawiska społeczno-gospodarcze. Nastroje na rynkach rozwiniętych, wzrosty i kryzysy finansowe właścicieli kapitałów są jeszcze silnie obserwowane w krajach lokowania kapitału.

---

<sup>1</sup> B. Włodarczyk, *Polski rynek kredytów w okresie światowego kryzysu finansowego*, CeDeWu, Warszawa 2012.

Do konsekwencji gospodarczych wymienionych procesów i zjawisk należy zaliczyć<sup>2</sup>:

- intensywny rozwój ponadnarodowych korporacji, w tym przedsiębiorstw, banków, giełd, tworzących globalne sieci rynków, komunikacji i powiązań,
- bezwzględne egzekwowanie praw rynku, na przykład bankructwa nierentownych przedsiębiorstw,
- procesy deregulacyjne oraz związane z tym prywatyzacje przedsiębiorstw, dotyczące nawet podmiotów sektora publicznego – służby zdrowia, szkolnictwa itp.,
- likwidację, ograniczenie lub zmniejszenie znaczenia rynków i przemysłów lokalnych oraz regionalnych,
- wzrost elastyczności w lokalizacji inwestycji bezpośrednich i zasobów pracy (dotyczy to przede wszystkim najbardziej wykształconych oraz kreatywnych kadr),
- pogłębianie się różnic majątkowych i dochodów między krajami oraz ludźmi, co może spowodować napięcia polityczne i społeczne,
- wzrost bezrobocia oraz wynikającego stąd wykluczenia społecznego.

Przedstawione konsekwencje globalizacji zmuszają państwa, samorządy terytorialne, a także – a właściwie przede wszystkim – podmioty gospodarcze, w tym banki, do głębokiej refleksji strategicznej, a w jej wyniku – reorientacji programów i modeli biznesowych dostosowanych do nowych, wielowątkowych i trudnych wyzwań. W związku z tym można też stwierdzić, że przyczyną kryzysu jest m.in. nienadążanie społeczeństw za szeroko pojętą zmianą w otoczeniu gospodarczym. Osłabienie zarówno sektora finansowego, jak i sfery realnej składa się na całokształt załamania gospodarczego. G. Kołodko pisze, że przyczyny kryzysu tkwią głęboko w neoliberalnym kapitalizmie. Kryzysogenne zjawiska i procesy możliwe były wyłącznie w przypadku typowej dla neoliberalizmu kombinacji wartości instytucji i polityki. Wartości te zdecydowanie przeceniają indywidualizm i niepotrzebnie hołdują chciwości, wynosząc tę przywarę do rangi cnoty napędzającej gospodarkę, a także lekceważą społeczne aspekty gospodarowania. W sferze wartości neoliberalizm prowadzi do ufinansowania bez mała wszystkiego<sup>3</sup>. W latach sześćdziesiątych odejście od ekonomii klasycznej, opartej m.in. na większej autonomii jednostki i istotności zasobów naturalnych, doprowadziło do prawnego usankcjonowania właścicieli wirtualnego kapitału i możliwości finansowania globalnej gospodarki. Stworzone modele ekonomiczne opisują, co być powinno w kontekście wzrostu i dystrybucji bogactw, nie odnoszą się natomiast do stanu posiadania. Zatem spór pomiędzy

<sup>2</sup> T. Buksiński, *Współczesne filozofie polityki*, Wydawnictwo Naukowe Instytutu Filozofii Uniwersytetu im. Adama Mickiewicza, Poznań 2006.

<sup>3</sup> G. Kołodko, *Neoliberalizm i światowy kryzys gospodarczy*, „*Ekonomista*” 2010/1, Warszawa 2010.

szkółami ekonomii sprowadza się „do tego, co jest i co przewidujemy”. Niestety nie jest to dyskurs teoretyczny, lecz doświadczanie modeli w realnej gospodarce przeciętnego obywatela przy udziale i wsparciu polityków i instytucji gospodarczych. W świecie wzajemnych zależności obserwujemy silne zarażanie nie tylko ideami i modelami gospodarek rozwiniętych, ale także ich kryzysami.

### 3. Sektor finansowy w kryzysie wartości

Kryzys rynków finansowych powoduje nie tylko zmniejszenie podaży kredytów. Ograniczone zaufanie do wszystkich podmiotów uczestników rynku powoduje zakłócenia w jego płynności, spadki na rynkach kapitałowych, drastyczne zmniejszanie inwestycji i paniczną ochronę kapitałów. Wśród podmiotów gospodarczych i gospodarstw domowych spada skłonność do inwestowania i konsumpcji. Efekty te stosunkowo szybko przekładają się na zakłócenia w gospodarce. Zapobieganie skutkom kryzysów finansowych leży w gestii rządów i instytucji nadzorujących ten rynek. Ochrona inwestorów oraz działania zapobiegające rozprzestrzenianiu i pogłębianiu się zjawisk kryzysowych powinny być podstawowym wyzwaniem wyrażonym we właściwej polityce gospodarczej oraz kontroli rynku i jego uczestników.

J. Tirole przeanalizował współczesne poglądy na temat kryzysu i reformy międzynarodowej architektury finansowej. Stwierdził, że działania antykryzysowe krajów dotkniętych kryzysem, a także krajowych i międzynarodowych instytucji, koncentrują się często na leczeniu objawów, a nie faktycznych podstaw kryzysu. Proponuje wiele reform międzynarodowego systemu finansowego, łącznie z ponownym zdefiniowaniem misji instytucji finansowych, np. MFW<sup>4</sup>.

W gospodarce, a szczególnie w sektorze bankowym, stanowiącym w UE 70,07% i w Polsce 71,8% rynku finansowego, ważnym, jeśli nie najważniejszym, elementem jest oczekiwany zysk, nawet w okresie kryzysu<sup>5</sup>. W tym celu banki podejmują nadmierne ryzyko, a robią to na skutek żądań akcjonariuszy, którzy chcą osiągnąć lepsze wyniki. W celu zaspokojenia akcjonariuszy instytucje finansowe inwestują, a nawet spekulują, równocześnie rośnie „bańka spekulacyjna” – aktywa ją tworzące stanowią alternatywną inwestycję dla innych uczestników rynku finansowego z wysoką, jak się wydaje, stopą zwrotu. Banki niepodjemujące ryzyka nie osiągną zatem zysków satysfakcjonujących akcjonariuszy. Kapitał inwestorów zostanie prawdopodobnie

<sup>4</sup> J. Tirole, *Financial Crises, Liquidity, and the International Monetary System*, Princeton University Press, Princeton 2002.

<sup>5</sup> KNF, *Sytuacja polskiego sektora bankowego*, Warszawa, 22 listopada 2012 r.

przeniesiony do bardziej dochodowych instytucji. Panuje „boom gospodarczy” i banki (instytucje kredytowe), chcąc utrzymać swoją pozycję na rynku, udzielają kredytów pod wpływem robiącej to samo konkurencji. W przypadku banków inwestycyjnych powszechną metodą stało się lewarowanie, czyli angażowanie środków wielokrotnie przekraczających aktywa. W „przeddzień” kryzysu największe spośród takich banków inwestycyjnych ryzykowały kwotami ponad czterdziestokrotnie większymi niż wartość ich aktywów<sup>6</sup>.

Powszechnie panuje opinia, że banki udzielają kredytów z depozytów osób oszczędzających, ale banki kreują także pieniądź fiducjarny, którego właścicielem jest państwo, a obecnie w większości korporacje finansowe. O ile państwo to społeczeństwo, o tyle korporacje to nieliczni, zatem dostęp do kreowania „bogactwa” jest rozłożony w nierównym stopniu, powodując niezadowolenia społeczne, rozwarstwienia ekonomiczne i zachowania nieetyczne. Sytuację tę jeszcze potęguje ciągle zwiększanie ilości pieniądza w obiegu w celu tzw. ratowania systemu oraz kultura masowa, która nakazuje nam „mieć” – znaczy kupować. Zadłużenie państw i ich obywatele rośnie szybciej niż kiedykolwiek w nowożytnej historii gospodarki. Dług pokrywamy kolejnymi pożyczkami, gdyż rośnie szybciej niż jesteśmy go w stanie obsłużyć. Proces ten odbywa się przy społecznym przyzwoleniu władz, instytucji nadzorczych, ekonomistów i finansistów, którzy wierzą, że takie działania zapewnią wzrost gospodarczy. Lecz czy uda nam się osiągnąć wieczny wzrost? Niewielu naukowców jest w stanie przeciwstawić się trendom cywilizacji i nauki. Nawet najwybitniejsi ekonomiści są bezradni wobec nurtów współczesności. Podczas spotkania ekonomistów w 2013 r. w Davos noblista prof. Joseph Stiglitz stwierdził, że nadszedł kres przekonania, iż wolny rynek zawsze ma rację. Paradygmat samoregulujących i zawsze dążących do pełnej efektywności rynków jest nieprawdziwy. Podążanie drogą deregulacji, czy inaczej – nieadekwatnych regulacji, było jednym z kluczowych czynników, które doprowadziły nas do obecnej sytuacji – dowodzi laureat Nobla. Zdaniem prof. Stiglitz – współczesna ekonomia potrzebuje nowego ekonomicznego paradygmatu<sup>7</sup>. Międzynarodowe spotkania (kongresy, konferencje) ekonomistów rzadko kończą się radykalnymi receptami dla gospodarki. Rekomendacje i zalecenia są często spóźnione lub formułowane pod wpływem lobby biznesu. Poszukując nowego paradygmatu, ekonomiści zauważają multidyscyplinarność współczesnych rozwiązań w finansach i ekonomii. Powoduje to brak możliwości ukształtowania się uniwersalnego paradygmatu nauki o finansach czy też konstrukcji

<sup>6</sup> J. Klebaniuk, *Psychologiczne aspekty kryzysu finansowego*, w: *Rynki finansowe w warunkach kryzysu*, red. M. Kalinowski, CeDeWu, Warszawa 2009.

<sup>7</sup> <http://www.tvn24.pl/biznes-gospodarka>.

uniwersalnego modelu poznawczego bądź decyzyjnego<sup>8</sup>. Wyzwaniem dla nauki jest nie tylko określenie nowych paradygmatów, ale także podejmowanie prób oceny jego bezpieczeństwa dla ekonomicznej sfery życia człowieka tak, aby nie przyznawać nagród i wyróżnień za przyszłe kryzysy finansowe i gospodarcze.

Sytuacja kryzysu z 2008 r. dowodzi, że dominującą rolę we współczesnym świecie gospodarczym odgrywają korporacje finansowe. Wskazują one, jakie są trendy i czego nam naprawdę potrzeba, jakie produkty i usługi nam dostarczą, aby uczynić nasz świat bardziej efektywnym i atrakcyjnym. Nie obwiniamy ich i nie oburzamy się zbyt łatwo nawet, gdy używają naszych pieniędzy do wypłacenia ogromnych bonusów za rekordowe straty. Najprawdopodobniej wynika to z tego, że każde społeczeństwo każdy człowiek ma swój „American Dream”. Godzimy się, wiedząc, że tak działa świat, świat finansów, instytucji finansowych i ich klientów. Biznes jest w ciągłej pogoni za zyskiem, a najlepiej bez konieczności usprawnień i stosowania kosztownych innowacji. Wzrost ten wymusza rynek i właściciele kapitału przy społecznej zgodzie. Nie znamy instytucji finansowej, która nie podnosi swym pracownikom planów sprzedaży i efektywności działania z kwartału na kwartał, z roku na rok. Osoby zarządzające korporacjami odpowiedzialne są za wzrost i zysk, co obecnie oznacza przetrwanie. Sytuacja taka doprowadza do spekulacji, a w konsekwencji do kryzysów: naftowego w latach siedemdziesiątych i osiemdziesiątych, bańki internetowej z lat 1995–2002, rynku nieruchomości i w konsekwencji finansowego z lat 2008–2010. Przez proces globalizacji, a szczególnie przez swobodny przepływ kapitału, skutki kryzysu boleśnie odczuwają rynki wschodzące. Podczas ostatniego kryzysu finansowego spadek aktywów w Europie Środkowo-Wschodniej wynosił 64% – zaś w Rosji 40%<sup>9</sup>. Gwałtowne wycofanie kapitału z gospodarek wschodzących, często niewielkich, powoduje istotne spadki ich PKB (PKB na Łotwie w 2009 r. spadło o 17,7%, w Rosji 7,8%). Odium strat gospodarczych w kryzysie wpływa na przeciętnego obywatela. To on ponosi największe straty. Od ograniczonych środków na służbę zdrowia, policję przez spadek komfortu życia, do utraty oszczędności i inwestycji na giełdzie, w funduszach inwestycyjnych czy na lokatach. Rządy ratują upadające banki pieniędzmi, które pobierają z podatków obywateli, gdyż grozi to załamaniem systemu i niepokojami społecznymi. Bankrutujących obywateli nie chroni państwo, bowiem w większości podejmują inwestycje na własne ryzyko. L. Pawłowicz stwierdził, że globalne instytucje finansowe okazały się nie tylko zbyt duże, by upaść, lecz

<sup>8</sup> K. Jajuga, *Nauka o finansach – nowe wyzwania metodyczne*, w: *Ekonomia dla przyszłości. Odkrywać naturę i przyczyny zjawisk gospodarczych*, PTE, Warszawa 2013.

<sup>9</sup> G. Ancyparowicz, *Banki na rynku finansowym – dziś i w przyszłości*, Konferencja UWM, Ruciane Nida 2010.



także zbyt duże, by można było je uratować bez konsekwencji społecznych groźących długotrwałą zapaścią współczesnej liberalnej gospodarki rynkowej. W okresie dobrej koniunktury gospodarczej imponujący rozwój transgranicznych grup kapitałowych stanowił dobry przykład internacjonalizacji korzyści płynących z ponadnarodowej działalności gospodarczej. W okresie kryzysu groźba nacjonalizacji strat powoduje, że globalizacja się cofa, a protekcjonizm rozkwita<sup>10</sup>. Należy zwrócić uwagę, że w warunkach zagrożeń ekonomicznych integrujące się dotąd państwa zaczynają odwracać się od tych procesów, nie chcąc brać odpowiedzialności za sytuację partnerów, „eksperymentując” przy tej okazji z nawrotem do praktyk ochrony własnego rynku, co polega między innymi na ograniczeniu swobód przepływu kapitału i ludzi oraz aktywizacji narodowych kontroli granicznych i celnych. Jednak działania ochronne często są nietrafione, społecznie krzywdzące, spóźnione lub niewystarczające. Za błędy bogatych państw, korporacji finansowych i banków płacą wszyscy. Instytucje mające pomagać obywatelom swymi usługami w innej formie (dofinansowania rządowymi programami wsparcia z podatków) czerpią od nich kapitał, żeby w kolejnych latach osiągać rekordowe zyski. Banki w USA po okresie kryzysu i konsolidacji oraz z niespotykanego dokapitalizowania stały się silniejsze, zaś bogaci stali się jeszcze bogatsi. Nie pomogło to znacząco systemowi, ani nie poprawiło poziomu życia społeczeństwa amerykańskiego. Choć recesja, która przysłała po kryzysie finansowym, oficjalnie zakończyła się już w czerwcu 2009 r., zwykli ludzie nie odczuwają poprawy sytuacji gospodarczej. Odzwierciedla to specjalny sondaż, którego wyniki opublikowano w związku z rocznicą upadku Lehman Brothers Pew Research Center. Według nich prawie dwie trzecie Amerykanów (63%) uważa, że system gospodarczy kraju nie jest dziś bezpieczniejszy niż przed załamaniem rynku w 2008 r. Ponadto połowa respondentów przyznała, że ich zarobki i sytuacja związana z pracą wciąż nie wróciły do stanu sprzed kryzysu. Ok. 70% uważa też, że rząd niewiele zrobił, by pomóc biednym ludziom, a z programów naprawczych skorzystały tylko wielkie banki i instytucje finansowe, korporacje oraz bogaci<sup>11</sup>.

## 4. Podsumowanie

Stworzyliśmy i często utrwalamy system społeczno-gospodarczy, który służy nielicznym kosztem wielu. Nauczamy etyki, mówimy o społecznej odpowiedzialności

<sup>10</sup> L. Pawłowicz, *Nowy wymiar globalnego kryzysu finansowego*, w: *Wyzwania ekonomiczne w warunkach kryzysu*, red. I. Lichniak, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009.

<sup>11</sup> <http://www.rp.pl>, wyciąg z informacji Państwowej Agencji Prasowej.

biznesu, lecz zbyt mało z tych wartości jest wykorzystywane w tak zwanym świecie realnym. I nie chodzi tu o zachowania polegające na dzieleniu się bogactwem z innymi, ale o nietworzenie mechanizmów finansowych, które zabierają uczciwie i ciężko zarabiającym. Bo jak nazwać na krajowym rynku przekonywanie przez profesjonalistów (ekonomistów i finansistów) osób potrzebujących mieszkania, że kredyty walutowe na okres 25–30 lat są najlepszym dla nich produktem, lokata strukturyzowana w akcjach GPW idealnym zabezpieczeniem starości osób tuż przed emeryturą, a opcje waniliowe i barterowe doskonałym instrumentem zabezpieczającym walutę producentowi wędlin z Podlaskiego? Żadna z ww. grup ludzi, które poniosły ogromne straty finansowe i dalej spłacają kredyty większe niż wartość ich hipoteki, nie otrzymała finansowego wsparcia ani od rządu, ani od jakiegokolwiek instytucji. Ten pomysł ekonomiczny na zarabianie za wszelką cenę, bez sfery wartości, nie sprawdza się i doprowadza do utraty zaufania, kryzysów, a w konsekwencji krzywdzi ludzi.

Potrzebne są refleksje nad działaniem naszego systemu społeczno-ekonomicznego, aby spowodować właściwy kierunek rozwoju. B. Fiodor proponuje poszukiwanie nowych wielkich syntez, ponieważ wielka, neoklasyczna synteza straciła już swój „blask” jako podstawa polityki makroekonomicznej. Dzieje się to przy postępującej erozji podstawowych wartości składających się na kulturę ekonomiczną i etos gospodarki opartej na wolnym rynku i prywatnej przedsiębiorczości<sup>12</sup>. G. Kołodko sugeruje umiejętne poruszanie się w obszarze swoistego trójkąta zrównoważonego społecznie, ekologicznie i gospodarczo rozwoju. Jego wierzchołki wyznaczają: wartości, instytucje i polityka. Tak poprawiona teoria ekonomii zapewni skuteczny rozwój oraz zapobiegnie kryzysom<sup>13</sup>. P.H. Dembiński proponuje określenie nowych celów podporządkowanych szacunkowi dla ludzi, natury i godności, dopiero potem zaś środków do ich osiągnięcia. Profesor określaną przez siebie finansjalizację społeczeństwa w taki sposób chce uczynić bardziej moralną<sup>14</sup>. J. Stiglitz proponuje nowy paradygmat ekonomiczny oparty na większej sprawiedliwości społecznej. Podstawą tej myśli jest widmo globalnej nierówności. W swej książce „The Price of inequality”, która jest punktem wyjścia jego teorii, Stiglitz napisał, że cnotą rynku musi być efektywność. Jeśli jej nie ma, zachwiane są podstawowe prawa ekonomii, co prowadzi do porażki naszego systemu gospodarczego, zaś popełnione błędy doprowadziły do powszechnego poczucia niesprawiedliwości i zmniejszenia szans dla większości z nas<sup>15</sup>. Noblista, odnosząc się do kryzysu rynku finansowego, stwierdził, że dzia-

---

<sup>12</sup> B. Fiedor, *Kryzys gospodarczy a kryzys ekonomii jako nauki*, „*Ekonomista*” 2010/4, Warszawa 2010.

<sup>13</sup> G. Kołodko, *Neoliberalizm...*, op.cit.

<sup>14</sup> P.H. Dembiński, *Finanse po zawale*, Studio EMKA, Warszawa 2012.

<sup>15</sup> J.E. Stiglitz, *The Price of Inequality*, W.W. Norton & Company, Inc., New York 2012.

łania banków nie były przypadkowe. System przez odpowiednie bodźce zachowań bankierów i instytucji finansowych popchnął gospodarkę w głęboki kryzys.

W kontekście zdarzeń ostatniego kryzysu gospodarczego i wpływu na niego instytucji finansowych ekonomia instytucjonalna nie wydaje się także alternatywą dla nowego ładu. Wprawdzie krytykuje ona ekonomię neoklasyczną za brak analizy teoretycznej instytucji, to jednak jej teorie utrwalają silną pozycję instytucji, których wielkość, skala oddziaływania i partykularne interesy we współczesnych czasach doprowadzają do kryzysów.

W wypowiedziach czołowych ekonomistów na temat poszukiwania nowego paradygmatu w ekonomii lub też poszukiwania nowych rozwiązań w polityce gospodarczej w większości przewija się wątek wartości niematerialnych. Ten słuszny kierunek budowania myśli ekonomicznej, która u podstawy będzie miała wartości humanizmu, a nie tylko bezduszne matematyczne modele wzrostu, może stworzyć bardziej trwale i bezpieczniejsze oblicze gospodarki. Niezbędny jest do tego silny nadzór społeczny (rządów i instytucji nadzoru) nad właściwym skodyfikowaniem i przestrzeganiem wartości. Normy moralne zawarte w kodeksach etyki i szczytne idee założycieli instytucji nie mogą być deklaratywne, lecz muszą się stać normą społeczną prawnie chronioną. W przeciwnym razie pogłębi to rozwarstwienie społeczne, stabilność rynków i zagrożi demokracji.

Budowanie nowego ładu gospodarczego potrzebuje również retrospekcji i głębokiego redefiniowania edukacji ekonomicznej i sfery nauczania. Żebyśmy nie zapomnieli o tym, co stworzyliśmy, aby nie roztrwonić dziedzictwa nauki ekonomii i nauki o finansach, wiedząc, że bierze się ona z cywilizacyjnego dorobku człowieka i ma służyć ludziom, a nie instytucjom. Takie spojrzenie potrzebne nam jest nie tylko dla bieżącej działalności, ale dla poczucia dobrze spełnionego obowiązku względem przyszłych pokoleń, żeby nie zadawać sobie trudnych pytań: Czego ich nauczyliśmy i czy rzeczywiście o to nam chodziło?

## Bibliografia

1. Ancyparowicz G., *Banki na rynku finansowym – dziś i w przyszłości*, Konferencja UWM, Ruciane Nida 2010.
2. Buksiński T., *Współczesne filozofie polityki*, Wydawnictwo Naukowe Instytutu Filozofii Uniwersytetu im. Adama Mickiewicza, Poznań 2006.
3. Dembiński P.H., *Finanse po zawale*, Studio EMKA, Warszawa 2012.
4. Fiedor B., *Kryzys gospodarczy a kryzys ekonomii jako nauki*, „*Ekonomista*” 2010/4. Warszawa 2010.

5. <http://www.rp.pl>, wyciąg z informacji Państwowej Agencji Prasowej, dostęp 4.01.2014.
6. <http://www.tvn24.pl/biznes-gospodarka>, dostęp 28.12.2013.
7. Jajuga K., *Nauka o finansach – nowe wyzwania metodyczne*, w: *Ekonomia dla przyszłości. Odkrywać naturę i przyczyny zjawisk gospodarczych*, PTE, Warszawa 2013.
8. Klebaniuk J., *Psychologiczne aspekty kryzysu finansowego*, w: *Rynki finansowe w warunkach kryzysu*, red. M. Kalinowski, CeDeWu, Warszawa 2009.
9. KNF, *Sytuacja polskiego sektora bankowego*, Warszawa, 22 listopada 2012 r.
10. Kołodko G., *Neoliberalizm i światowy kryzys gospodarczy*, „*Ekonomista*” 2010/1, Warszawa 2010.
11. Pawłowicz L., *Nowy wymiar globalnego kryzysu finansowego*, w: *Wyzwania ekonomiczne w warunkach kryzysu*, red. I. Lichniak, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2009.
12. Stiglitz J.E., *The Price of Inequality*, W.W. Norton & Company, Inc., New York 2012.
13. Tirole J., *Financial Crises, Liquidity, and the International Monetary System*, Princeton University Press, Princeton 2002.
14. Włodarczyk B., *Polski rynek kredytów w okresie światowego kryzysu finansowego*, CeDeWu, Warszawa 2012.